
BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

59^a RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1988-31 MARZO 1989

BASILEA, 12 GIUGNO 1989

Banca dei Regolamenti Internazionali

59^a Relazione Annuale

1° aprile 1988 – 31 marzo 1989 Basilea, 12 giugno 1989

Indice

	Pagina
Presentazione	1
I. Un cambiamento in meglio non privo di incognite	3
II. L'evoluzione economica generale nel 1988	9
Aspetti salienti	9
I paesi industriali	10
Le tre economie maggiori	14
Gli altri maggiori paesi industriali	17
I paesi industriali minori	20
L'attuale fase di crescita in una prospettiva storica	22
Il contesto statistico generale	22
Inflazione e disoccupazione	25
Andamento del risparmio nel breve e nel più lungo periodo	33
Investimenti, tassi di interesse reali e produttività	36
I paesi in via di sviluppo	38
Andamento dei prezzi dei prodotti primari e altri fattori esogeni	39
Prodotto interno, inflazione e politiche economiche	40
<i>Paesi asiatici</i>	40
<i>Paesi africani</i>	42
<i>Paesi latino-americani</i>	43
III. Il commercio e i pagamenti internazionali	47
Aspetti salienti	47
Il commercio mondiale	48
L'evoluzione della posizione esterna nei tre maggiori paesi industriali	51
Gli squilibri internazionali e il processo di aggiustamento nei tre maggiori paesi industriali	56
Le possibilità di ulteriori riduzioni negli squilibri internazionali dei tre maggiori paesi industriali	60
Andamento della partite correnti negli altri paesi industriali	64
Andamento della posizione con l'estero nei paesi in via di sviluppo	69
Movimenti internazionali di capitali e contropartite finanziarie degli squilibri correnti nei paesi industriali	73
Il finanziamento esterno dei paesi in via di sviluppo	78
IV. Andamenti dei mercati finanziari nazionali	81
Aspetti salienti	81
Andamento dei mercati azionari e degli strumenti derivati	82
<i>La risposta alla crisi borsistica sul piano della regolamentazione</i>	88
<i>Il mercato delle obbligazioni "ad alto rendimento"</i>	89
Grado di indebitamento e finanziamento delle imprese non finanziarie	90
La regolamentazione della struttura finanziaria delle banche	97
La crisi delle "Savings and Loan Associations" negli Stati Uniti	102
Sviluppi del mercato mobiliare di Londra successivamente al "Big Bang"	106
Il mercato unico europeo dei servizi finanziari	108

	Pagina
V. I mercati internazionali dei capitali	111
Aspetti salienti	111
L'intermediazione finanziaria internazionale in un periodo di forte fluidità	112
Il settore bancario internazionale	118
Andamento degli aggregati complessivi	118
Impieghi e raccolta dei fondi bancari internazionali all'interno dell'area dichiarante ..	120
Le operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante	121
Gli andamenti nei singoli centri del mercato	123
La composizione per monete dell'attività bancaria internazionale e l'evoluzione del mercato dell'ECU	124
La struttura per nazionalità del credito bancario internazionale	125
Il mercato dei prestiti consorziali	128
I mercati mobiliari internazionali	128
Il settore delle euronotes	128
Il mercato obbligazionario internazionale	131
La situazione debitoria internazionale	139
VI. L'evoluzione delle grandezze e delle politiche monetarie	148
Aspetti salienti	148
La politica monetaria nei maggiori paesi industriali	149
Considerazioni di ordine interno ed esterno	149
Il ruolo degli obiettivi in termini di aggregati monetari	153
Altri indicatori delle condizioni monetarie	156
La politica monetaria nei paesi industriali di piccole e medie dimensioni	162
Paesi partecipanti al meccanismo di cambio dello SME	162
La politica monetaria negli altri paesi industriali	166
Cambiamenti nelle procedure operative e nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria	168
Operazioni di mercato monetario delle banche centrali	169
Incertezze nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria	173
I pericoli insiti nella situazione attuale	175
VII. Il sistema monetario internazionale	176
Aspetti salienti	176
I mercati valutari	177
Gli andamenti sul mercato del dollaro USA	177
Gli andamenti nei settori delle altre monete	180
Evoluzione dei tassi di cambio effettivi	182
L'evoluzione in un'ottica di più lungo periodo	184
Gli sviluppi nell'ambito dello SME	188
I dieci anni dello SME	191
Il Rapporto sull'Unione economica e monetaria nella Comunità Europea ("Rapporto Delors")	194
La produzione e il mercato dell'oro	196
La liquidità internazionale	201

	Pagina
VIII. L'attività della Banca	208
Lo sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali	208
Le funzioni di Agente e di Fiduciario	210
<i>Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM)</i>	210
<i>Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ECU privati</i>	211
Assistenza finanziaria alle banche centrali	212
Operazioni del Dipartimento bancario	213
<i>Passivo (composizione delle risorse)</i>	214
<i>Attivo (impiego delle risorse)</i>	217
Ripartizione dell'utile netto	218
I cambiamenti nel Consiglio di Amministrazione e nella Direzione	220
Conclusioni	222
<hr/>	
Bilancio e Conto Profitti e Perdite al 31 marzo 1989	233
Consiglio di Amministrazione	238
Direzione	239

Elenco dei grafici (*) e tabelle

Pagina

L'evoluzione economica generale nel 1988

Crescita del prodotto mondiale	10
Andamento degli investimenti fissi privati, escluse le abitazioni	12
Andamento del PNL/PIL reale e delle componenti della domanda	13
Saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche	16
Quote di risparmio del settore famiglie*	19
Variazioni del PIL reale; altri paesi industriali	21
La fase espansiva degli anni ottanta; principali indicatori*	23
Tassi di disoccupazione*	27
Retribuzioni nominali*	28
Prezzi al consumo	29
Inflazione e disoccupazione; 1961-1989*	31
Misure del grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria di trasformazione* ..	32
Risparmio e investimenti: raffronti nel più lungo periodo	33
Composizione per settori del risparmio nazionale*	35
Crescita del PIL nei paesi in via di sviluppo	38
Andamento dei corsi dei prodotti primari	40
Fattori esterni influenti sulla dinamica del prodotto	41
Inflazione nei PVS	44
Dinamica degli investimenti e del prodotto	46

Il commercio e i pagamenti internazionali

Indicatori dell'interscambio mondiale*	48
Indicatori della crescita in volume dell'interscambio mondiale*	49
Misure alternative del saldo di parte corrente dei tre maggiori paesi industriali	52
Saldi commerciali non petroliferi nei tre maggiori paesi industriali	53
Costi di produzione e margini di profitto dei fornitori esteri sui mercati di Stati Uniti, Giappone e Germania; 1984-88 (stime)*	57
Costi di produzione e margini di profitto degli esportatori di Stati Uniti, Giappone e Germania; 1984-88 (stime)*	58
Saldi commerciali bilaterali di determinati paesi	59
Crescita della domanda totale interna e saldo economico sull'estero in termini reali* ..	60
Evoluzione dei volumi dell'interscambio negli Stati Uniti, in Giappone e in Germania ..	61
Evoluzione dei tassi di cambio effettivi, della posizione dei costi relativi e degli investimenti fissi delle imprese negli Stati Uniti*	63
Saldi delle partite correnti e saldi finanziari dei settori interni	64
Saldi delle bilance dei pagamenti correnti	65
Indicatori del commercio estero per determinati gruppi di PVS	71
Economie di nuova industrializzazione dell'Asia: saldi correnti	72
Saldi delle partite correnti e debito esterno di quattordici 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 determinati gruppi di paesi	79
--	----

Andamenti dei mercati finanziari nazionali

Indici azionari	82
Corsi azionari*	83
Variabilità degli indici azionari*	84
Correlazioni fra i movimenti percentuali giornalieri degli indici azionari; 1984-89	85
Recente evoluzione dei tassi di interesse e dell'inflazione*	86
Indicatori del mercato azionario di Tokyo e prezzi dei terreni in Giappone*	87
Rapporto indebitamento lordo/attività totali (valori contabili)	91
Rapporto indebitamento lordo/attività totali (valori di mercato)	91
Tassazione e indice di leva finanziaria; 1985	93
Indicatori della struttura finanziaria; 1985	94
Utile netto delle "Savings and Loan Associations"*	104

I mercati internazionali dei capitali

Attività nei mercati internazionali dei capitali*	113
Credito netto fornito dal mercato internazionale (stime)	114
Configurazione dell'attività bancaria internazionale	119
Impieghi e raccolta dei fondi bancari internazionali (stime)	120
Operazioni delle banche dichiaranti alla BRI con i paesi esterni all'area dichiarante	122
Andamenti dell'attività bancaria nei singoli centri del mercato	123
Composizione per monete delle posizioni sull'estero delle banche dichiaranti	125
Struttura del mercato bancario dell'ECU	126
Attività e passività internazionali delle banche dichiaranti in base alla nazionalità dell'istituzione controllante	127
Aspetti salienti del mercato delle <i>euronotes</i>	129
Aspetti salienti dell'attività sul mercato obbligazionario internazionale	132
Rendimenti di determinate obbligazioni internazionali e tassi di interesse sui depositi in eurodollari*	133
Attività di emissione sul mercato obbligazionario in eurodollari e tasso di cambio effettivo del dollaro USA*	134
Mercato obbligazionario internazionale; struttura per valute di denominazione	135
Attività di emissione nel mercato delle obbligazioni collegate ad azioni*	136
Mercato obbligazionario internazionale: struttura in base alla nazionalità degli emittenti .	138
Evoluzione delle passività esterne e del servizio del debito dei paesi fortemente indebitati*	140
Indebitamento esterno di determinati PVS	143
Variazione cumulativa nelle posizioni esterne di alcuni paesi in via di sviluppo; 1978-1987	146

L'evoluzione delle grandezze e delle politiche monetarie

Tassi di interesse ufficiali e di mercato*	151
Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di crescita	154
Contributo relativo delle principali contropartite alla variazione della quantità di moneta in senso lato	158
Tassi di interesse a lungo e a breve termine e inflazione*	160
Tassi di interesse in determinati paesi*	164
Tassi di interesse a lungo termine e variazioni anteriori del tasso di cambio*	168
Fattori influenti sulla creazione di base monetaria	170

Il sistema monetario internazionale

Tassi di cambio bilaterali di determinate monete rispetto al dollaro USA*	177
Tassi di cambio bilaterali di determinate monete rispetto al marco*	181
Tassi di cambio effettivi nominali e reali di determinate monete*	183
Tassi di cambio effettivi reali delle principali monete; 1979-1989*	185
Posizioni delle monete partecipanti nella banda di oscillazione dello SME*	189
Tassi di cambio bilaterali nominali e reali delle monete dello SME rispetto al marco*	192
Prezzi al consumo nei paesi dello SME*	193
Mercato dell'oro; fonti e impieghi (stime)	197
Produzione mondiale di oro	198
Prezzi di mercato dell'oro in determinate monete*	200
Variazioni nelle riserve globali	202
Variazioni nelle riserve ufficiali non auree di singoli paesi	204
Saldi delle partite correnti e variazioni stimate nelle riserve in valuta estera (esclusi gli effetti di cambio) degli Stati Uniti	206

L'attività della Banca

Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1989	211
Totali di bilancio negli ultimi cinque esercizi	213
Evoluzione delle risorse negli ultimi cinque esercizi	214
Origine delle risorse finanziarie esterne	215
Natura e scadenza delle risorse finanziarie esterne	215
Evoluzione degli impieghi e di altre attività	217
"Depositi vincolati e anticipazioni" e "Titoli di Stato e altri titoli", suddivisi in base alla vita residua	218

59^a Relazione Annuale

*sottoposta all'Assemblea Generale Ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 12 giugno 1989*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la cinquantanovesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1988 e terminato il 31 marzo 1989.

Dopo il trasferimento di franchi oro 828.177 all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e di franchi oro 10.500.000 all'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili ed il rinnovamento delle attrezzature, l'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 94.885.615 a fronte di franchi oro 95.937.052 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 25.885.615 al pagamento di un dividendo di 175 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 24.463.364 al Fondo di riserva generale, franchi oro 4.000.000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 40.536.636 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1988-89 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1989.

I. Un cambiamento in meglio non privo di incognite

L'anno scorso nella maggior parte dei paesi industriali vi è stata una netta accelerazione della crescita economica, ma con essa paiono essere ricomparsi alcuni dei problemi che in passato avevano condotto all'impiego di politiche di "stop-go". Si è inoltre arrestato, e in parte anche invertito, il processo di aggiustamento – ossia la graduale riduzione dei gravi disequilibri esterni tra i principali paesi industriali – che era chiaramente avviato agli inizi del 1988.

Nella maggior parte dei paesi le banche centrali hanno reagito ai segnali di crescenti insidie inflazionistiche sospingendo verso l'alto i tassi di interesse a breve, e sono ora in attesa di poter riscontrare che questa manovra sta producendo l'auspicato effetto moderatore sulle pressioni della domanda. Lo scorso anno si è avuta un'accelerazione generale nel ritmo di crescita della domanda aggregata; essa è risultata particolarmente intensa in alcuni paesi, ma si è riversata anche su altre economie, e quasi ovunque si sono manifestati segni di tensione a livello della capacità produttiva. Non inaspettatamente, l'espansione della domanda ha incontrato strozzature molto prima che l'eccedenza di manodopera in diversi paesi europei fosse riassorbita in misura degna di rilievo. Pare aver trovato conferma la tesi diffusa secondo cui gran parte della disoccupazione sarebbe di tipo "classico" piuttosto che "keynesiano" e, in quanto tale, refrattaria a terapie agenti dal lato della domanda. In effetti, le pressioni inflazionistiche si sono manifestate prima sul mercato del lavoro che su quello dei beni finali. Al tempo stesso la situazione del mercato del lavoro nei paesi predetti è purtroppo espressione dei limiti insiti nella capacità dei responsabili delle politiche economiche di applicare rigorosamente la terapia che consegue dalla loro stessa diagnosi. L'azione volta a rimuovere le rigidità dal lato dell'offerta non produce notoriamente risultati in tempi brevi. L'analisi costi-benefici non incoraggia i governi ad intraprendere iniziative ardite, non essendovi la certezza di poterne poi raccogliere i frutti di più lungo periodo. Pertanto, mentre esiste il timore che il pur deciso e tempestivo inasprimento della politica monetaria possa non essere in grado di tenere a bada l'inflazione, vi è parimenti il timore che ulteriori passi in questa direzione possano pregiudicare la ripresa degli investimenti privati che sta finalmente conducendo le economie su un sentiero di crescita più sostenuta e più solida.

Al centro di questo inquietante dilemma di politica economica interna si pone il quesito di quale sia il tasso di crescita che le economie di più antica industrializzazione possono sperare di conseguire senza innescare pericolose spinte inflazionistiche. La maggior parte dei governi e delle banche centrali colloca questo tasso attorno al 2,5%. In relazione al margine di potenziale economico ancora esistente nei vari paesi agli inizi del 1988 (nel frattempo in gran parte eroso), in parecchi casi la crescita dello scorso anno è stata troppo

sostenuta per non suscitare problemi. Si tratta ovviamente di un giudizio basato sul senno di poi; praticamente nessuno era in grado di prevedere l'accelerazione prima che questa si manifestasse. Il processo di crescita non è sufficientemente trasparente, in termini statistici, da consentire di determinare con una certa precisione quali siano le forze sottostanti e in che misura esse possano essere stimulate o imbrigliate dai diversi interventi o da un dato orientamento delle politiche economiche. Forse sarebbe stato possibile prevedere l'impulso espansivo proveniente dal netto allentamento della politica monetaria dopo la crisi borsistica, protrattosi per un periodo da due a sei mesi. Tale allentamento mirava tuttavia a smorzare l'impatto negativo che molti si attendevano dal crollo borsistico. Non che vi fossero grandi timori di un ripetersi dell'esperienza del 1929-30, ma era parso comunque più prudente non confidare troppo in un influsso moderato o addirittura benefico. Ma, dopo tutto, non ha molto significato discutere oggi su quali sarebbero state le politiche appropriate sulla base di tendenze che non erano ancora manifeste.

Ma nemmeno ora, come si vedrà nel capitolo successivo, è possibile spiegare in modo esauriente la repentina accelerazione della crescita. Ciò rende altresì difficile prevedere in maniera sufficientemente attendibile se questa tendenza è destinata a protrarsi per un certo tempo oppure se le pressioni della domanda si smorzeranno per effetto delle politiche più restrittive già in atto o di fattori congiunturali. Né è ancora possibile valutare l'intensità delle spinte inflazionistiche liberatesi. Si potrebbe senz'altro sostenere che i precedenti insperati guadagni, in termini di stabilità nei prezzi, dovuti al ribasso del petrolio, alla debolezza dei corsi delle materie prime e all'apprezzamento esterno delle monete di alcuni paesi, abbiano creato l'illusione di una vittoria più decisiva sull'inflazione di quella effettivamente ottenuta; e quando queste tendenze si sono invertite, l'inflazione di fondo si è riaffermata, la qual cosa non dovrebbe tuttavia costituire un serio motivo di allarme. Va poi aggiunto che in un certo numero di paesi l'applicazione di provvedimenti tributari e di incrementi dei prezzi amministrati ha distorto gli indicatori dell'inflazione. Malauguratamente, la dinamica del processo di formazione dei prezzi è tale che anche un aumento apparentemente innocuo nel livello generale dei prezzi, allorché viene superata una certa soglia, peraltro assai bassa, può facilmente mettere in moto una spirale prezzi/costi/prezzi ed agire sulle aspettative inflazionistiche. Una volta avviato un siffatto processo, si rendono necessari sforzi smisurati per arrestarlo. E' questo uno dei più ardui fra gli attuali problemi delle politiche economiche, e su di esso si ritornerà al termine della Relazione.

Dopo la crisi del 1987, lo scorso anno i mercati dei capitali sono rimasti generalmente calmi, uno sviluppo tanto più degno di nota in considerazione dell'inasprimento delle politiche monetarie menzionato in precedenza. Tutti i mercati azionari hanno cominciato a risalire rispetto ai livelli ai quali erano scesi nell'ultima parte del 1987. A Tokyo, dopo il novembre 1988 sono stati ripetutamente stabiliti nuovi primati storici. In alcuni mercati i corsi azionari hanno pressoché raggiunto, o leggermente superato, i precedenti massimi e in altri ancora, tra cui i mercati degli Stati Uniti, del Regno Unito e della Germania, è stato recuperato il 65-80% delle precedenti perdite.

Tuttavia il settore dei mercati finanziari il cui andamento nel 1988 è stato

oggetto di più frequente considerazione è quello obbligazionario, dove fino in epoca recente i corsi si sono mantenuti considerevolmente stabili, o sono diminuiti solo di poco, nonostante il sensibile rialzo dei tassi a breve. Ciò è stato da più parti interpretato come un segno di maggiore fiducia dei mercati nella capacità delle autorità monetarie di contrastare l'insorgere di spinte inflazionistiche. In un'economia chiusa questa sarebbe in effetti la sola spiegazione possibile del fatto che i movimenti dei tassi a breve non si trasmettano al segmento a lungo termine del mercato. Vi è tuttavia motivo di dubitare che, quanto meno nel caso di taluni paesi, l'attuale inclinazione della curva dei rendimenti possa essere interpretata come un voto di fiducia alle politiche antinflazionistiche. In regime di libertà dei movimenti di capitali, i prezzi sui mercati obbligazionari – a differenza dei tassi a breve guidati dalle autorità – sono determinati dalle scelte internazionali di portafoglio non meno che da fattori interni. La stabilità relativamente elevata dei tassi di cambio nominali, che nel complesso è prevalsa dagli inizi del 1988, ha indirizzato enormi flussi di capitali verso i mercati obbligazionari dei paesi con alti tassi di interesse nominali. Anche se in termini reali questi tassi non sono necessariamente superiori a quelli dei paesi con più basso livello di inflazione, essi attraggono gli investitori in attività di portafoglio che confidano nella possibilità di fruire degli alti tassi di interesse nominali e di disimpegnarsi tempestivamente qualora la parità di potere d'acquisto dovesse tendere a ristabilirsi e sospingere verso il basso le valute dei paesi con più alta inflazione ed ampi disavanzi esterni. Con gli elevati e crescenti tassi di interesse a breve, di cui si servono questi paesi per prevenire un'ulteriore accelerazione della dinamica dei prezzi e possibilmente per rallentarla, la stabilità del cambio nominale può perdurare, pur in presenza di significativi differenziali di inflazione, finché prosegue il flusso di capitali.

In quanto fattore esplicativo dell'appiattimento o addirittura dell'inversione delle curve dei rendimenti, l'attrattiva esercitata sugli investitori esteri dagli elevati tassi di interesse nominali dei titoli obbligazionari sembra difettare di simmetria; infatti, non dovrebbe potersi osservare un effetto opposto nelle curve dei rendimenti dei paesi esportatori di capitali? In certa misura queste ultime hanno effettivamente mostrato un andamento diverso, ma anch'esse hanno subito un appiattimento. Va tuttavia ricordato che tra i maggiori paesi importatori di capitali figurano attualmente gli Stati Uniti, i quali esercitano una sorta di *leadership* mondiale sui tassi di interesse dei mercati obbligazionari. Le connessioni internazionali dei tassi di interesse, divenute sempre più strette negli ultimi due anni di accresciuta stabilità dei cambi nominali, costituiscono un fenomeno multiforme, ed i flussi di capitali in corso sono solo uno dei canali attraverso i quali esse si instaurano. Anche gli effetti segnaletici possono creare connessioni e persino operare in direzione opposta a quella dei movimenti di capitali in atto. Non si dovrebbero quindi trarre conclusioni troppo rassicuranti dal modo in cui i tassi di interesse a lungo termine hanno finora reagito all'inasprimento della politica monetaria.

Indubbiamente l'accresciuta stabilità dei cambi nominali deve molto alla costante adesione dei maggiori paesi industriali al principio del coordinamento delle politiche e, in particolare, agli interventi concertati sui mercati dei cambi. Ma parrebbe altresì che questi ultimi abbiano perso parte del nervosismo

mostrato nel 1987 e in periodi precedenti. Ciò non significa che il comportamento dei mercati valutari non abbia posto alcun problema lo scorso anno. Quella che agli inizi del 1988 poteva considerarsi come una reazione all'eccessivo calo del dollaro al volgere dell'anno, si è poi sostanziata in ripetuti periodi di apprezzamento della moneta americana. Nel complesso il dollaro è salito nei confronti delle valute dei paesi eccedentari, come ad esempio lo yen, ma soprattutto rispetto ad alcune monete dello SME e al franco svizzero, mentre alcuni paesi in disavanzo hanno visto le loro monete apprezzarsi parallelamente al dollaro. Si è già accennato al ruolo svolto in tale contesto dagli alti tassi nominali a breve e dai movimenti di capitali. Mentre in condizioni di libera circolazione dei capitali le stesse forze di mercato che determinano i tassi a lunga possono esercitare un influsso preponderante anche sui cambi, la manovra interna dei tassi a breve costituisce un fattore esogeno che può spingere i mercati valutari nella direzione opposta a quella giustificata dalle grandezze economiche fondamentali. Vi è stata, da parte dei paesi eccedentari, una certa tentazione ad avvalersi dello stesso strumento per contrastare la tendenza al ribasso delle proprie monete. Il deterioramento del clima dei prezzi ha fornito un ulteriore argomento a sostegno di questa linea di condotta. Taluni hanno già visto profilarsi all'orizzonte il pericolo che quanto era iniziato come una mossa preventiva per contenere le spinte inflazionistiche potesse trasformarsi in una vera e propria guerra dei tassi di interesse avente l'unico scopo di contrastare movimenti indesiderati del cambio. Tuttavia le autorità sia dei paesi eccedentari sia di quelli in disavanzo sono pienamente consapevoli di questo pericolo e delle sue possibili implicazioni. Esse hanno preferito finora prendere atto della struttura dei cambi nominali che si è determinata.

Ciò può apparire sorprendente in considerazione del ruolo che era stato assegnato ai tassi di cambio nella correzione degli enormi squilibri nei pagamenti correnti tra i maggiori paesi industriali. I progressi in questa direzione erano stati per lungo tempo modesti, ma si sono accelerati, quanto meno in termini di volume, verso la fine del 1987. Tuttavia, dopo il secondo trimestre dello scorso anno, con l'ulteriore rafforzamento del dollaro questa dinamica è venuta meno, soprattutto dal lato della Germania, ma anche in Giappone e negli Stati Uniti. Fin dall'epoca dell'Accordo del Louvre del 1987 vi sono state non poche disparità di vedute circa l'adeguatezza del calo subito dal dollaro. I fautori di un periodo di stabilità dei tassi di cambio volevano che si desse tempo alle economie in questione di adeguarsi alla nuova struttura dei cambi. Essi facevano anche osservare che il cambio è solo una delle determinanti dei flussi commerciali, e che alla radice del problema vi erano squilibri tra risparmio e investimenti. Gli argomenti a favore di un certo grado di stabilità dei cambi hanno chiaramente acquistato maggior peso allorché le esportazioni americane sono fortemente aumentate, dimostrando un recupero di competitività internazionale dell'industria statunitense. Un ulteriore miglioramento, veniva fatto notare, avrebbe potuto ampliare i profitti senza far crescere di molto le esportazioni, giacché ben presto sarebbero stati raggiunti limiti di capacità. Solo con un rallentamento della domanda interna si sarebbero potute liberare risorse per realizzare ulteriori progressi nella correzione del disavanzo corrente degli Stati Uniti. Ma non tutti dividevano queste argomentazioni. Alcuni osservatori del mondo

accademico insistevano nell'affermare che solo un ulteriore deprezzamento del dollaro avrebbe permesso di ridurre il disavanzo della bilancia corrente USA ad un livello che sarebbe stato sostenibile non solo a breve termine, come i mercati sembravano dimostrare, ma anche in una prospettiva di medio e lungo periodo.

Tuttavia, indipendentemente dagli schieramenti, nessuno si era mai spinto fino al punto di sostenere che il dollaro potesse ormai tranquillamente riapprezzarsi senza pericolo di gravi ripercussioni per il processo di aggiustamento. L'apprezzamento del dollaro non ha tratto origine unicamente da forze di mercato che le autorità sono state incapaci di contrastare; sebbene vi abbia certamente contribuito il clima psicologico sui mercati, esso è stato altresì determinato dal rialzo dei tassi a breve indotto dalle autorità nell'intento di frenare le pressioni inflazionistiche. Al tempo stesso le autorità statunitensi sono talvolta intervenute sui mercati dei cambi con vendite di dollari, accrescendo sensibilmente le loro riserve in valuta estera ma, come si è detto, ciò non ha impedito un certo apprezzamento complessivo del dollaro e un recupero ancor più pronunciato nei confronti delle monete dei maggiori paesi eccedentari.

In un tipico conflitto tra obiettivi esterni ed interni sono pressoché sempre questi ultimi a prevalere. Un apprezzamento della moneta, ancorché inopportuno dal punto di vista dell'aggiustamento, contribuisce a tenere a freno le spinte inflazionistiche, rendendo così ancor più acuto il "conflitto di interessi". In un tale contesto non è di grande ausilio il fatto che la politica monetaria faccia uso di strumenti diversi, come i tassi di interesse e gli interventi sui mercati dei cambi, in direzioni diverse. Anzi, nel tentativo di servire due cause, la stessa politica monetaria finisce con l'addossarsi un onere eccessivo. Si sostiene da tempo che il problema della conflittualità degli obiettivi può essere risolto solo se la politica fiscale condivide appieno la responsabilità della gestione macroeconomica. Con un corretto dosaggio delle politiche si ottiene un margine di manovra più ampio. Tuttavia, le decisioni in materia fiscale sono così parte integrante del processo politico interno che pochi governi si mostrano capaci di scegliere la giusta combinazione di politiche. A questo riguardo, gli Stati Uniti non costituiscono certo un caso isolato; nondimeno le ragioni a sostegno della necessità di impiegare qualsiasi mezzo disponibile per ridurre il disavanzo federale sono state sostenute con tale frequenza e forza di convinzione da rendere deplorabile la mancanza di ulteriori, significativi progressi in questa direzione. Con la politica monetaria dedicata al compito fondamentale di tenere a freno l'inflazione e con la politica fiscale in posizione di stallo tra restrizioni autoimposte e dispute di parte, l'attenzione prestata negli Stati Uniti al disavanzo delle partite correnti non è stata certo molto grande.

Quanto detto a proposito degli Stati Uniti può applicarsi, *mutatis mutandis*, ai maggiori paesi eccedentari. Essi si trovano nella stessa situazione, nel senso che vi sono ben pochi segni di una riduzione delle rispettive eccedenze. Questi due paesi differiscono notevolmente quanto al vigore della domanda interna, ma i meriti che il Giappone può far valere a questo titolo come contributo ad una maggiore armonia internazionale, la Germania può vantarli sotto il profilo dell'apertura e della facilità di accesso ai suoi mercati. A questo riguardo il Giappone ha ancora molta strada da compiere; le importazioni in volume sono sì aumentate a ritmo sostenuto, ma partendo da un livello modesto. La Germania può far

rilevare che gli squilibri non costituiscono più un problema tripolare, poiché i disavanzi del Regno Unito e di altri paesi europei rappresentano ormai un'importante contropartita all'eccedenza tedesca, mentre si è considerevolmente ridotto l'attivo dell'interscambio con gli Stati Uniti.

Considerato che l'azione di aggiustamento non figura più tra le priorità di politica economica, ci si può chiedere se le precedenti apprensioni circa la sostenibilità degli squilibri nei pagamenti correnti fossero giustificate, quanto meno fino al punto di sollecitare un'azione in via prioritaria. Su tale quesito si ritornerà alla fine della Relazione. Tuttavia, perché questa materia venga considerata con maggiore attenzione, è probabile che debbano diventare più evidenti i limiti della sostenibilità. Data l'asimmetria tra le pressioni subite a questo riguardo dai paesi in disavanzo e da quelli eccedentari, tale soglia potrebbe essere raggiunta prima negli Stati Uniti e nel Regno Unito che in Giappone e Germania, e vi è solo da augurarsi che ciò avvenga prima che il protezionismo abbia guadagnato ulteriore terreno, non solo come forza politica, ma poco a poco anche come proposizione con pretese di rispettabilità sul piano intellettuale. L'aspetto che dovrebbe risultare chiaro da quanto si è detto – e che costituirà il filo conduttore dell'intera Relazione – è la stretta interconnessione dei problemi che investono la politica monetaria, i flussi internazionali di capitali, i tassi di cambio e gli squilibri nei pagamenti correnti. Essi vanno affrontati congiuntamente, ossia non come problemi distinti e non a livello nazionale, bensì sulla base di un approccio coordinato a livello internazionale.

Un altro aspetto, che verrà considerato con la debita attenzione nella presente Relazione, riguarda gli andamenti nei paesi non industrializzati e di nuova industrializzazione e in particolare in quelli con problemi di indebitamento. Sul fronte della crisi debitoria era già stato realizzato un certo progresso nel caso dei paesi più poveri, indebitati prevalentemente nei confronti di creditori ufficiali. Il Piano Brady ha ora aperto la strada a nuove idee nell'approccio con paesi a medio reddito fortemente indebitati, dove sono in gioco ingenti capitali bancari. Finora non sono stati messi a punto i vari elementi necessari ad attuare le proposte e resta ancora da risolvere una serie di questioni assai complesse e controverse. Il Capitolo V esamina in modo più approfondito gli aspetti emersi fino al momento di andare in stampa.

La Relazione ha mantenuto inalterata la sua struttura; essa si articola nell'analisi degli sviluppi economici reali, dei mercati dei capitali e degli aspetti attinenti alle politiche, esaminando ciascuna area in due distinti capitoli, l'uno maggiormente sotto il profilo delle singole economie, l'altro più a livello internazionale. Le Conclusioni, più che una sintesi, rappresentano una panoramica, non tanto degli sviluppi, quanto piuttosto delle opzioni e dei vincoli posti alle politiche.

II. L'evoluzione economica generale nel 1988

Aspetti salienti

Lo scorso anno la crescita economica a livello mondiale si è accelerata, portandosi a poco più del 4%. Ciò è dovuto ad andamenti sostanzialmente omogenei nei paesi industriali, andamenti che sono risultati già essere in atto durante il secondo semestre del 1987. Particolarmente sorprendente – ed incoraggiante – è stata la diffusa sostenutezza dell'attività di investimento. La delusione per l'assenza di una reazione positiva alla caduta del prezzo del petrolio nel 1986 e i timori circa i possibili effetti della crisi borsistica del 1987 hanno così fatto posto all'ottimismo a mano a mano che l'intensità e la natura dell'espansione economica sono divenute manifeste.

L'orientamento generalmente di medio periodo delle politiche macroeconomiche nei paesi industriali, i loro sforzi di aggiustamento strutturale e l'accresciuto coordinamento internazionale delle politiche sono parsi dare i frutti sperati. Nella prima metà dell'anno, in particolare, l'inflazione è rimasta sotto controllo e si è accelerato l'aggiustamento degli squilibri esterni in termini di quantità. Un maggior numero di paesi ha cominciato a beneficiare di un certo calo della disoccupazione, la quale rimane purtuttavia elevata in molte economie europee.

Nella seconda parte dell'anno, nonostante un certo rallentamento nel ritmo di crescita, l'inflazione ha cominciato a muoversi verso l'alto, e nel marzo di quest'anno essa si situava in media al 4,5%, rispetto a poco meno del 4% nel dicembre del 1987. Anche il processo di aggiustamento esterno ha segnato il passo, mentre la disoccupazione ha continuato a calare, finanche negli Stati Uniti, dove a fine marzo 1989 essa era scesa al 5,0%. Nel corso dello stesso mese l'inflazione negli Stati Uniti risultava salita al 5%.

E' vero che l'attuale fase espansiva si è accompagnata ad un'inflazione assai più bassa di quella avutasi durante la ripresa seguita alla prima crisi petrolifera. E al momento attuale non si prevede un altro forte *shock* esterno sui prezzi. Ciò nondimeno, nel periodo dal 1982 ad oggi l'inflazione non è scesa ai valori osservati alla fine degli anni cinquanta e nei primi anni sessanta, anche se nel triennio scorso essa è scesa al livello più basso degli ultimi vent'anni. Ora sono però riemersi timori di un surriscaldamento dell'economia, specie nell'America del Nord e nel Regno Unito.

Questa evoluzione sottolinea altresì come sia importante ridurre il disavanzo strutturale del bilancio federale statunitense. Lo scorso anno non è stato compiuto nessun ulteriore progresso a questo riguardo, né è previsto alcun miglioramento nel corrente esercizio finanziario. Anche la ripresa del processo di aggiustamento esterno trarrebbe beneficio da una pronta azione in questo ambito. Nella maggior parte dei paesi europei sono chiaramente necessari

maggiori sforzi di aggiustamento strutturale per ridurre in modo duraturo la disoccupazione.

Nel 1988 i paesi in via di sviluppo hanno tratto vantaggio dal più rapido ritmo di espansione nel mondo industrializzato. Nella media il loro tasso di crescita è salito dal 4% a poco più del 4,5%. L'accelerazione è stata ragguardevole nei due paesi maggiori: Cina e India. I paesi non esportatori di fonti energetiche hanno beneficiato anche di un certo calo del prezzo del petrolio e, in molti casi, del rincaro delle materie prime non petrolifere. Il miglioramento in termini di crescita non ha tuttavia riguardato tutti i PVS. L'inflazione è salita soprattutto nell'America Latina, contribuendo a determinare un forte rallentamento della crescita economica; anche in alcune aree dell'Asia e dell'Africa la situazione sul fronte dei prezzi ha subito un deterioramento.

Crescita del prodotto mondiale ¹									
Gruppi di paesi e aree	PIL del 1986		1977-82 media	1983	1984	1985	1986	1987	1988
	in miliardi di dollari USA	in percen- tuale del totale							
variazioni percentuali del PIL in termini reali									
Sette paesi maggiori	9.275	64,5	2,0	3,0	5,2	3,4	2,8	3,4	4,2
Altri paesi industriali ²	1.543	10,7	1,7	1,4	3,6	3,1	2,5	3,0	3,3
Paesi in via di sviluppo	2.360	16,4	4,3	3,3	4,2	4,0	4,3	4,0	4,5
Maggiori produttori di petrolio ³	727	5,1	2,5	0,6	0,2	0,3	0,0	1,0	1,5
Altri PVS	1.633	11,3	4,9	4,5	6,0	5,7	6,3	5,4	5,8
Africa e Medio Oriente	185	1,3	4,5	2,4	1,6	4,0	3,6	-0,3	2,2
Asia	962	6,7	6,2	8,0	7,8	6,7	6,9	7,7	9,2
di cui: NIEs ⁴	224	1,6	7,1	8,9	9,1	3,6	10,6	11,8	9,2
America Latina	486	3,3	4,0	-1,2	4,1	4,5	6,3	2,8	0,5
Europa orientale ⁵	1.214	8,4	3,0	3,4	3,2	3,2	3,8	2,2	3,8
Totale mondiale	14.392	100,0	2,4	3,0	4,7	3,4	3,0	3,4	4,1

¹ Per i paesi industriali, medie ponderate in base al PIL ed ai tassi di cambio dell'anno precedente. Per gli altri gruppi di paesi e per il totale mondiale, medie ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio del 1986, includendo tutti i paesi il cui PIL nel 1986 ammontava ad almeno \$ USA 0,1 miliardi. ² Comprende i paesi elencati nella tabella di pagina 21 più Islanda e Lussemburgo. ³ Membri OPEC, Messico e Trinidad e Tobago. ⁴ Economie di nuova industrializzazione: Hong Kong, Singapore, Corea del Sud e Taiwan. ⁵ Prodotto materiale netto convertito a tassi di cambio non commerciali.

Fonti: FMI, World Economic Outlook; OCSE, National Accounts; ONU, UN Yearbook; World Bank Atlas and World Debt Tables; statistiche nazionali.

I paesi industriali

Lo scorso anno il prodotto nell'insieme dei paesi industriali è aumentato di oltre il 4%. Si tratta di un'accelerazione di quasi un punto percentuale rispetto al 1987, la quale è per giunta intervenuta allorché la ripresa economica era già in atto da ben cinque anni. Se si prescinde dagli Stati Uniti, la cui espansione particolarmente rapida nel 1984 aveva fortemente accresciuto la media di quell'anno per l'insieme dei paesi industriali, il tasso medio di crescita del 4¼%, registrato lo scorso anno, risulta il più alto dal 1976. In verità, occorre risalire al periodo anteriore alla prima crisi petrolifera per trovare tassi di sviluppo più elevati, i quali comunque si dimostrarono in definitiva insostenibili.

Accelerazione
della crescita
economica nel
1988...

... trainata dalla
vigorosa ripresa
degli investimenti

Un'altra caratteristica della maggiore crescita economica dello scorso anno è costituita dal fatto che essa è stata eccezionalmente diffusa. Seppure in varia misura, tutti i paesi del Gruppo dei Sette, con un'unica eccezione, hanno registrato un'accelerazione dello sviluppo, e così pure molti paesi minori. Un altro aspetto notevole e incoraggiante è la misura in cui gli investimenti fissi delle imprese hanno in generale contribuito al vigore della domanda, anche in quei casi in cui la crescita totale ha segnato una flessione (tabella di pagina 12). Nel più lungo periodo questa dinamica sostenuta degli investimenti dovrebbe anche contribuire a migliorare il potenziale di offerta e con esso le prospettive per un'ulteriore durevole crescita.

Tuttavia, benché
l'inflazione sia
rimasta conte-
nuta...

Il rafforzarsi della congiuntura in questo stadio del ciclo va visto anche alla luce dell'andamento dell'inflazione. A dicembre del 1988 l'inflazione dei prezzi al consumo su dodici mesi, pari al 3¾%, era salita solo in misura marginale rispetto all'anno precedente, pur risultando superiore di un intero punto percentuale al dato per il 1986. In quell'anno, tuttavia, il forte ribasso del petrolio aveva esercitato un sensibile influsso moderatore. In termini di deflatore del PIL, che rispecchia con maggiore precisione le spinte inflazionistiche interne, il tasso di incremento dei prezzi per l'intero 1988 è rimasto praticamente invariato nella media dei paesi industriali, mentre presenta un leggero calo rispetto al 1986, in parte grazie ad una migliore dinamica della produttività. Per Giappone, Germania, Francia e Italia il raffronto con il 1986 si pone in termini ancora più favorevoli.

Considerati di per sé, questi fatti paiono costituire un ulteriore motivo di incoraggiamento. E' vero che durante gran parte del 1988 i prezzi del petrolio sono leggermente calati. Nondimeno, dopo cinque-sei anni di espansione l'inflazione è rimasta in media più bassa che nel 1983, il primo anno della ripresa; se si escludono gli Stati Uniti essa risulta inferiore a un terzo del livello registrato nel 1976, l'anno più recente in cui la crescita ha raggiunto il valore del 1988; e per l'insieme dei paesi industriali, in ognuno degli ultimi tre anni l'inflazione è stata mediamente più bassa che in qualsiasi periodo dalla metà degli anni sessanta.

... in corso d'anno
si sono manife-
state tensioni sui
prezzi

Se da un lato è utile considerare gli sviluppi dello scorso anno nella prospettiva ora delineata, è anche necessario rilevare – come sarà fatto alla pagina 30 – che le spinte inflazionistiche sono di fatto cresciute nel corso del 1988 e durante i primi mesi di quest'anno. I tassi di utilizzo della capacità produttiva sono saliti a livelli elevati e, in presenza di un concomitante calo della disoccupazione (in alcuni paesi la flessione è stata alquanto rapida, in certi altri ha ricondotto la disoccupazione a valori storicamente bassi), il pericolo di un riemergere delle pressioni inflazionistiche interne si è fatto evidente. In molti paesi la politica monetaria è stata quindi prontamente aggiustata al fine di prevenire il rafforzarsi delle aspettative inflazionistiche.

Il processo di
aggiustamento
internazionale ha
segnato il passo
nel corso del 1988

Va inoltre rilevata una pausa inopportuna nel processo di aggiustamento esterno fra i tre maggiori paesi durante la seconda metà del 1988 e, pare, nel primo trimestre di quest'anno (grafico a pagina 60). Ad esempio, escludendo l'andamento piuttosto erratico delle scorte, la domanda interna finale negli Stati Uniti è cresciuta nel secondo semestre a un tasso annuo del 3,3%, dopo essere salita dell'1,9% nella prima parte dell'anno. Il saldo economico con l'estero in termini reali, che era migliorato dell'1,5% del PNL nei primi sei mesi dell'anno, non ha mostrato ulteriori segni di progresso nel corso del secondo semestre. In

Giappone, la crescita della domanda interna è andata rallentando nella seconda metà dell'anno, pur rimanendo su ritmi relativamente sostenuti. Nello stesso periodo, per contro, si è accelerata la crescita delle esportazioni. In Germania, la crescita della domanda interna finale è discesa all'1,3% annuo nel periodo luglio-dicembre e il saldo esterno reale si è mosso in una direzione positiva anziché negativa, annullando così gran parte dell'aggiustamento realizzato nel primo semestre dell'anno. In aggiunta, un quarto paese, il Regno Unito, è passato assai rapidamente a una posizione di ampio disavanzo esterno durante lo scorso anno.

A parte queste riserve, resta vero che in termini generali la crescita economica lo scorso anno è stata decisamente superiore alle previsioni di praticamente tutti gli osservatori, sia ufficiali che privati. In effetti, sebbene l'accelerazione dell'attività economica fosse già iniziata nel 1987 – ancorché se ne sia avuta una percezione tardiva – in almeno un senso l'incremento nella crescita produttiva è sopravvenuto nel momento in cui meno lo si attendeva. Era infatti opinione comune che al collasso dei corsi azionari nell'ottobre 1987 avrebbe probabilmente fatto seguito una consistente riduzione della spesa privata nonostante la

Imprevisto vigore
dell'attività
economica...

Andamento degli investimenti fissi privati, escluse le abitazioni						
Paesi	1967-73 media	1973-79 media	1979-85 media	1986	1987	1988
	variazioni percentuali					
Stati Uniti	4,4	3,5	2,6	- 4,5	2,8	9,5
Giappone	13,2	1,0	7,0	5,9	7,9	15,9
Germania	6,5	1,9	1,0	4,4	4,4	7,2
Francia	7,3 ¹	-0,5	-0,3	3,3	4,4	8,0
Regno Unito	6,1	3,7	4,0	0,3	14,4	17,2
Italia ²	3,5 ¹	-0,2	1,5	2,8	9,8	6,6
Canada	3,9	6,8	2,9	3,2	8,8	17,8
Australia ³	4,2	1,9	2,6	4,5	0,8	15,8
Austria ⁴	7,2	1,2	0,0	3,6	1,8	4,9
Belgio	3,9	0,6	2,6	5,6	10,7	13,7
Danimarca	3,5 ²	1,0 ²	3,5	17,6	-8,9	-5,8
Finlandia	7,0	-2,5	5,3	2,9	5,3	6,8
Grecia ⁴	12,4	-0,2	-3,0	- 5,7	-3,2	10,0
Irlanda ⁴	10,4	5,6	-3,0	0,7	-1,1	0,2
Norvegia	5,9	8,6	3,8	14,6	-3,2	-5,6
Nuova Zelanda ^{3,4}	3,1	-2,1	4,7	4,4	-6,3	4,5
Paesi Bassi	4,1	1,7	0,5	12,5	2,0	6,8
Portogallo ⁴	7,0	-0,4	-2,4	9,5	19,5	13,5
Spagna ⁴	7,6	-1,1	-1,0	10,0	14,6	14,0
Sudafrica	7,9	-0,3	3,7	-15,9	3,1	16,3
Svezia	4,3	-0,7	3,5	0,5	5,4	4,7
Svizzera ⁴	5,9	-2,9	3,9	8,5	7,6	5,8
Paesi CEE ⁵	6,0	1,0	1,2	4,3	7,4	9,2
Totale ⁵	6,6	2,1	3,0	1,0	5,4	10,7

¹ 1970-73. ² Totale investimenti fissi escluse le abitazioni. ³ Esercizio finanziario, terminante con il secondo trimestre per l'Australia e con il primo trimestre per la Nuova Zelanda. ⁴ Totale investimenti. ⁵ Medie ponderate calcolate in base al PIL e ai tassi di cambio del 1986.

pronta azione delle autorità monetarie, mentre cominciavano a svanire le speranze che il forte ribasso del prezzo del petrolio nel 1986 potesse generare effetti di tipo contrario a quelli prodotti dai rincari nel 1973-74 e nel 1979-80.

La misura in cui è stata sottostimata la dinamica dell'attività economica lo scorso anno può essere valutata raffrontando, per il periodo che va dal primo semestre 1986 al primo semestre 1988, la crescita effettiva nei sette paesi maggiori con le previsioni anteriori. Considerando un ampio ventaglio di proiezioni ufficiali e semi-ufficiali, appare che il PIL reale è stato sottostimato di circa il 2¾%, mentre per l'andamento dei prezzi le previsioni risultano ragionevolmente corrette; ciò significa che una crescita del prodotto superiore alle attese non ha dato luogo ad un'inflazione superiore alle attese. Inoltre, quantunque a metà 1987 non fossero ancora conosciuti tutti gli effetti del pacchetto fiscale giapponese, si può ritenere che gli sviluppi inattesi sul piano delle politiche abbiano avuto un ruolo soltanto secondario. Anche i movimenti delle scorte e le variazioni del saldo reale con l'estero hanno esercitato un'influenza modesta, giacché la sottostima della domanda finale, dell'ordine del 3%, è vicina a quella

Andamento del PNL/PIL ¹ reale e delle componenti della domanda								
Paesi	1977-82 media ²	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1988 IV ^{3,4}
	variazioni percentuali							
Stati Uniti								
Consumi privati	1,7	4,7	4,8	4,7	4,3	2,7	2,8	3,7
Consumi pubblici	1,7	1,1	4,4	7,9	4,0	2,6	0,3	0,4
Investimenti fissi lordi	-0,8	8,2	16,8	5,3	0,0	2,0	6,1	4,6
Variazione delle scorte ⁵	-0,4	0,6	2,1	-1,5	0,2	0,5	0,2	-1,0
Esportazioni nette ⁵	0,4	-1,5	-2,0	-0,6	-0,9	0,2	0,7	0,5
PNL	1,4	3,6	6,8	3,4	2,8	3,4	3,9	2,8
Giappone								
Consumi privati	3,7	3,3	2,7	2,7	3,1	4,2	5,0	4,3
Consumi pubblici	3,8	3,0	2,8	1,7	6,2	-0,7	2,1	2,8
Investimenti fissi lordi	3,5	-0,2	4,8	5,7	6,0	10,1	13,5	10,6
Variazione delle scorte ⁵	0,0	-0,4	0,4	0,4	-0,1	-0,4	0,2	-0,2
Esportazioni nette ⁵	0,7	1,5	1,3	1,1	-1,4	-0,6	-1,9	-1,3
PNL	4,3	3,3	5,1	4,9	2,5	4,4	5,8	4,7
Germania								
Consumi privati	1,3	1,7	1,5	1,4	3,4	3,6	2,5	1,1
Consumi pubblici	2,1	0,2	2,5	2,1	2,5	1,5	1,8	1,3
Investimenti fissi lordi	0,8	3,2	0,8	0,1	3,2	2,5	5,8	3,8
Variazione delle scorte ⁵	-0,3	0,5	0,5	-0,4	0,3	0,1	0,4	1,1
Esportazioni nette ⁵	0,5	-0,3	1,3	1,2	-1,1	-1,2	0,1	-0,1
PNL	1,5	1,9	3,3	1,9	2,3	1,8	3,4	2,6
Per memoria:								
Domanda interna								
Stati Uniti	1,0	5,1	8,7	3,8	3,7	3,0	3,0	2,2
Giappone	3,6	1,8	3,8	3,9	4,1	5,1	7,8	6,1
Germania	1,1	2,3	2,0	0,8	3,6	3,1	3,5	2,9

Per le note si veda la tabella a pagina 18.

del PIL. D'altra parte, all'interno della domanda finale aggregata, quasi la metà della discrepanza è dovuta ai soli investimenti fissi delle imprese, poiché il loro incremento ha superato i valori previsti di oltre 10 punti in media, e di oltre 15 nel caso di taluni paesi (Giappone e Canada).

Un'analisi della dinamica eccezionalmente sostenuta e generalizzata degli investimenti fissi delle imprese è esposta alla pagina 36. Qui basti rilevare come essi costituiscano un'importante chiave di lettura del generale andamento favorevole nel 1988. Una spiegazione in parte basata su questa componente della spesa contribuisce a dar ragione della risposta differita alla caduta del prezzo del petrolio del 1986 e del fatto che non si sono manifestati effetti depressivi a seguito del collasso dei corsi azionari. Inoltre, sebbene un lungo periodo di bassi investimenti in molti paesi abbia comportato un margine di capacità disponibile inferiore a quanto potevano far ritenere le estrapolazioni dei tassi di crescita potenziale, anche il coordinamento internazionale delle politiche potrebbe avervi svolto un ruolo non trascurabile. Nella misura in cui le precedenti ampie distorsioni dei rapporti di cambio in regime di fluttuazione avevano forse indotto gli imprenditori a differire i progetti di investimento, i rinnovati chiari impegni ufficiali verso tassi di cambio più realistici potrebbero aver generato effetti di segno opposto sulla fiducia degli operatori economici, in particolare dopo che le politiche interne erano riuscite a ripristinare ben più sani livelli di redditività aziendale. Certo, i mercati finanziari hanno attraversato un momento di grave crisi nell'ottobre 1987, ma il perdurare di bassi tassi di inflazione e i susseguenti ulteriori sforzi di coordinamento – assieme ad altri fattori – possono aver contribuito a collocare la perturbazione finanziaria fra le categorie di eventi troppo di breve periodo per influenzare in modo sensibile i progetti di investimento in corso.

... la cui sotto-
stima potrebbe
essere anche
stata dovuta alla
natura del
processo di
accumulazione

Le tre economie maggiori

Nel 1988, con un incremento del PNL di quasi il 4%, gli *Stati Uniti* hanno realizzato il sesto anno consecutivo di crescita nell'attuale fase espansiva. Nonostante gli effetti negativi della siccità, che si stima abbiano ridotto la produzione agricola di un ammontare equivalente allo 0,4% del PNL, si è avuta addirittura un'accelerazione rispetto all'anno precedente. Misurata sui dati del quarto trimestre la crescita è discesa al 2¾%, ma il minore incremento è dovuto ad una variazione negativa più che proporzionale di natura erratica, legata alla siccità, degli investimenti in scorte. In termini di domanda interna reale di beni finali (ossia escludendo la variazione delle scorte) la crescita fra il quarto trimestre 1987 ed il quarto trimestre 1988 è stata del 3¼%, segnando così una leggera accelerazione rispetto al valore di un anno prima. Nello stesso periodo l'espansione dei consumi privati è salita al 3¾%, essendo venuta meno una leggera ripresa della quota di risparmio.

La domanda
interna finale negli
Stati Uniti è rima-
sta sostenuta...

Non sorprende quindi che, come mostra il grafico di pagina 60, nel Capitolo III, nella seconda parte del 1988 si sia arrestato il benefico miglioramento del saldo esterno reale avviatosi a partire dalla metà del 1986. Nel secondo semestre dello scorso anno è rallentata la crescita delle esportazioni in volume, soltanto in parte a causa della siccità, mentre è aumentata la crescita delle importazioni.

...determinando
un rallentamento
del processo
di riequilibrio
esterno...

... e spinte
inflazionistiche

Nei primi mesi di quest'anno, in presenza di perduranti forti pressioni dal lato della domanda e con il manifestarsi di spinte inflazionistiche, sta divenendo più pressante la questione se si possa continuare a fare affidamento sulla sola politica monetaria per ottenere un'adeguata restrizione. E' vero che nell'esercizio fiscale 1988 il disavanzo federale ha mostrato un leggero calo in relazione al PNL, e che tale rapporto risulta diminuito in misura ancor maggiore sulla base dell'anno solare (tabella di pagina 16).

Gli scarsi progressi
nell'aggiustamento
strutturale del
bilancio federale
USA ...

Nondimeno, gran parte di questo miglioramento, se non tutto, è probabilmente connesso alla sostenutezza dell'attività economica, cosicché la posizione strutturale di bilancio non è ulteriormente migliorata. Inoltre, la nuova amministrazione stima che non vi saranno nuovi progressi nel corrente esercizio. Da parte ufficiale si prevede che, in assenza di ulteriori provvedimenti, il deficit federale superi di circa \$24 miliardi l'obiettivo originario del piano Gramm-Rudman per l'esercizio 1989. Ciò evidenzia uno dei punti deboli delle procedure Gramm-Rudman, ossia il fatto che gli obiettivi si applicano solo ai disavanzi preventivati e non ai risultati effettivi. Un'importante ragione dello sconfinamento per quest'anno risiede nelle misure adottate dal nuovo Governo per affrontare i problemi delle "Savings and Loan Associations". La legge Gramm-Rudman non prescrive d'altra parte alcuna modifica compensativa degli altri capitoli di bilancio al fine di rispettare l'obiettivo fissato originariamente per un esercizio fiscale già in corso.

... hanno accre-
sciuto l'esigenza
di un'azione più
incisiva

Il "Congressional Budget Office" ritiene che le ipotesi economiche su cui si basano le proiezioni dell'Amministrazione conducono a una valutazione eccessivamente ottimistica dell'entità delle restrizioni di bilancio necessarie in futuro. Pertanto, anche se la questione immediata che si poneva all'inizio di quest'anno era se si potesse giungere a un accordo fra il Governo ed il Congresso sul bilancio per il 1990 oppure si dovesse permettere l'attivazione delle procedure automatiche di riduzione del disavanzo, resta comunque il problema dell'eventuale necessità di tagli di spesa ulteriori. Il Presidente è riluttante a compromettere le riforme fiscali del precedente Governo innalzando le imposte sul reddito. La conseguente necessità di ulteriori riduzioni di spesa continuerà a porre seri problemi politici, salvo che, ad esempio, il Governo ritenga che la situazione politica internazionale consenta ora riduzioni nelle spese militari senza pregiudizio per la sicurezza. In assenza di nuovi provvedimenti vi è il rischio che aumentino ulteriormente i tassi di interesse – e quindi anche i costi per il servizio del debito – e/o che un rallentamento congiunturale dell'attività produttiva privata si traduca in un nuovo incremento, automatico, del disavanzo e quindi del rapporto debito pubblico/PNL.

La fortissima
crescita della
domanda interna
in Giappone ...

Il saggio di crescita dell'economia del Giappone è salito fortemente lo scorso anno, portandosi al 5¾%. Sebbene questo risultato sia senza dubbio attribuibile in parte ai provvedimenti espansivi di bilancio adottati nel 1987, l'economia ha beneficiato anche di uno spostamento autonomo nella domanda del settore privato, incentrato su una vigorosa attività di investimento delle imprese. L'aumento del gettito fiscale è stato tale che, nonostante le misure espansive dell'anno precedente, è ulteriormente aumentato l'attivo di bilancio (tabella di pagina 16). La crescita della domanda interna è stata assai forte, specie nel primo semestre del 1988, quando ha fatto registrare un incremento su base annua di

oltre l'8,5% rispetto al semestre precedente. Un certo rallentamento della spesa nell'ultimo trimestre dell'anno potrebbe rivelarsi in parte transitorio, data l'atmosfera più sommessata che pare abbia pervaso il paese durante lo stadio finale della malattia dell'Imperatore.

La sostenutezza della domanda interna ha senza dubbio contribuito all'accelerazione dell'aggiustamento del saldo reale con l'estero nella prima metà dell'anno. Tuttavia, come sarà osservato più in particolare nel capitolo seguente, le variazioni nelle ragioni di scambio hanno annullato gran parte del potenziale effetto di questa evoluzione sul saldo corrente in termini nominali, e ultimamente sono sorti timori di un possibile arresto del processo di aggiustamento esterno. Vi è stata altresì una certa preoccupazione per la presenza di spinte inflazionistiche, nonostante il fatto che nel 1988 in media i prezzi al consumo siano rimasti praticamente stabili. Quest'anno il livello dei prezzi potrà tuttavia subire un leggero innalzamento per effetto dell'introdu-

... ha prodotto un ulteriore aggiustamento esterno nella prima parte dell'anno

Salidi di bilancio delle amministrazioni pubbliche ¹							
Paesi	1973	1983	1984	1985	1986	1987	1988 ²
	in percentuale del PNL/PIL						
Stati Uniti	0,6	- 3,8	- 2,8	- 3,3	- 3,4	- 2,3	- 1,8
Giappone ³	0,5	- 3,7	- 2,1	- 0,8	- 0,9	0,6	1,3
	-2,7	- 6,8	- 5,8	- 4,2	- 4,2	- 1,4	0,3
Germania	1,2	- 2,5	- 1,9	- 1,1	- 1,3	- 1,8	- 2,0
Francia	0,9	- 3,1	- 2,8	- 2,8	- 2,9	- 2,3	- 2,0
Regno Unito	-2,6	- 3,3	- 3,9	- 2,7	- 2,3	- 1,5	0,5
Italia	-7,0	-10,7	-11,5	-12,5	-11,4	-10,5	-10,2
Canada	0,9	- 6,9	- 6,5	- 7,0	- 5,4	- 4,6	- 3,1
Australia	1,8	- 4,0	- 3,1	- 2,8	- 2,2	- 0,8	0,9
Austria	1,3	- 4,0	- 2,6	- 2,5	- 3,7	- 4,1	- 2,7
Belgio	-5,5	-11,9	- 9,7	- 9,1	- 9,2	- 7,4	- 7,1
Danimarca	5,3	- 7,2	- 4,1	- 2,1	3,4	2,1	0,6
Finlandia	5,8	- 1,7	0,4	0,1	0,8	- 0,8	1,0
Grecia	n.d.	- 8,1	- 9,9	-13,5	-10,6	-10,2	-13,9
Irlanda ⁴	-3,8	-12,9	-12,3	-13,0	-13,0	-10,1	- 3,3
Israele ^{5,6}	n.d.	- 3,4	-10,4	- 2,9	2,5	- 1,2	n.d.
Norvegia	5,8	4,2	7,5	10,4	5,7	4,2	3,1
Nuova Zelanda ^{5,8}	-2,5	- 7,1	- 9,4	- 7,5	- 4,3	- 3,8	0,8
Paesi Bassi ⁷	1,9	- 6,6	- 5,7	- 4,3	- 4,9	- 4,6	- 4,3
Portogallo	1,4	- 8,5	-10,9	-11,1	- 8,5	- 7,5	- 7,2
Spagna	1,1	- 4,8	- 5,5	- 7,0	- 6,1	- 3,6	- 3,2
Sudafrica ⁸	-1,1	- 4,7	- 4,3	- 3,5	- 4,9	- 6,0	- 5,4
Svezia	4,1	- 5,0	- 2,6	- 3,8	- 0,7	4,0	3,1
Svizzera ⁷	-1,1	- 0,9	- 0,3	- 0,1	1,1	0,7	0,7
Turchia	-1,8	- 2,6	- 5,3	- 2,8	- 3,6	- 4,0	- 3,4

¹ Compreso il settore della previdenza sociale, ma escluse le transazioni in conto capitale di natura finanziaria. ² Dati parzialmente stimati. 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 per il territorio nazionale. ⁷ Escluso il settore previdenziale. ⁸ Amministrazione centrale.

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

zione di un'imposta sul valore aggiunto nel quadro del programma di riforma tributaria.

Si arresta l'aggiustamento esterno in Germania...

In *Germania* l'arresto del processo di aggiustamento esterno era già manifesto nelle cifre relative al saldo dell'interscambio in volume per il primo semestre dello scorso anno, nonostante la più rapida crescita della domanda interna e delle importazioni. Dopo essere calato nella misura di circa l'1% del PIL sia nel 1986 che nel 1987, lo scorso anno l'avanzo esterno in termini reali ha subito una contrazione minima. La forte domanda internazionale di beni strumentali ha contribuito senza dubbio all'accelerazione nella crescita delle esportazioni tedesche. La spesa in consumi ha ricevuto un netto impulso nella prima parte dell'anno da un'ulteriore riduzione delle imposte ma gli investimenti, privati e pubblici, sono stati la componente più dinamica della domanda (tabella a pagina 13). In virtù di questa componente, la domanda interna aggregata è cresciuta del 3,5%, ossia di un valore che – come in altri paesi – è risultato superiore alle previsioni. Grazie alla dinamica sostenuta nei primi mesi dell'anno per effetto dell'inverno mite, nell'insieme del 1988 anche il prodotto è cresciuto del 3,5% e la disoccupazione è leggermente calata, con un'accelerazione di questa tendenza agli inizi di quest'anno. In tale contesto, lo scorso anno l'inflazione si è mossa lentamente verso l'alto, salendo al 3% nell'aprile del 1989, dopo l'entrata in vigore di taluni aumenti nell'imposizione indiretta.

... nonostante la leggera accelerazione nella crescita della domanda interna

Nel secondo semestre la crescita della domanda ha subito un certo rallentamento, specie per quanto riguarda i consumi, e si sono accresciute le scorte. Inoltre quest'anno, come già detto, saranno introdotti alcuni provvedimenti di consolidamento del bilancio pubblico, mentre avranno effetto soltanto nel 1990 gli sgravi fiscali previsti con la fase finale del programma di riforma tributaria.

Gli altri maggiori paesi industriali

Maggiore crescita degli investimenti e delle esportazioni in Francia

L'economia della *Francia* ha beneficiato lo scorso anno della generale sostenezza della spesa in investimenti e di una marcata accelerazione nella crescita delle esportazioni derivante dalla più forte congiuntura internazionale. Il prodotto totale è cresciuto del 3,5%, il tasso più alto dal 1978. Nella prima parte dell'anno la disoccupazione è diminuita; anche se questa permane elevata e il calo non è proseguito, il 1988 ha fatto segnare il primo decremento del tasso di disoccupazione annua da ben quindici anni e la più ampia contrazione assoluta dal 1969. Al tempo stesso, l'inflazione è salita soltanto di poco nel corso dell'anno. Per la verità, per l'intero 1988 l'inflazione dei prezzi al consumo è stata inferiore a quella dell'anno precedente, ma nel marzo di quest'anno il tasso su dodici mesi risultava risalito al 3,4%. Vi è stato anche un peggioramento del disavanzo esterno corrente, il quale si è raddoppiato fra il quarto trimestre 1987 e il quarto trimestre 1988.

L'eccezionale esuberanza della domanda interna nel Regno Unito...

Gli andamenti ora descritti appaiono di portata minore se raffrontati con quanto avvenuto nel *Regno Unito*, dove dopo i forti incrementi nel 1986 e 1987, lo scorso anno la crescita della domanda interna è ulteriormente salita fino al 6,5%, il più elevato tasso di crescita dal 1973. L'accelerazione è stata anche influenzata dalla spesa in investimenti privati, sia residenziali che produttivi. Tuttavia essa può essere anche vista come conseguenza del comportamento

Andamento del PNL/PIL¹ reale e delle componenti della domanda
(continuazione)

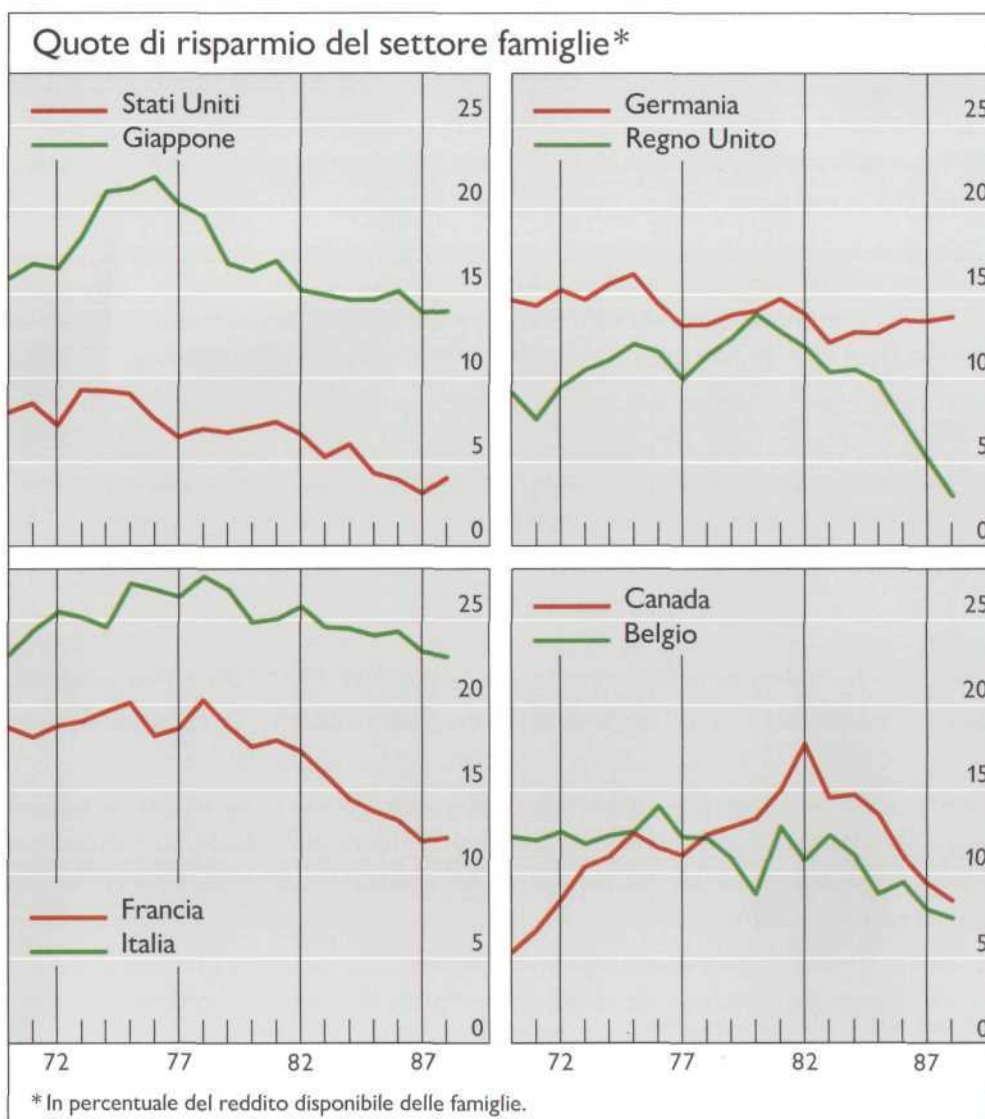
Paesi	1977-82 media ²	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1988 IV ^{3,4}
	variazioni percentuali							
Francia								
Consumi privati	2,7	0,9	1,1	2,3	3,7	2,7	2,7	2,4
Consumi pubblici	3,5	2,1	1,1	2,3	1,7	3,0	2,3	2,1
Investimenti fissi lordi	0,9	-3,6	-2,6	2,8	3,3	3,7	7,0	5,8
Variazione delle scorte ⁵	-0,1	-0,9	0,0	-0,2	1,0	0,1	0,1	1,2
Esportazioni nette ⁵	0,1	1,4	1,0	-0,6	-1,8	-1,1	-0,3	-1,2
Domanda interna	2,3	-0,7	0,4	2,2	4,2	3,0	3,6	4,2
PIL	2,4	0,7	1,3	1,7	2,3	1,9	3,4	3,0
Regno Unito⁶								
Consumi privati	2,1	4,5	1,8	3,7	5,7	5,4	6,5	5,8
Consumi pubblici	1,4	2,0	0,8	0,1	2,0	1,1	0,5	0,2
Investimenti fissi lordi	-0,7	5,0	8,6	3,8	1,7	8,3	11,8	8,5
Variazione delle scorte ⁵	-0,3	0,8	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,3	1,9
Esportazioni nette ⁵	-0,3	-1,0	-0,8	0,9	-0,7	-0,5	-3,9	-4,4
Domanda interna	1,2	4,8	2,6	2,7	4,2	5,1	6,5	7,2
PIL	0,9	3,9	1,8	3,7	3,5	4,5	2,6	2,8
Italia								
Consumi privati	2,7	0,7	2,4	3,0	3,5	4,3	3,8	4,3
Consumi pubblici	2,4	2,9	2,6	3,5	3,1	3,4	3,0	3,5
Investimenti fissi lordi	2,0	-0,1	5,3	2,5	1,4	6,7	4,9	3,4
Variazione delle scorte ⁵	-0,1	-0,6	0,9	0,2	0,2	0,2	0,5	n.d.
Esportazioni nette ⁵	-0,1	0,8	-0,8	-0,3	-0,4	-1,7	-0,6	-0,2
Domanda interna	2,4	0,2	4,0	3,1	3,2	4,6	4,3	4,8
PIL	2,2	1,1	3,2	2,9	2,9	3,0	3,9	4,5
Canada								
Consumi privati	1,6	3,4	4,6	5,4	4,3	4,7	4,3	4,0
Consumi pubblici	2,0	1,4	1,2	2,7	1,2	1,6	2,8	2,7
Investimenti fissi lordi	3,1	-0,7	2,1	8,2	5,0	9,6	12,5	9,4
Variazione delle scorte ⁵	-0,8	1,9	1,8	-0,3	0,2	-0,5	-0,4	-0,7
Esportazioni nette ⁵	0,5	-0,3	0,9	-0,3	-0,7	-0,6	-1,1	-1,4
Domanda interna	1,4	4,1	5,3	5,1	3,9	4,7	5,5	4,3
PIL	2,0	3,2	6,3	4,6	3,2	4,0	4,5	3,4
Sette paesi maggiori⁷								
Consumi privati	2,2	3,6	3,6	3,8	4,0	3,4	3,6	3,7
Consumi pubblici	2,2	1,5	3,2	5,3	3,6	2,0	1,2	1,2
Investimenti fissi lordi	1,0	3,2	8,6	4,7	2,4	5,5	9,1	6,9
Variazione delle scorte ⁵	-0,3	0,3	1,3	-0,8	0,2	0,2	0,2	-0,2
Esportazioni nette ⁵	0,3	-0,4	-0,6	0,0	-1,0	-0,4	-0,5	-0,5
Domanda interna	1,7	3,4	5,8	3,4	3,8	3,8	4,5	3,8
PIL	2,0	3,0	5,2	3,4	2,8	3,4	4,2	3,4

¹ PNL per quei paesi (Stati Uniti, Giappone e Germania) che contabilizzano le uscite e le entrate per redditi di capitale e lavoro all'estero fra le importazioni e le esportazioni. ² Per l'Italia, media 1977-82 sulla base dei dati di contabilità nazionale ai prezzi del 1970. ³ Dato provvisorio. ⁴ Dal quarto trimestre 1987 al quarto trimestre 1988. ⁵ Variazione in percentuale del PNL/PIL dell'anno precedente. ⁶ Dati basati sulla spesa. La misura del PIL in termini di media è aumentata del 4,5% nel 1988. ⁷ Pesi della domanda e tassi di cambio dell'anno precedente.

... dà luogo a segni
di surriscaldamento ...

senza precedenti del settore famiglie. I consumi di queste erano già in forte ascesa da qualche tempo e la propensione media al risparmio era già calata decisamente rispetto al massimo toccato all'inizio del decennio (vedasi grafico). Lo scorso anno la quota di risparmio delle famiglie si è ancora contratta fino a scendere al 2,9% nel terzo trimestre. Questo risultato ha costituito la contropartita di un ulteriore pesante ricorso al credito al consumo in presenza di mercati creditizi deregolamentati e di cospicui incrementi della ricchezza del settore, specie sotto forma di un aumento di valore delle abitazioni. Invero, queste plusvalenze sono servite – spesso in modo implicito – da garanzia a fronte di gran parte del maggiore indebitamento per fini di consumo.

Il caso del Regno Unito è rilevante anche per altri aspetti. In primo luogo, l'esuberanza della domanda, come ci si poteva attendere, ha dato origine a chiari segni di surriscaldamento. Finora soltanto parte di questa pressione si è manifestata nella forma di un'accelerazione della dinamica dei prezzi; il resto si è tradotto in un forte peggioramento della bilancia delle partite correnti. La disoccupazione ha continuato a calare rapidamente. Un'importante conseguenza del boom dei consumi privati è che esso ha contribuito a portare in attivo la finanza



pubblica. Ad esempio, il fabbisogno di finanziamento del settore pubblico (che comprendeva i proventi per circa £ 7 miliardi delle vendite di attività) si è trasformato in rimborso netto di debito pubblico nella misura di oltre 14 miliardi, ossia del 3% del PIL, nell'esercizio finanziario 1988-89. Questo ottimo stato di salute delle finanze pubbliche fa sorgere l'interessante questione se, e per quanto tempo, le importazioni possano continuare a fornire una specie di valvola di sfogo per le pressioni della domanda interna. Il governo ha preventivato per il settore pubblico un nuovo ampio avanzo di bilancio nel corrente esercizio, durante il quale ci si attende che l'aumento manovrato dei tassi di interesse nel 1988 eserciti un'opportuna azione restrittiva sulla domanda.

Lo scorso anno la crescita economica ha segnato un'accelerazione anche in Italia, sebbene il contrasto con il Regno Unito riguardo alla finanza pubblica non potrebbe essere maggiore. Come negli altri paesi, l'attività di investimento è stata assai sostenuta, quantunque nel caso dell'Italia questo andamento fosse già in atto l'anno precedente. La domanda interna totale è cresciuta del 4¼%, un tasso di fatto inferiore a quello del 1987. Le esportazioni nette in termini reali sono tuttavia diminuite in misura assai minore dell'anno precedente, così che il PIL è aumentato pressappoco del 4%, contro il 3% circa nel 1987. L'inflazione misurata dai prezzi al consumo è salita al 5% in media nel 1988, e risultava ulteriormente aumentata al 6,7% nell'aprile di quest'anno, in parte per effetto di un incremento dell'IVA. Nel settore pubblico sono emerse spinte salariali, le quali hanno contribuito ad aggravare il problema del disavanzo di bilancio. Sebbene lo scorso anno il deficit delle amministrazioni pubbliche sia leggermente diminuito in relazione al PNL, esso è rimasto comunque al livello del 10% e, dati i tassi di interesse crescenti, non sorprende che il rapporto debito pubblico/PNL continui a salire a un ritmo assai rapido.

Così come nel Regno Unito, anche in Canada la spesa in consumi è alimentata già da alcuni anni da quote di risparmio calanti (grafico a pagina 19), anche se a un ritmo meno rapido. Lo scorso anno vi sono state anzi indicazioni di un arresto di questo calo, e la crescita dei consumi è scesa dal 4,7% del 1987 al 4,3%. Nondimeno, poiché gli investimenti non in abitazioni sono aumentati del 18%, la crescita della domanda interna totale è nuovamente salita a oltre il 5%. Anche il tasso di incremento delle esportazioni ha fatto segnare una forte accelerazione, ma poiché il *boom* degli investimenti si è ben presto tradotto in un deciso aumento delle importazioni di beni capitali, il prodotto è cresciuto di circa il 4,5%, valore leggermente superiore a quello del 1987. Nel corso dell'anno hanno così cominciato a manifestarsi spinte inflazionistiche parallelamente a un ulteriore calo della disoccupazione. La perdurante crescita economica ha contribuito a ridurre il disavanzo pubblico dal 4,6 al 3,1% del PNL, un livello questo che, in presenza ora di un ristretto margine di sottoimpiego nell'economia, non è ancora abbastanza basso da garantire una situazione sostenibile delle finanze pubbliche nel medio periodo.

I paesi industriali minori

Lo scorso anno i paesi industriali minori nel complesso sono stati influenzati in modo favorevole dalla generale alta congiuntura del commercio e della domanda

... e a un forte deterioramento della bilancia delle partite correnti

Accelerazione della crescita economica in Italia...

... ma il disavanzo di bilancio resta eccessivamente ampio

Anche in Canada le esportazioni e gli investimenti accelerano la crescita della domanda

Variazioni del PIL reale; altri paesi industriali								
Paesi	PIL del 1986 in miliardi di dollari USA	1977-82 media	1983	1984	1985	1986	1987	1988 ¹
variazioni percentuali								
Australia	164,6	2,4	0,2	6,9	5,2	2,1	4,5	3,8
Austria	93,2	1,8	2,2	1,3	2,6	1,4	1,5	4,2
Belgio	111,5	1,5	0,2	2,2	0,9	2,1	2,1	4,1
Danimarca	82,5	1,3	2,5	4,4	4,2	3,1	-0,7	-0,2
Finlandia	71,1	4,0	3,0	3,3	3,5	2,3	3,8	4,8
Grecia	39,6	2,5	0,4	2,7	3,0	1,3	-0,5	3,5
Irlanda	24,9	3,8	-0,2	4,2	1,6	-0,4	4,1	2,5
Israele	29,4	3,2	2,6	2,4	3,6	3,3	5,2	1,6
Norvegia	69,6	3,0	4,6	5,7	5,3	4,2	3,4	2,8
Nuova Zelanda	27,6	1,3	6,1	2,7	2,8	0,7	0,3	-0,3
Paesi Bassi	175,5	0,7	1,4	3,2	2,6	2,1	1,5	3,0
Portogallo	29,4	3,6	-0,3	-1,6	3,3	4,3	4,6	4,3
Spagna	228,1	0,7	1,8	1,8	2,3	3,3	5,5	5,0
Sudafrica	61,6	3,1	-2,1	5,1	-1,2	0,6	2,0	3,0
Svezia	130,8	1,5	2,4	3,9	2,1	1,1	2,4	2,1
Svizzera	135,3	1,5	0,7	1,8	4,1	2,8	2,3	3,0
Turchia	58,3	1,4	3,3	5,9	5,1	8,1	7,4	3,4
Media ²		1,7	1,4	3,6	3,1	2,5	3,0	3,3

¹ Dati provvisori. ² Ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio dell'anno precedente.
 Fonti: OCSE, National Accounts; FMI, International Financial Statistics; statistiche nazionali.

Molti paesi industriali minori hanno beneficiato della forte espansione del commercio mondiale

mondiale. Come evidenzia la tabella a pagina 12, anche in molti di essi ha preso avvio, o è proseguita, la ripresa degli investimenti delle imprese. Vi sono state tuttavia eccezioni a questo andamento generale. Di conseguenza, il tasso medio di crescita per l'insieme dei paesi in parola, pari al 3½%, non ha subito un'accelerazione pari a quella avutasi per le economie maggiori, essendo stato inferiore di quasi un punto percentuale.

Tale risultato è dovuto in notevole misura al fatto che diversi paesi industriali minori sono stati impegnati in sforzi di aggiustamento diretti a contrastare spinte inflazionistiche interne e/o a migliorare la debole posizione di bilancia dei pagamenti. In Danimarca e Nuova Zelanda, ad esempio, la politica fiscale era stata inasprita negli ultimi anni. Il risanamento del bilancio è proseguito anche in Irlanda, dove la preoccupazione primaria è stata l'insostenibilità di medio periodo della tendenza assunta in precedenza dalla finanza pubblica. L'esigenza di contrastare le pressioni inflazionistiche aveva parimenti influenzato la politica economica in Norvegia, e nel 1988 la stessa necessità si è fatta pressante in Israele e Turchia. In Australia, per contro, nonostante l'intonazione restrittiva assunta lo scorso anno dalle politiche monetaria e fiscale, la domanda interna, compresi gli investimenti, ha mostrato una dinamica molto sostenuta. E' stato un forte e inconsueto calo delle esportazioni, accompagnato da una netta accelerazione delle importazioni, il fattore che ha determinato una certa flessione della crescita del prodotto. Infine, lo scorso anno i tassi di crescita in Spagna e Portogallo, pur segnando un calo, si sono mantenuti su livelli relativamente elevati essendo continuato il *boom* degli investimenti collegato all'ingresso di questi due paesi nella Comunità Europea.

L'attuale fase di crescita in una prospettiva storica

La presente fase di espansione economica nei paesi industriali, che ebbe inizio negli Stati Uniti nel 1982, è ora entrata nel settimo anno di vita. Un periodo così protratto di crescita non ha precedenti in epoca postbellica. La ripresa ha avuto luogo nel contesto di un cambiamento di fondo nel clima intellettuale in cui si iscrive la conduzione delle politiche. Nella maggior parte dei paesi l'azione delle autorità è stata basata su politiche macroeconomiche ferme e disinflazionistiche, sul contenimento, e quindi sulla correzione, degli squilibri delle finanze pubbliche e sull'adozione di provvedimenti di aggiustamento strutturale a livello microeconomico atti a migliorare il funzionamento dei meccanismi di mercato. Soltanto in questo modo – si riteneva – sarebbe stato possibile riportare le economie su un sentiero di crescita protratta non inflazionistica e ridurre la disoccupazione su base duratura. In sostanza, si doveva porre termine al precedente ciclo di politiche improntate a una manovra di "stop and go".

In siffatto contesto la ripresa dell'inflazione nel secondo semestre del 1988 e durante i primi mesi di quest'anno fa sorgere una questione ovvia e cruciale al tempo stesso: l'approccio è con ciò fallito? Oppure, in termini meno recisi, si tratta piuttosto di accrescere la vigilanza a livello delle politiche macroeconomiche e/o di proseguire e intensificare gli sforzi di aggiustamento affinché la crescita possa continuare su basi solide?

Chiaramente non è possibile a questo stadio dare risposte univoche a tali interrogativi. Nelle pagine che seguono si cercherà piuttosto di delineare il contesto oggettivo di fondo sulla base del quale potranno essere formulate eventuali ipotesi di giudizio. L'analisi inizia con un esame delle grandezze statistiche generali che hanno caratterizzato la ripresa economica in una prospettiva storica. Successivamente tre aree particolari sono trattate in modo più approfondito. La prima, e forse più importante, è quella che riguarda l'inflazione, vista non soltanto di per sé, ma anche in relazione alla disoccupazione che ancora l'accompagna in molti paesi europei. La seconda concerne l'andamento del risparmio, sia per i suoi effetti sulla spesa in consumi durante la ripresa, sia in un'ottica di più lungo periodo. Infine, partendo dal suddetto esame del risparmio, viene considerata l'attività di investimento, di cui va rilevata con soddisfazione la ripresa nel 1988, ma che non ha ancora risposto appieno alle esigenze di una crescita sostenibile a medio termine.

La durata della fase di espansione non ha ormai precedenti in epoca postbellica...

...ma i segni di spinte inflazionistiche sono un fattore di disturbo

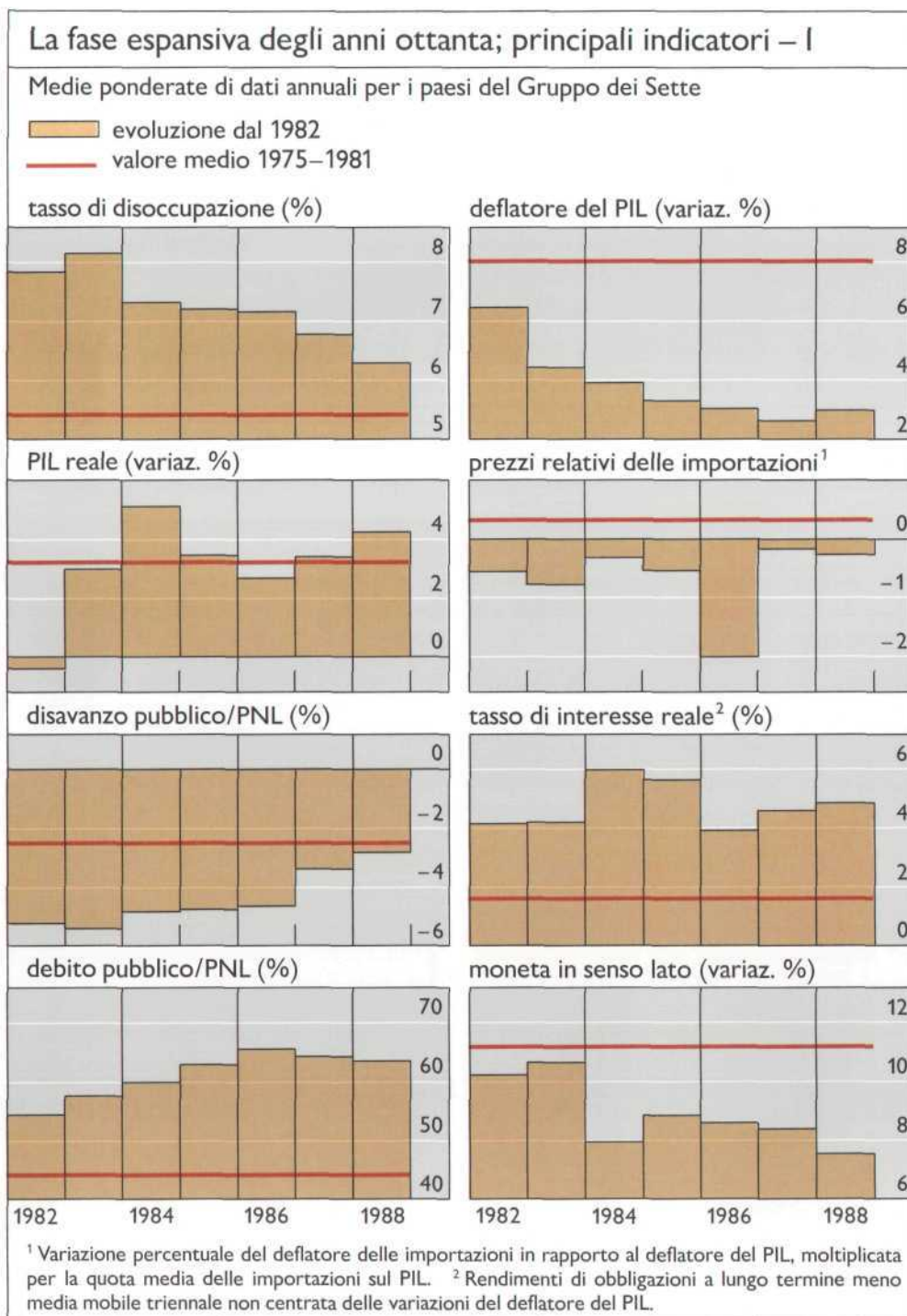
Tre aree oggetto di analisi in una prospettiva di più lungo periodo

Il contesto statistico generale

I grafici che seguono considerano alcuni indicatori, in termini di media aggregata per i paesi del Gruppo dei Sette, raffrontando per ciascun indicatore l'andamento annuale dal 1982 con il livello medio della precedente fase espansiva del 1975–1981. Trattandosi di medie, gli indicatori tendono ovviamente a mascherare gli andamenti atipici a livello di singolo paese. Ad esempio, la forte crescita iniziale non ebbe carattere diffuso, ma fu dovuta essenzialmente alle economie nordamericane e, in minor misura, al Giappone. Analogamente, il calo della disoccupazione non è stato generalizzato fino ad epoca recente, e anche allora ha mostrato valori modesti, ad esempio, in Germania e Francia.

Il tasso annuo medio di crescita del prodotto dal punto inferiore di svolta del 1982, di poco meno del 4%, risulta leggermente più alto di quello del periodo 1975–1981. Esso rimane tuttavia inferiore di oltre un punto percentuale al valore medio registrato fra il 1960 ed il 1968. Ciò potrebbe naturalmente aver giocato in favore della durata della ripresa.

In termini di deflatore del PIL, che rispecchia più fedelmente le pressioni inflazionistiche interne rispetto all'indice dei prezzi al consumo, la progressiva riduzione dell'inflazione fra il 1982 e il 1987 costituisce un fenomeno eccezionale e incoraggiante anche – o forse soprattutto – in presenza di miglioramenti scarsi o nulli nella crescita della produttività del lavoro. Il rallentamento dell'inflazione



interna dopo il primo *shock* petrolifero fu molto più graduale e si arrestò dopo soli tre anni, cioè poco prima della seconda crisi petrolifera. Pertanto, il livello medio dell'inflazione nel 1976–78, di circa il 7,5%, è sensibilmente superiore a quello degli anni 1983–86. Colpisce tuttavia il fatto che, al suo punto di minimo, l'inflazione interna è stata inferiore al valore medio per il 1960–68 solo nel 1987 e nel 1988.

Inoltre, come si osserverà in maggior dettaglio qui di seguito, l'evoluzione più recente sul fronte dei prezzi è meno incoraggiante, e la disoccupazione

La fase espansiva degli anni ottanta; principali indicatori – II

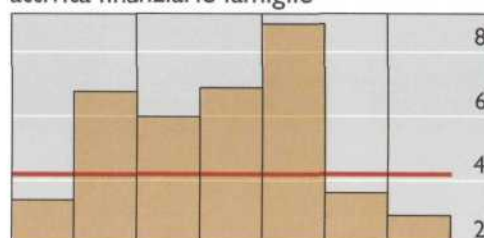
Medie ponderate di dati annuali per i paesi del Gruppo dei Sette

■ evoluzione dal 1982
— valore medio 1975–1981

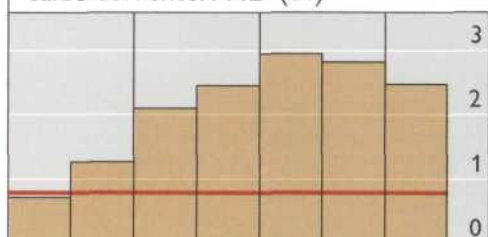
esportazioni nette¹



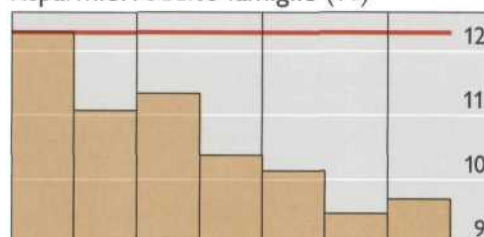
attività finanziarie famiglie²



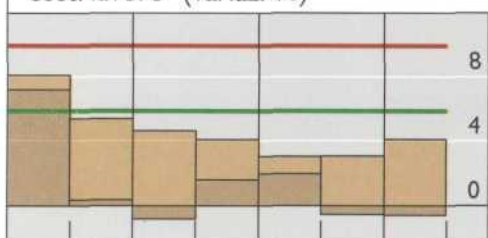
saldo corrente/PNL³ (%)



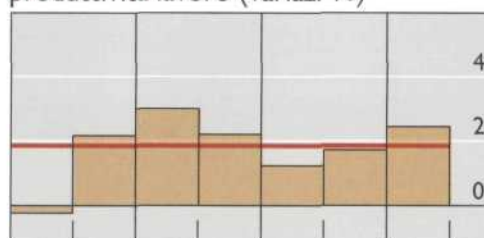
risparmio/reddito famiglie (%)



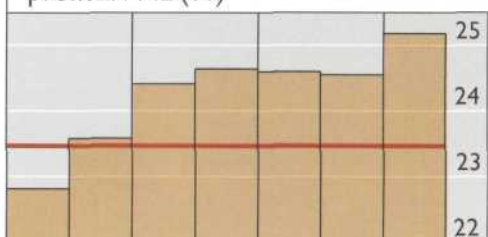
costi lavoro⁴ (variaz. %)



produttività lavoro (variaz. %)



profitti/PNL (%)



investimenti fissi/PIL⁵ (%)



¹ Variazione del saldo esportazioni-importazioni (a prezzi costanti) in rapporto percentuale al PIL dell'anno precedente. ² Variazione percentuale delle attività finanziarie del settore famiglie deflazionate con l'indice dei prezzi al consumo. ³ Squilibri nelle partite correnti considerati indipendentemente dal segno. ⁴ Colore chiaro e linea rossa: retribuzioni nominali; colore scuro e linea verde: costi unitari del lavoro. ⁵ Colore chiaro e linea rossa: investimenti fissi lordi; colore scuro e linea verde: investimenti fissi netti.

permane su livelli storicamente elevati, specie in molti paesi europei. Nell'insieme dei sette paesi maggiori lo scorso anno il tasso di disoccupazione, pari in media al 6¼%, risultava ancora più che doppio rispetto agli anni sessanta. La questione importante che si pone quindi è se sia possibile a questo riguardo realizzare ulteriori progressi, riuscendo al tempo stesso almeno a mantenere i più bassi tassi di inflazione raggiunti negli ultimi tre anni della fase espansiva.

Per quanto riguarda il consolidamento delle finanze pubbliche, sono chiaramente stati compiuti progressi, ma partendo da una situazione molto insoddisfacente. Lo scorso anno il valore medio del rapporto disavanzo pubblico/PNL non solo restava ben lontano dalla cifra inferiore allo 0,5% registrata durante gli anni sessanta e nei primi anni settanta, ma non era ancora nemmeno ridisceso al livello del 1975-1981. Pertanto il rapporto debito pubblico/prodotto ha continuato mediamente a crescere durante gran parte della fase espansiva in corso, parzialmente a causa degli alti tassi di interesse reali. Soltanto lo scorso anno si è avuto il primo leggero calo, ma il rapporto debito/PNL rimane in media ben al di sopra dei livelli passati. Sotto questo aspetto, uno degli elementi del nuovo approccio di politica economica rimane opera incompiuta.

Per contro, un altro importante obiettivo della strategia a medio termine, ossia il recupero dei margini di profitto, è stato conseguito in ampia misura. Ciò ha senz'altro favorito la forte ripresa degli investimenti lo scorso anno, anche se nella maggior parte dei paesi essa è intervenuta ad uno stadio relativamente avanzato del ciclo economico. Non sorprende quindi che i tassi di utilizzo della capacità produttiva siano generalmente molto alti.

In tale contesto il risparmio delle famiglie ha svolto un ruolo piuttosto ambivalente. Da un lato, il calo della quota di risparmio rispetto al massimo dei primi anni ottanta ha sensibilmente contribuito alla ripresa autonoma della domanda. Dall'altro, in presenza di risparmio negativo del settore pubblico, sono sorti timori circa l'eventuale inadeguatezza delle risorse complessive investibili, nonché – in alcuni paesi – circa il ruolo avuto dalle crescenti disomogeneità internazionali in termini di risparmio nella formazione degli eccezionali squilibri esterni accompagnatisi all'attuale fase espansiva in atto.

Inflazione e disoccupazione

Il proseguimento della fase espansiva deve molto alla contenuta dinamica inflazionistica ...

L'andamento dell'inflazione tra il 1982 e il 1987 è stato indubbiamente di importanza vitale per la durata dell'attuale fase di espansione, in quanto ha fatto venir meno un fattore che aveva provocato l'arresto prematuro della maggior parte dei cicli precedenti. E' opinione generale che le politiche monetarie restrittive siano state di valido aiuto nell'invertire le tendenze inflazionistiche agli inizi del decennio e che la fermezza degli orientamenti sia servita a ridurre le aspettative di inflazione nel corso degli anni ottanta. La fase iniziale di disinflazione non sarebbe tuttavia proseguita senza l'apporto di una continua moderazione salariale e di successivi impulsi favorevoli dal lato dell'offerta.

Benché dal 1982 sia diminuito il tasso medio di disoccupazione nei paesi del Gruppo dei Sette, gli incrementi salariali nominali si sono mantenuti bassi e molto al di sotto di quelli prodottisi durante il ciclo 1975-1981. Ciò può spiegarsi in parte con un'inversione del ciclo prezzi/salari, risultante dalle più contenute

rivendicazioni salariali nominali in risposta alla minore inflazione dei prezzi. Ma la dinamica delle retribuzioni è rimasta moderata anche in termini reali, facilitando in tal modo un ampliamento dei margini di profitto senza implicazioni inflazionistiche. La moderazione salariale è stata particolarmente pronunciata nell'industria manifatturiera statunitense, mentre nei paesi europei le minori richieste di miglioramenti retributivi in termini nominali e reali si spiegano in buona parte con il persistere di elevati livelli di disoccupazione.

Uno dei contrasti più netti rispetto agli andamenti degli anni settanta è rappresentato dalla dinamica dei prezzi all'importazione. Mentre nel periodo 1975-1981 questi avevano contribuito ad accelerare l'inflazione dei prezzi interni nei paesi del Gruppo dei Sette nella misura di circa $\frac{1}{4}\%$ all'anno, tra il 1982 ed il 1988 essi hanno avuto un effetto calmieratore pari a quasi $\frac{3}{4}\%$ all'anno (senza tener conto degli influssi indiretti del ciclo salari/prezzi), segnando una decelerazione particolarmente forte nel 1986 in connessione con la caduta dei corsi del petrolio. Inoltre, il concomitante miglioramento delle ragioni di scambio ha fatto complessivamente aumentare del 2% il reddito disponibile reale, recuperando il 45% circa del peggioramento che esse avevano subito dal 1970 e ampliando i margini a disposizione per incrementi non inflazionistici dei guadagni e dei profitti in termini reali.

Tuttavia questo quadro relativamente favorevole appare meno rassicurante se si considerano le più recenti tendenze dell'inflazione e della disoccupazione. Infatti, la forte crescita della domanda e del prodotto nel 1988 si è rispecchiata sugli andamenti del mercato del lavoro e, con un certo sfasamento temporale, sulla dinamica delle retribuzioni e dei prezzi. L'occupazione ha continuato ad aumentare a ritmo sostenuto nell'America del Nord e in Australia e ha segnato un'accelerazione alquanto marcata in Giappone; in Europa si sono registrati per il terzo anno consecutivo incrementi moderati di circa l'1%, con le principali eccezioni di Regno Unito e Spagna, che hanno beneficiato per il secondo anno di incrementi di circa il 3%. Questi sviluppi sono rispecchiati ancor più chiaramente dall'andamento della disoccupazione che ha continuato a regredire nell'America del Nord, ma che anche in Europa è calata in misura maggiore che nel 1987. Ciò nonostante, il livello medio della disoccupazione europea, che supera di poco il 10%, resta elevato. All'estremo opposto, il tasso di disoccupazione degli Stati Uniti è sceso ad un certo punto al 5% nei primi mesi di quest'anno, livello che si teme possa innescare nuove spinte salariali.

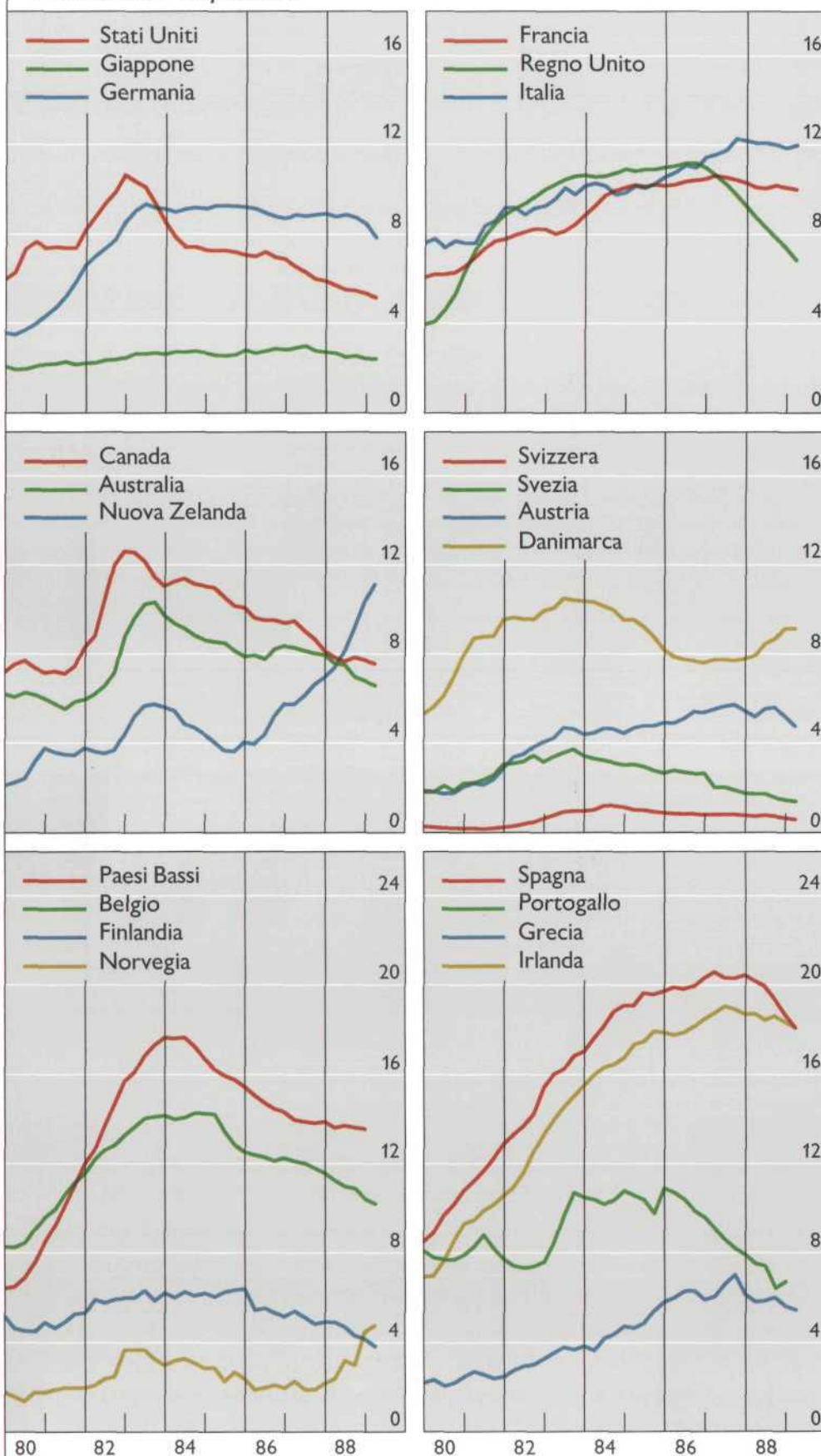
Invero, gli andamenti dello scorso anno sul fronte dei salari segnalano, in modo forse più evidente dei prezzi al consumo, che il punto di svolta nel lungo processo disinflazionistico degli anni ottanta potrebbe essere stato ormai superato. La crescita delle retribuzioni nominali si è accelerata, ad esempio, nell'America del Nord, e negli Stati Uniti l'effetto di questa accelerazione è stato amplificato, in termini di costi complessivi del lavoro, dall'aumento degli oneri sociali a carico dei datori di lavoro. Anche in Europa si sono registrati leggeri incrementi nei tassi di crescita delle retribuzioni nominali, sebbene non siano mancate eccezioni. In Norvegia l'azione concertata tra Governo e parti sociali ha consentito di ridurre la progressione dei salari e in Finlandia una riduzione dell'imposta sul reddito insieme a un abbassamento del saggio di sconto faceva parte di un accordo che ha contribuito a calmierare le rivendicazioni salariali.

... favorita a sua volta dall'andamento dei prezzi esterni

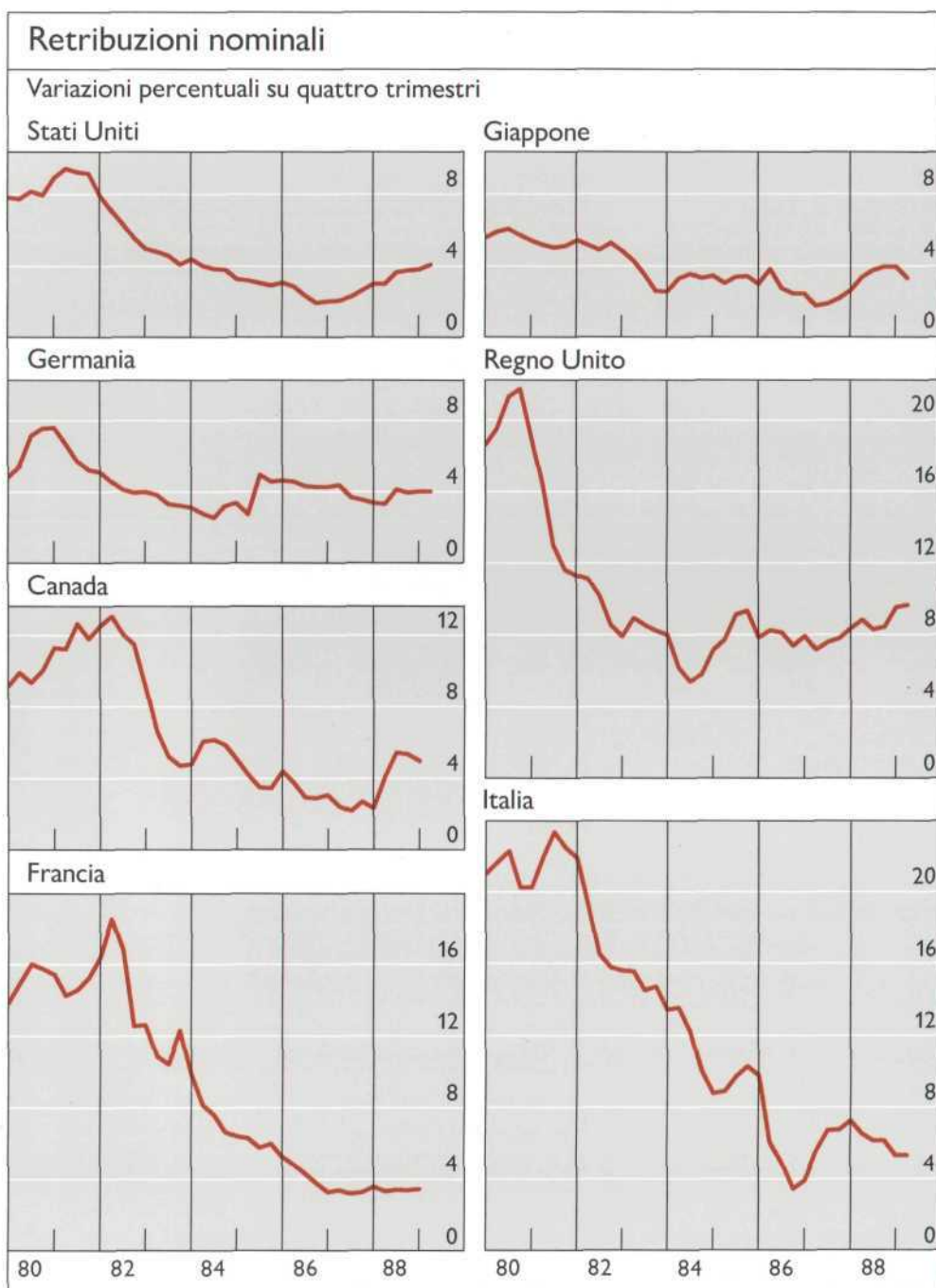
Ma l'accelerazione della dinamica dei prezzi nel 1988 solleva interrogativi

La dinamica delle retribuzioni nominali, fattore-chiave dell'inflazione

Tassi di disoccupazione*



* Definizioni e statistiche nazionali.



Nuova Zelanda e Danimarca, dove sono in atto politiche restrittive, rappresentano ulteriori eccezioni. Nel Regno Unito, benché l'accelerazione nella dinamica delle retribuzioni sia stata di intensità modesta, essa è intervenuta rispetto a una base di partenza più elevata di quella che paesi come Italia e, soprattutto, Francia e Germania, erano riusciti precedentemente a mantenere (si veda il grafico). La moderata accelerazione nel tasso di crescita dei salari è stata in parte compensata, almeno temporaneamente, da forti guadagni ciclici di produttività, ad esempio in Giappone e Germania. E per l'immediato futuro, gli elevati margini di profitto potrebbero fungere da ammortizzatore, nell'eventualità di un ritorno a più normali tassi di crescita della produttività. Nondimeno, la situazione sul fronte salariale resta tale da richiedere la vigile attenzione dei responsabili delle

La maggior parte dei paesi è riluttante a interferire nel processo di formazione dei salari

politiche, tanto più in quanto nella maggior parte dei paesi l'interferenza diretta nel processo di formazione dei salari è considerata inefficace o controproducente per i suoi possibili effetti collaterali.

Di recente sono emersi segnali allarmanti anche sul fronte dei prezzi al consumo. Durante il primo semestre dello scorso anno l'inflazione non si era discostata molto dal suo livello di fine 1987, anche se il ritmo di crescita produttiva era allora al suo massimo. Tuttavia, come mostra la tabella, nei dodici mesi terminanti a dicembre del 1988 il tasso medio di inflazione dei prezzi al consumo aveva subito un'accelerazione, e il deterioramento nella dinamica dei prezzi si è ulteriormente accentuato nei primi mesi dell'anno in corso.

Nel complesso il ruolo dei prezzi delle importazioni è stato ancora leggermente positivo nel 1988

In generale, gli sviluppi internazionali e le tensioni sui prezzi all'importazione hanno esplicato un'azione moderatamente frenante sulla dinamica globale dei prezzi (per una trattazione più approfondita degli andamenti dei prezzi delle materie prime si rimanda alla pagina 39). Negli Stati Uniti i prezzi dei prodotti alimentari sono aumentati a causa della siccità, mentre i corsi del

Prezzi al consumo							
Paesi	1986	1987	1988				1989
			marzo	giugno	sett.	dic.	marzo
	variazioni percentuali a fine periodo su dodici mesi ¹						
Stati Uniti	1,1	4,4	3,9	4,0	4,2	4,4	5,0
Giappone	-0,3	0,8	0,7	0,2	0,6	1,0	1,1
Germania	-1,1	1,0	1,0	1,1	1,4	1,6	2,7
Francia	2,1	3,1	2,5	2,6	3,0	3,1	3,4
Regno Unito	3,8	3,7	3,5	4,6	5,9	6,8	7,9
Italia	4,2	5,2	4,9	5,0	4,9	5,4	6,4
Canada	4,2	4,2	4,1	3,9	4,1	4,0	4,6
Australia	9,8	7,1	6,9	7,1	7,3	7,7	6,9 ²
Austria	1,1	1,7	2,3	1,4	1,9	1,9	2,2
Belgio	0,6	1,4	1,0	1,1	1,2	1,9	2,8
Danimarca	4,3	4,1	4,7	4,6	4,5	4,5	4,7
Finlandia	2,8	4,2	4,0	5,2	5,6	6,5	6,6
Grecia	16,9	15,7	13,2	11,7	14,8	14,0	13,5
Irlanda	3,2	3,1	1,9	1,8	2,1	2,7	3,3
Israele	19,7	16,1	15,7	16,1	16,4	16,4	19,5
Norvegia	8,9	7,4	7,2	7,1	6,4	5,6	4,3
Nuova Zelanda	18,2	9,6	9,0	6,4	5,6	4,7	4,0
Paesi Bassi	-0,3	-0,5	0,6	0,7	0,9	1,2	0,8
Portogallo	10,6	8,9	8,2	9,2	11,0	11,7	12,4
Spagna	8,3	4,6	4,5	4,3	5,7	5,9	6,0
Sudafrica	18,0	14,7	13,4	12,5	12,4	12,5	13,8
Svezia	3,3	5,2	5,5	6,9	5,5	6,0	2,3
Svizzera	0,0	1,9	1,9	2,1	2,0	1,9	2,3
Turchia	43,8	53,7	71,2	76,7	82,8	66,4	64,5
Media ³	2,0	3,7	3,5	3,6	3,9	4,1	4,5

¹ Dati trimestrali per Australia, Irlanda e Nuova Zelanda. ² Nuova serie a partire dal 1989. ³ Media calcolata impiegando pesi del PIL e tassi di cambio del 1986.

Fonti: statistiche nazionali.

petrolio hanno continuato ad indebolirsi fino all'autunno. D'altra parte, il forte aumento delle quotazioni dei metalli ha certamente rispecchiato una domanda mondiale sostenuta, ma anche temporanee perturbazioni dal lato dell'offerta. In paesi come la Germania, dove si delineava un indebolimento del tasso di cambio, hanno destato una certa preoccupazione le potenziali spinte inflazionistiche provenienti da questa fonte, mentre il forte incremento dei prezzi al consumo agli inizi di quest'anno ha rispecchiato ampiamente una maggiorazione delle imposte indirette. Nelle altre cinque economie il tasso di inflazione, misurato sui prezzi al consumo, è progressivamente salito lo scorso anno, con un'accelerazione che, nel caso del Regno Unito, va attribuita in certa misura al rialzo dei tassi ipotecari (i quali influiscono sui costi delle abitazioni nell'indice dei prezzi al dettaglio), seppure l'obiettivo ultimo perseguito dalle autorità con la manovra al rialzo dei tassi sia in effetti quello di frenare le spinte inflazionistiche.

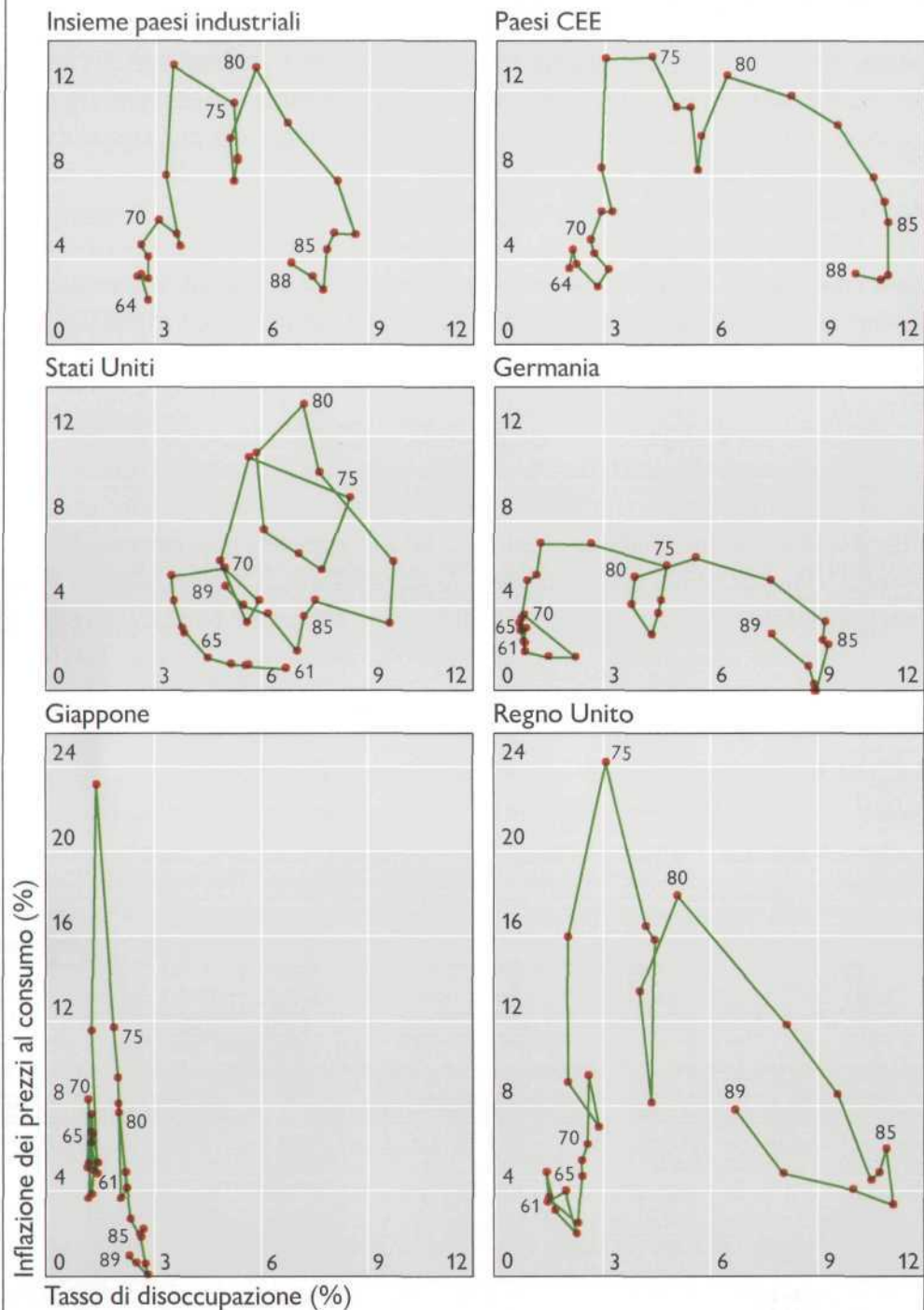
Il recente deterioramento nella dinamica delle retribuzioni e dei prezzi appare più preoccupante se si esamina la mutevole combinazione di inflazione e disoccupazione in un'ottica di più lungo periodo. Considerando anzitutto l'inflazione, va ricordato che negli ultimi venti anni gli episodi di più forte crescita dei prezzi si sono prodotti in connessione con gravi *shocks* esterni, che paiono da escludersi nella situazione presente, quanto meno su scala analoga. Per di più, in certa misura la recente accelerazione riflette unicamente un riassetto naturale dopo i favorevoli *shocks* esogeni del 1986. D'altro canto, l'inflazione, con tassi medi del 4% ed oltre, non è tornata sui livelli esistenti alla fine degli anni cinquanta e agli inizi degli anni sessanta, quando, per giunta, mancava l'apporto benefico di favorevoli *shocks* dal lato dell'offerta.

Tanto meno è stata ripristinata la situazione precedente in termini di disoccupazione, come si può rilevare dal grafico seguente. Considerando anzitutto la media dell'insieme dei paesi industriali, il riquadro superiore sinistro del grafico mostra come i punti corrispondenti alle combinazioni nel tempo di inflazione e disoccupazione tendano a disegnare delle volute, due delle quali sono chiaramente collegate agli *shocks* petroliferi e alle conseguenti strategie antinflazionistiche. In tutti i paesi l'impennata dei prezzi del petrolio ha provocato un'immediata e forte accelerazione nella crescita dei salari nominali, seguita da un aumento della disoccupazione in connessione con la contrazione dei profitti e con le misure restrittive adottate dai governi. Tuttavia la forma delle volute differisce nettamente tra i paesi considerati, riflettendo probabilmente la diversa velocità con cui i salari hanno reagito all'aumento della disoccupazione. In Giappone, paese che ha maggiormente risentito degli effetti negativi del primo *shock* petrolifero, con tassi di inflazione balzati ad oltre il 20%, questa ha ben presto ripreso una dinamica "più normale" pur senza un eccessivo aumento della disoccupazione. Anche nel caso degli Stati Uniti le volute tendono ad essere relativamente complete, in quanto l'aumento della disoccupazione, susseguente a uno *shock* da prezzi, ha potuto essere solitamente riassorbito – anche se non del tutto – allorché l'inflazione è stata riportata sotto controllo. Nondimeno, il tracciato dei punti riportati sul grafico indica, per gli anni più recenti, che è stata ripristinata solo la situazione prevalente poco prima dell'ultimo *shock* petrolifero e non già la più favorevole combinazione di inflazione e disoccupazione rilevabile agli inizi degli anni sessanta.

Se visto alla luce della disoccupazione, tuttavia, ...

... il recente andamento dell'inflazione è ancor più insoddisfacente ...

Inflazione e disoccupazione; 1961–1989



Fonti: per l'insieme dei paesi industriali e per i paesi CEE: OCSE, Main Economic Indicators; per i singoli paesi, statistiche nazionali (per il 1989, dati di marzo).

... particolarmente
in Europa

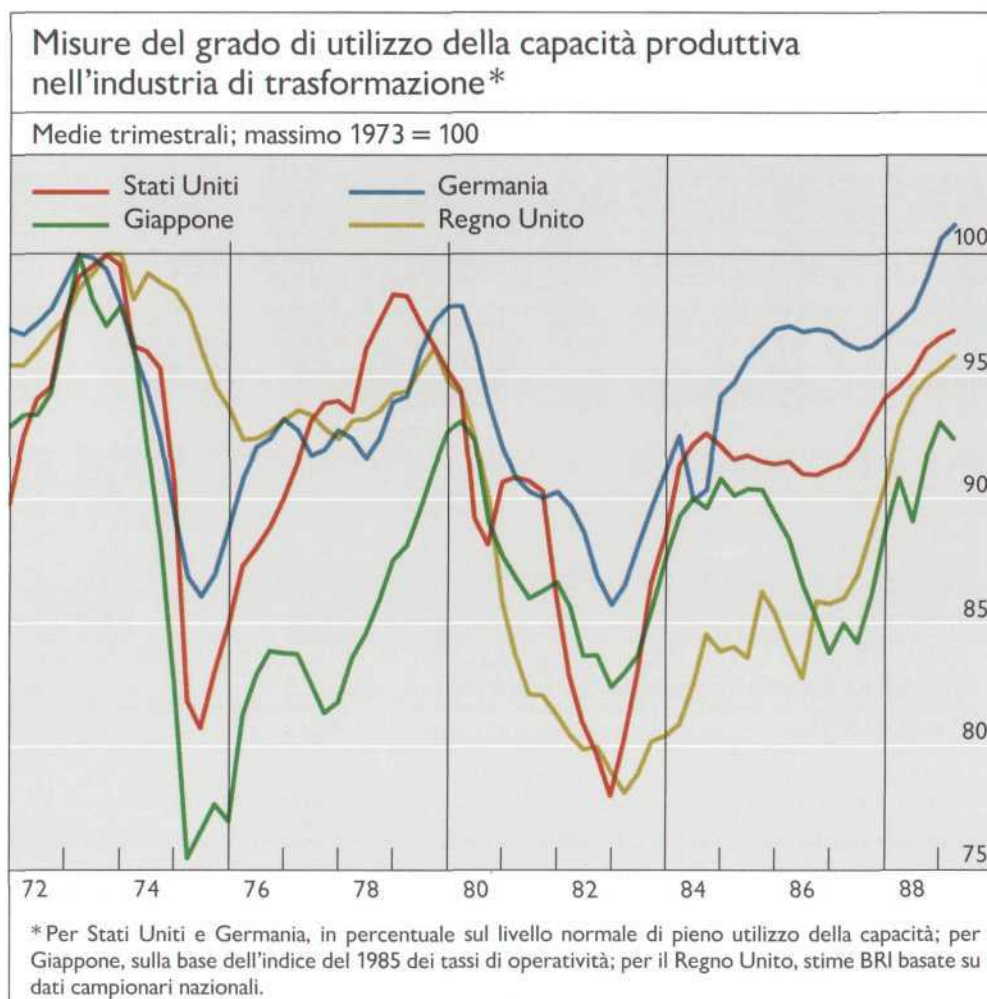
Per questo aspetto la situazione in Europa è decisamente più sfavorevole. Dopo entrambi gli *shocks* petroliferi, i lavoratori dipendenti si opposero alle perdite di reddito reale dovute all'aumento dei prezzi all'importazione e tardarono inoltre ad adeguare le pretese salariali al successivo rallentamento nella crescita della produttività. Ne seguì un sostanziale aggravamento della disoccupazione. Tuttavia, l'aspetto più preoccupante è che in Europa, anche dopo la

decelerazione degli incrementi salariali nominali e reali e il ritorno a un ritmo di crescita più sostenuto, il tasso di disoccupazione è rimasto elevato. Solo il Regno Unito è riuscito finora a migliorare la propria combinazione di inflazione e disoccupazione, e non soltanto su base temporanea. Dopo i vari tentativi di riforme strutturali del mercato del lavoro e di altri settori, effettuati dai governi dei paesi europei, è evidente che sono necessari sforzi ben maggiori per ricondurre la disoccupazione almeno ai livelli degli Stati Uniti, se non ai valori considerati normali un quarto di secolo fa.

Mentre le statistiche sul mercato del lavoro implicano il permanere di ampi divari nei margini di potenziale economico tra i paesi industriali, un quadro più uniforme emerge dagli indicatori sull'utilizzo della capacità produttiva (si veda il grafico seguente). Ma quel che più conta è che questa uniformità si presenta a livelli di utilizzo storicamente elevati. Dopo un lungo periodo di lenta crescita degli investimenti negli ultimi anni settanta e agli inizi degli anni ottanta, non desta eccessiva sorpresa il fatto che siano stati raggiunti alti livelli di utilizzo dello stock di capitale prima che fosse riassorbita gran parte della disoccupazione. Tuttavia è anche possibile che in taluni paesi – malgrado i programmi di formazione e riqualificazione professionale – le statistiche sulla disoccupazione forniscano indicazioni erronee sul numero di persone disponibili per essere reimpiegate. In diversi paesi è stata dedicata crescente attenzione ai problemi statistici connessi con la rilevazione dei dati sul mercato del lavoro.

Raggiunti alti livelli di utilizzo della capacità produttiva...

... prima che la disoccupazione sia stata completamente riassorbita



Andamento del risparmio nel breve e nel più lungo periodo

In media la propensione al risparmio delle famiglie è leggermente aumentata lo scorso anno

Come mostra il grafico di pagina 24, lo scorso anno, per la seconda volta soltanto durante l'attuale fase espansiva, la propensione media al risparmio delle famiglie nei sette maggiori paesi è leggermente aumentata. Quindi, in termini di domanda aggregata, la dinamica del risparmio delle famiglie ha agito in senso lievemente restrittivo nel 1988 e non può di per sé aver contribuito all'eccezionale espansione della domanda nel brevissimo periodo. L'ulteriore crescita dei consumi privati, a un tasso medio del 3,5%, è pertanto dipesa unicamente dal più rapido incremento del reddito disponibile reale, anche se ciò non vale per tutti e sette i maggiori paesi presi singolarmente. Come già rilevato in precedenza, nel Regno Unito la domanda è stata particolarmente influenzata dall'ulteriore calo del risparmio delle famiglie.

Ma durante la fase espansiva essa è complessivamente diminuita, dando impulso alla domanda

D'altra parte, i risultati dello scorso anno non smentiscono il ruolo eccezionalmente propulsivo che l'andamento del risparmio delle famiglie ha complessivamente esercitato nel corso dell'attuale espansione. Per i paesi del Gruppo dei Sette si stima che dal 1982 il calo del saggio di risparmio del settore abbia mediamente contribuito a incrementare i consumi privati nella misura dello 0,9% annuo e la crescita della domanda aggregata dello 0,5-0,6% all'anno. Al tempo stesso, il divario tra gli andamenti del risparmio nei singoli paesi viene indicato con crescente frequenza come una causa importante degli squilibri internazionali senza precedenti che accompagnano l'attuale ciclo espansivo.

Comunque, se si prescinde dagli sviluppi più recenti, non sembra che vi sia stato un sostanziale cambiamento nella dinamica del risparmio delle famiglie. Ciò che invece appare mutato in una prospettiva di più lungo periodo è l'andamento

Risparmio e investimenti: raffronti nel più lungo periodo

Paesi	Risparmio netto								Investimenti fissi netti	
	totale			famiglie			amministrazioni pubbliche			
	1960-74	1975-79	1980-87	1960-74	1975-79	1980-87	1960-74	1980-87	1960-74	1980-87
	in percentuale del reddito nazionale disponibile									
Stati Uniti	10,5	8,5	4,2	6,9	7,3	6,2	0,4	-3,9	9,8	6,0
Giappone	26,4	22,5	20,4	13,1 ¹	17,8	13,4	6,9 ¹	4,1	26,0	18,5
Germania	19,6	12,5	11,0	8,5	9,7	9,1	6,3	1,4	18,6	9,4
Francia	19,4	14,7	8,6	15,3 ²	15,8	12,5	5,2 ²	1,3	18,5	9,2
Regno Unito	10,9	7,3	6,3	4,1	5,7	5,3	3,2	-1,6	11,6	5,3
Italia	18,4	14,6	12,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-7,6	19,4	13,8
Canada	12,1	12,6	9,9	5,0	9,2	10,9	2,9	-4,0	14,1	11,2
Austria	19,0	15,6	13,4	6,4	7,3	7,0	7,7	2,3	19,1	13,8
Belgio	15,3	12,8	7,1	11,7	13,8	12,1	1,2	-7,3	14,3	8,3
Danimarca	17,5	11,3	6,2	n.d.	n.d.	n.d.	9,1 ³	-1,2	19,6	10,4
Paesi Bassi	20,0	14,5	13,2	11,0 ²	10,0	10,5	4,5 ²	-1,3	19,2	10,4
Svezia	16,2	10,1	6,2	2,5 ²	2,5	0,8	9,4 ²	0,0	16,1	7,9
Svizzera	21,9	17,6	20,0	9,8	8,7	9,4	5,1	3,9	21,9	16,0
Media ⁴	17,5	13,4	10,7	8,6	9,8	8,8	5,2	-1,1	17,6	10,8

¹ 1965-1974. ² 1970-74. ³ 1971-74. ⁴ Non ponderata.

Fonti: OCSE, National Accounts; i dati per il 1987 sono parzialmente stimati.

del risparmio netto totale delle economie (tabella di pagina 33), dando adito al timore che le risorse disponibili possano non essere sufficienti a finanziare gli investimenti necessari ad assicurare che la crescita economica continui al ritmo auspicato.

Considerando anzitutto il risparmio delle famiglie, si può notare la sua atipicità durante il turbolento periodo inflazionistico degli anni settanta. Senza dubbio sotto l'influsso dell'inflazione sul valore reale delle attività finanziarie, negli anni settanta in quasi tutti i paesi considerati le quote di risparmio delle famiglie hanno avuto la tendenza ad aumentare, mentre nel periodo 1980-87 esse non hanno fatto altro che ritornare sui livelli medi anteriori alla prima crisi petrolifera. In quest'ottica, sembra assai probabile che l'aumento dell'inflazione, dapprima, e il suo successivo calo dopo che negli anni ottanta le politiche sono divenute meno accomodanti, siano stati importanti fattori esplicativi della fisionomia del risparmio a partire dalla prima crisi petrolifera.

Per contro, agli inizi degli anni ottanta il risparmio nazionale netto totale, come quota sul reddito nazionale, era molto inferiore ai livelli raggiunti nel periodo anteriore alla prima crisi petrolifera. Tutti e tredici i paesi riportati nella tabella hanno registrato una contrazione del risparmio, la quale non è stata necessariamente minore nei paesi con saggi di risparmio storicamente bassi. Infatti, se negli Stati Uniti la quota si è più che dimezzata, in Giappone essa si è ridotta di circa un quinto, pari a sei punti percentuali. La quota è diminuita di quasi il 50% anche in Germania e fino a due terzi in Belgio, Danimarca, Francia e Svezia. Nei paesi con livelli di risparmio nazionale particolarmente bassi negli anni ottanta gli effetti sugli investimenti sono stati in certa misura ammortizzati dall'afflusso di risparmio dall'estero. L'esempio più notorio è ovviamente quello degli Stati Uniti, ma lo stesso vale per Belgio, Danimarca, Italia e Svezia.

L'aspetto saliente, rilevabile dalla tabella precedente, è che il calo del risparmio totale è imputabile in misura preponderante all'amministrazione pubblica. Solo in Francia, in Germania e, in minor misura, in Giappone, vi ha contribuito significativamente anche il settore delle imprese (incluse quelle pubbliche). Unitamente alla distribuzione temporale della flessione (con una concentrazione nei periodi successivi alle due crisi petrolifere), ciò induce a ritenere che la caduta del risparmio nazionale trovi una parziale spiegazione nell'impatto deflazionistico esercitato dalle crisi petrolifere stesse, cioè nei loro effetti automatici sui bilanci, nonché nella reazione di molti paesi, sul piano della politica fiscale, al primo shock petrolifero. Dopo la seconda crisi petrolifera l'aumento dei tassi di interesse reali accrebbe sensibilmente la componente della spesa pubblica costituita dal servizio del debito, potenziando gli effetti di bilancio automatici della recessione e aggravando ulteriormente i problemi di controllo della finanza pubblica.

Ritornando al periodo più recente, nel corso degli anni ottanta si è prodotta una certa inversione degli andamenti dianzi descritti. Un caso interessante è quello del Regno Unito, dove il risparmio dell'amministrazione pubblica è risultato positivo nel 1988, ma l'esuberanza della domanda è stata tale da sospingere il paese in una posizione di bilancia dei pagamenti fortemente deficitaria. Negli Stati Uniti sono stati compiuti solo progressi relativamente modesti nel ridurre il disavanzo di bilancio e nell'accrescere il risparmio privato, mentre una ripresa del

Tuttavia anche il risparmio nazionale totale si è ridotto

La contrazione del risparmio totale nel periodo 1980-87...

... è dovuta in gran parte al calo del risparmio delle amministrazioni pubbliche rispetto al periodo anteriore al 1973

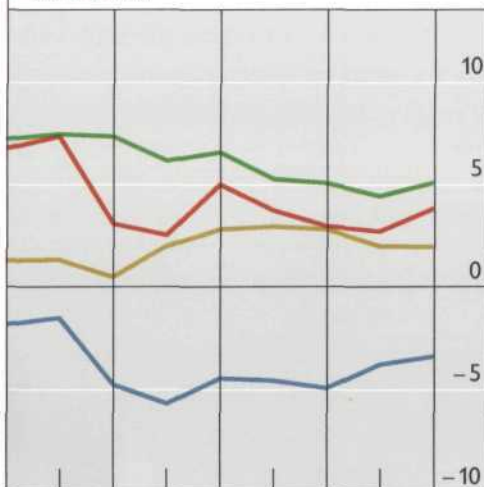
Parziale inversione di questa tendenza negli ultimi anni

Composizione per settori del risparmio nazionale

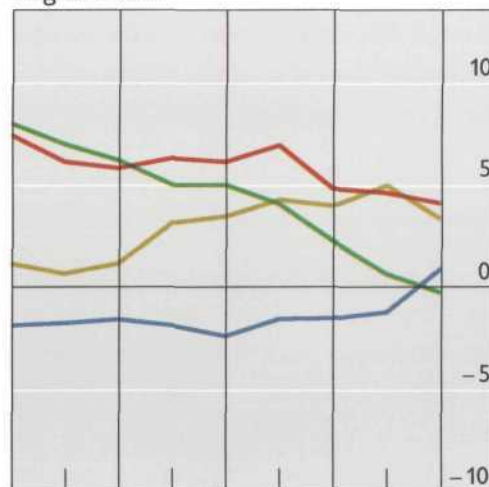
In percentuale del reddito nazionale

- totale
- famiglie¹
- amministrazioni pubbliche
- imprese²

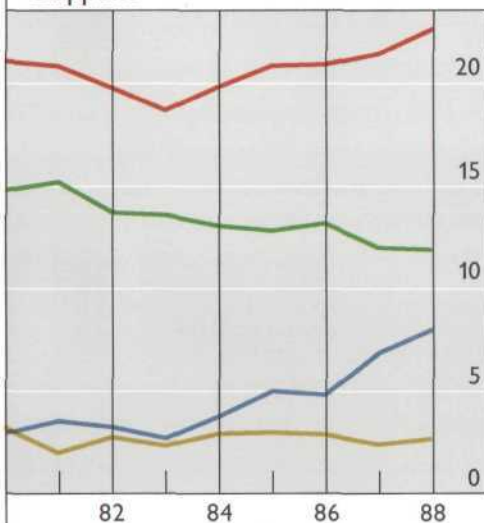
Stati Uniti



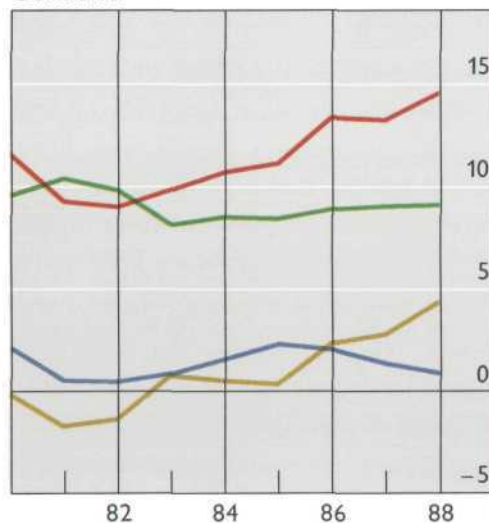
Regno Unito



Giappone



Germania



¹ Include le imprese private senza personalità giuridica. ² Per il Regno Unito, compresa la discrepanza statistica.

Fonti: OCSE, National Accounts; i dati relativi al 1987 e al 1988 sono in parte stimati.

risparmio totale si è manifestata in Giappone e soprattutto in Germania. In entrambi i paesi il contributo del settore famiglie a questa evoluzione è stato relativamente modesto. In Germania il forte recupero nella formazione di risparmio del settore imprese dopo il 1985 è stato superiore all'aumento complessivo del risparmio nazionale, e in Giappone la politica di consolidamento del bilancio, insieme alla sostenuta crescita della domanda interna, si è tradotta in un aumento del risparmio del settore pubblico dal 1983. Anche il risparmio delle imprese si è probabilmente accresciuto lo scorso anno, grazie all'aumento dei profitti derivante dal boom delle vendite sul mercato interno.

I dati disponibili non sono sufficienti a delineare un quadro completo della situazione determinatasi nel corso del 1988, ma ipotizzando che il grafico di pagina 35 sia estensibile per analogia ad altri paesi, le implicazioni di massima paiono essere: in primo luogo, che per il mondo industriale nel suo insieme non è possibile un ritorno alle quote di investimento registrate in passato senza un'ulteriore ripresa del risparmio, il quale in molti paesi dovrebbe originare, almeno in parte, dal settore pubblico; in secondo luogo, che il processo di aggiustamento internazionale chiaramente postula un contributo maggiore da parte del risparmio dei settori sia pubblico che privato dei paesi in disavanzo, tra i quali gli Stati Uniti rappresentano il caso più lampante. Finora sono stati, viceversa, i paesi eccedentari a far registrare la maggiore ripresa nei saggi di risparmio nazionale.

Ma in generale è auspicabile un ulteriore aumento del risparmio

Investimenti, tassi di interesse reali e produttività

Negli anni ottanta le minori quote di risparmio nazionale nell'insieme dei paesi del Gruppo dei Sette hanno avuto come "contropartita" tassi di investimento relativamente bassi. Infatti, solo lo scorso anno la quota degli investimenti fissi sul prodotto è ritornata ai livelli medi del periodo 1975–1981 (grafico di pagina 24), mentre la quota degli investimenti *netti* è rimasta modesta, cosicché i rapporti capitale/prodotto e capitale/lavoro sono aumentati meno che nei cicli precedenti. Inoltre, gli investimenti in macchinari e attrezzature hanno rappresentato la componente più dinamica, mentre, ad eccezione forse del Giappone, la quota degli investimenti a lungo termine in fabbricati e impianti è rimasta bassa ed è addirittura diminuita negli Stati Uniti. Si può ritenere quindi che negli anni ottanta gli investimenti siano stati di tipo intensivo piuttosto che estensivo, e ciò spiegherebbe anche gli elevatissimi livelli di utilizzo della capacità registrati lo scorso anno nella maggior parte dei paesi.

Le minori quote di risparmio nazionale si sono riflesse in bassi rapporti investimenti/prodotto

Come menzionato a pagina 14, nel 1988 gli investimenti fissi, soprattutto nel settore delle imprese private, hanno rappresentato il più importante fattore propulsivo della crescita. Le cause di questo imprevisto vigore non sono ancora del tutto chiare. Verso la metà del 1987, allorché era stata decisa la maggior parte dei piani di investimento per il 1988, le aspettative di crescita della domanda non erano particolarmente sostenute, mentre i tassi di interesse reali sia a lunga che a breve apparivano alquanto elevati. Per giunta, la crisi borsistica aveva comportato un aumento dei costi del finanziamento azionario, compensato solo in parte e temporaneamente dal minor costo del ricorso al credito. D'altro canto, la quota di profitto, così come il grado di utilizzo degli impianti, erano elevati e la prospettiva di una maggiore stabilità dei cambi può aver ridimensionato il fattore-rischio connesso agli investimenti reali. Inoltre, il profilo temporale della ripresa degli investimenti, unitamente al fatto che essa abbia interessato anche l'Europa, fa ritenere che il progetto di realizzazione del mercato unico europeo e una prima valutazione delle sue implicazioni macroeconomiche abbiano migliorato le aspettative di domanda, facendo anticipare la realizzazione di taluni piani di investimento. Nel complesso, sembra che le condizioni di base per una dinamica più favorevole degli investimenti siano andate migliorando nel corso del ciclo espansivo del 1982–88. Tuttavia, questo aspetto di per sé non poteva bastare finché le aspettative di domanda – principale determinante delle decisioni di

La ripresa degli investimenti

investimento delle imprese – rimanevano incerte e depresse. Di conseguenza, per la maggior parte degli anni ottanta le imprese, specie in Europa, hanno preferito impiegare le proprie risorse disponibili in attività finanziarie ad alto rendimento. Tuttavia il 1988 ha anche mostrato come possa bastare un piccolo, ancorché imprevedibile, cambiamento nelle aspettative per provocare uno spostamento dagli investimenti in attività finanziarie agli investimenti reali.

Il ruolo dei tassi
di interesse reali

Come si rileva dai grafici di pagina 23, negli anni ottanta i tassi di interesse reali sono stati decisamente superiori a quelli del ciclo precedente. Una ragione di questo rialzo potrebbe essere stato il forte aumento del debito pubblico insieme alla caduta del risparmio, con la conseguenza che le politiche fiscali avrebbero "spiazzato" gli investimenti privati. Un altro fattore che potrebbe aver agito sul clima psicologico, seppure in modo più indiretto, è il forte ampliamento degli squilibri esterni, che negli ultimi sei anni hanno raggiunto dimensioni pari al 2-3% del PNL nominale, rispetto a meno dell'1% negli anni 1975-1981. Pur essendo difficile valutare con precisione l'impatto di questo fattore, non vi è dubbio che in certi periodi la mancanza di progressi nel ridurre gli squilibri ha prodotto perturbazioni sui mercati finanziari, che a loro volta hanno comportato un rialzo dei tassi di interesse reali. D'altra parte, un importante aspetto dell'attuale ciclo espansivo è costituito dal già menzionato aumento della quota dei profitti e della redditività del capitale investito. Secondo stime dell'OCSE, il saggio reale di redditività del capitale nelle imprese private è mediamente aumentato di 4-5 punti percentuali nel periodo 1982-88, facendo ritenere che il rialzo dei tassi di interesse reali del mercato abbia rispecchiato una maggiore produttività marginale del capitale piuttosto che l'indirizzo restrittivo delle politiche monetarie e l'assorbimento di risorse disponibili da parte del settore pubblico. Altri problemi nell'interpretazione e valutazione dei tassi di interesse reali attengono all'incidenza delle aspettative inflazionistiche e dell'imposizione fiscale. In periodi di inflazione decrescente, le aspettative possono adeguarsi con relativa lentezza ai tassi di inflazione correnti, per cui i tassi reali *ex post* tendono a superare quelli *ex ante*.

La dinamica della
produttività è
stata debole, date
le tendenze nella
composizione
degli investimenti

La tendenza e la composizione della spesa per investimenti rendono altresì più difficile la comprensione della dinamica della produttività aggregata. La sostituzione del capitale al lavoro, integrata da misure tese a rafforzare il lato dell'offerta, dovrebbe di norma accelerare l'incremento della produzione oraria per addetto, mentre negli anni ottanta i guadagni di produttività si sono mantenuti al disotto dei valori tendenziali del ciclo 1975-1981. I dati aggregati mascherano tuttavia andamenti assai differenziati tra l'industria di trasformazione, dove si sono ottenuti sostanziali progressi, e il settore dei servizi, che ha registrato un'ulteriore decelerazione della produttività, ma che al tempo stesso ha costituito la principale fonte di crescita dell'occupazione complessiva. Va aggiunto che in media la dinamica della produttività ha contribuito in misura trascurabile al calo dell'inflazione nei paesi industriali, fatta eccezione per i periodi di crescita economica superiore alla media, durante i quali i guadagni prociclici di produttività hanno contribuito a mitigare l'impatto inflazionistico delle più elevate rivendicazioni salariali nominali.

D'altra parte una debole dinamica della produttività può avere conseguenze anche sull'evoluzione futura dell'inflazione. Come si è detto in precedenza, all'origine dell'aumento della disoccupazione negli anni settanta e agli inizi degli anni ottanta vi è stato anche il fatto che i lavoratori dipendenti, specie in Europa, si

sono opposti con successo alle perdite di reddito reale conseguenti al rincaro delle importazioni e alla tendenza flettente della produttività. Negli anni successivi, le ragioni di scambio sono variate in senso favorevole ai paesi industriali, determinando incrementi insperati di reddito reale e facilitando il riallineamento delle richieste salariali reali con i guadagni di produttività. Il rovescio della medaglia è tuttavia costituito dal deterioramento delle ragioni di scambio e dalle connesse perdite di reddito reale subite dai PVS che, come si esaminerà nel paragrafo successivo, hanno aggravato i problemi di aggiustamento di questi paesi. Poiché non si può contare su un proseguimento di questa tendenza negli anni a venire, è importante, al fine di evitare tensioni inflazionistiche nei paesi industriali, che le rivendicazioni dei lavoratori dipendenti in termini di reddito reale si mantengano in linea con le variazioni correnti di produttività e che siano intensificate le politiche di intervento dal lato dell'offerta.

E' necessario che le richieste salariali reali si adeguino alla dinamica della produttività

I paesi in via di sviluppo

Sorretta dall'espansione del commercio mondiale e della domanda reale nei paesi industriali, la crescita del PIL nei paesi in via di sviluppo è salita, in termini reali,

Crescita del PIL nei paesi in via di sviluppo								
Paesi e gruppi di paesi	1977-82 media	1983	1984	1985	1986	1987	1988	Prodotto pro capite 1982-88 media
	variazioni percentuali							
Africa	3,5	- 1,4	- 0,5	4,3	1,3	1,2	3,0	-1,5
Nigeria	1,5	-17,4	-13,0	8,5	-2,1	1,8	4,0	-6,7
Paesi sub-sahariani	2,5	0,3	1,0	2,7	3,1	1,3	2,8	-1,0
Ghana	-0,6	0,7	2,6	5,1	5,2	4,8	6,2	0,8
Kenya	4,5	2,7	2,0	3,8	5,7	5,8	4,0	-0,4
Malawi	1,8	3,5	4,5	4,1	2,8	-0,2	3,6	-0,3
Medio Oriente	1,1	4,0	- 0,5	-1,4	0,5	0,2	2,0	-1,5
Egitto	7,9	9,0	5,0	10,8	7,4	-2,0	2,2	2,8
Asia	6,3	7,7	7,7	6,5	6,7	7,4	9,0	5,3
Cina	7,8	9,8	13,5	13,1	7,8	9,4	11,2	9,8
India	3,8	7,8	3,3	6,1	4,4	3,6	9,0	3,6
Malaysia	7,2	6,3	7,8	-1,0	1,2	5,2	8,1	2,0
Tailandia	6,2	7,3	7,1	3,5	4,7	7,1	10,3	4,1
NIEs	7,1	8,9	9,1	3,6	10,6	11,8	9,2	7,5
America Latina	3,3	- 2,1	3,7	3,9	4,5	2,5	0,9	0,0
Brasile	3,7	- 2,8	5,7	8,3	8,0	3,0	-0,3	1,5
Messico	6,8	- 4,2	3,6	2,6	-3,8	1,4	1,1	-2,0
Argentina	-1,2	2,9	2,5	-4,3	5,3	2,0	2,2	0,2
Cile	2,7	- 0,7	6,3	2,4	5,7	5,7	7,4	2,7
Insieme dei PVS*	4,3	3,3	4,2	4,0	4,3	4,0	4,5	2,0

* Media calcolata impiegando pesi del PIL e tassi di cambio del 1986.
 Fonti: FMI, World Economic Outlook; ONU, UN Commission for Latin America and the Caribbean; statistiche nazionali.

Lo scorso anno i PVS hanno beneficiato della più rapida crescita nei paesi industriali

Fanno eccezione i paesi dell'America Latina, che hanno accusato una recrudescenza dell'inflazione

dal 4% del 1987 al 4,5% lo scorso anno. Così come negli anni precedenti, vi sono state ampie deviazioni regionali rispetto alla media generale. I paesi asiatici hanno beneficiato di un'ulteriore espansione che ha portato al 9% la crescita del prodotto reale, con un miglioramento del tenore di vita che ha mediamente superato il 5% annuo dall'insorgere della crisi debitoria. Anche i paesi africani hanno realizzato una maggior crescita del prodotto, non sufficiente tuttavia a consentire un aumento del reddito pro capite. I dati provvisori indicano che si è parimenti accelerata la crescita del PIL nei paesi del Medio Oriente, nonostante il calo dei prezzi del petrolio. Per converso, nell'America Latina l'aumento del prodotto in termini reali è sceso al disotto dell'1%, a causa degli squilibri macroeconomici e dell'aggravarsi dell'inflazione che hanno sopravanzato i vantaggi derivanti dalla più forte crescita delle esportazioni in valore.

Gli ampi differenziali di crescita tra aree geografiche sono riconducibili a fattori diversi. Alcuni sono di natura esogena, come l'andamento dei prezzi del petrolio e di altre materie prime e le variazioni nel volume e nella composizione del commercio mondiale. Altri, come le politiche economiche e monetarie interne, la dinamica del risparmio e degli investimenti e in parte anche i problemi connessi con la posizione debitoria sull'estero (si veda il Capitolo V), sono piuttosto di origine endogena e influiscono soprattutto sul potenziale di crescita a lungo termine di questi paesi, sulla loro capacità di trarre vantaggio dall'espansione del commercio mondiale (o di attenuare le ripercussioni di un suo rallentamento) e sulla loro propensione inflazionistica.

Andamento dei prezzi dei prodotti primari e altri fattori esogeni

Nel primo semestre 1988 i prezzi dei prodotti primari escluso il petrolio sono fortemente aumentati...

... ma in termini reali il loro livello resta basso

La risalita dei prezzi dei prodotti primari non petroliferi, iniziata verso la metà del 1987, si è accelerata nel primo semestre del 1988, di riflesso alla forte crescita della domanda nei paesi industriali, ma ha perso poi slancio nel secondo semestre. Nell'insieme dell'anno, tuttavia, i prezzi espressi in DSP hanno segnato un aumento del 20% circa rispetto al 1987 e sono aumentati anche in termini reali, pur restando di circa il 20% al disotto del loro livello del 1980. Come nel 1987 i corsi delle materie prime per i PVS sono stati inferiori alla media mondiale, soprattutto a causa dell'elevata quota, in termini di produzione e di esportazioni, delle bevande tropicali, i cui prezzi sono diminuiti per il terzo anno consecutivo. D'altra parte, grazie per lo più al rafforzamento dei prezzi dei generi alimentari dovuto alla siccità, lo scorso anno i guadagni sui corsi dei prodotti non petroliferi si sono ripartiti tra i vari gruppi di PVS in modo più uniforme che nel 1987, con incrementi in termini reali di cui hanno beneficiato tutte le principali aree geografiche.

Calo dei prezzi del petrolio fino ad autunno e deterioramento complessivo delle ragioni di scambio per i PVS nel 1988

Tuttavia, questo quadro muta sostanzialmente ove si tenga conto del forte calo subito dai prezzi delle fonti di energia. Comprendendo questa voce, i corsi delle materie prime risultano diminuiti del 7,5% nel 1988, e in termini reali il loro livello è ora inferiore del 40% rispetto al 1980. Inoltre, lo scorso anno le ragioni di scambio globali per l'insieme dei PVS sono peggiorate di quasi il 6% (equivalente a una perdita dell'1,5-2% del reddito disponibile reale), con un deterioramento particolarmente pronunciato per i paesi del Medio Oriente e dell'Africa, e una sostanziale invarianza per quelli dell'America Latina. Tenendo anche conto

Andamento dei corsi dei prodotti primari					
Basati su indici in DSP; 1980 = 100					
Principali gruppi merceologici e aree geografiche	1980-85 media	1986	1987	1988	1988
	variazioni percentuali				indice
Insieme dei prodotti primari ¹	2,4	-37,3	- 5,5	- 7,6	63,6
Petrolio ²	-0,6	-57,2	15,0	-25,2	35,7
Prodotti primari escluso il petrolio ³	-0,4	-16,6	- 1,8	19,2	95,0
alimentari	-0,7	-24,1	- 7,3	23,0	83,5
bevande	2,6	- 0,5	-34,7	- 3,9	71,0
materie prime agricole	0,0	-12,3	21,0	5,3	111,8
metalli	-2,1	-18,8	8,6	42,6	112,7
Paesi in via di sviluppo ⁴	-0,5	-14,7	- 6,3	13,8	88,6
Africa	-0,5	-11,0	-11,1	11,6	86,6
Asia	-1,9	-24,1	5,6	16,0	84,7
Medio Oriente	-1,0	-18,7	8,2	13,8	95,6
America Latina	-0,5	- 9,4	-15,1	15,8	87,1
Prodotti primari escluso il petrolio, in termini reali ⁵	-3,3	-18,2	- 3,3	17,4	78,9

¹ Indice generale HWWA. ² Prezzo spot dell'"Arabian light crude". ³ Indice FMI. ⁴ Escluso il petrolio. ⁵ Deflazionati in base ai valori unitari delle esportazioni di manufatti.

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

delle variazioni nel volume delle esportazioni, globalmente l'incidenza del settore esterno è stata positiva, anche se nettamente inferiore al 1987 e con ampi divari a livello regionale. I paesi latino-americani sono riusciti a migliorare ulteriormente l'andamento relativamente favorevole già fatto registrare dalle esportazioni nel 1987; i forti incrementi ottenuti da Argentina e Venezuela hanno infatti più che compensato le perdite subite da Perù e Colombia. Nei paesi asiatici la crescita delle esportazioni è rallentata soprattutto di riflesso agli andamenti nelle quattro NIEs (Hong Kong, Singapore, Corea del Sud e Taiwan) e malgrado la vigorosa espansione delle esportazioni di paesi come la Malaysia e la Thailandia. Nel Medio Oriente la dinamica più sostenuta delle esportazioni non è bastata a bilanciare gli effetti dell'indebolimento delle ragioni di scambio; uno sviluppo analogo si è osservato nei paesi africani, anche se si è arrestata la tendenza flettente delle esportazioni.

Prodotto interno, inflazione e politiche economiche

Paesi asiatici. L'accelerazione tra il 1987 e il 1988 nella crescita del PIL reale di questo gruppo di paesi va interamente imputata agli andamenti in *India* e *Cina*, che concorrono per oltre il 50% al prodotto del gruppo in parola. L'India, in particolare, ha beneficiato di una netta ripresa della produzione agricola e della costante espansione di quella industriale. Tuttavia, in parte a causa dell'intonazione espansiva delle politiche fiscali e monetarie, nel corso del 1988 in entrambi i paesi si sono manifestati sintomi di surriscaldamento sotto forma di un'impen- nata delle importazioni e di una recrudescenza dell'inflazione, che in Cina aveva

Un'accelerazione della crescita in India e in Cina

Fattori esterni influenti sulla dinamica del prodotto								
Aree geografiche	Ragioni di scambio				Esportazioni in volume			
	1980-85 media	1986	1987	1988	1980-85 media	1986	1987	1988
	variazioni percentuali							
Africa	-1,7	-32,0	0,9	-14,0	- 1,5	3,2	-0,7	3,6
Medio Oriente	0,2	-48,0	9,8	-21,2	-11,2	19,3	1,8	12,2
Asia	0,3	- 6,6	3,0	- 0,7	7,0	16,4	18,7	13,4
America Latina	-2,4	-11,4	0,5	- 0,1	5,6	0,0	8,3	9,9
Insieme dei PVS*	-0,4	-18,7	3,8	- 6,0	2,3	12,0	11,6	11,7
* Media ponderata in base alle esportazioni e ai tassi di cambio del 1986.								
Fonti: FMI, World Economic Outlook; ONU, UN Economic Commission for Latin America and the Caribbean.								

Un certo rallentamento della dinamica del prodotto delle NIEs

raggiunto il 25% alla fine del 1988 ed è ulteriormente aumentata nell'anno in corso. Le quattro NIEs hanno accusato un certo rallentamento nella dinamica del prodotto imputabile al fatto che la domanda interna si è gradualmente sostituita a quella estera come principale fattore propulsivo della crescita. Questo sviluppo ha preso avvio sotto la spinta dell'apprezzamento del cambio nominale, di costi unitari del lavoro in aumento e della liberalizzazione delle importazioni. Infatti, lo scorso anno l'effetto delle esportazioni nette sulla crescita del PIL è stato negativo per *Taiwan* e sostanzialmente neutro per la *Corea del Sud*, il cui tasso di cambio reale si è apprezzato di quasi il 20%, in quanto l'accelerazione nella dinamica dei costi e dei prezzi si è sovrapposta a un apprezzamento del 14% del won nei confronti del dollaro USA.

Miglioramento dell'evoluzione economica in Thailandia e Malaysia

Il rallentamento delle esportazioni delle NIEs può essere in parte dovuto anche all'accresciuta competitività internazionale di altri paesi asiatici. La *Tailandia* ha conseguito lo scorso anno un aumento, in termini reali, del 20% delle esportazioni e del 15% circa degli investimenti fissi, finanziati in buona parte con l'afflusso di fondi dal Giappone e dalle quattro NIEs. Anche le importazioni sono aumentate a ritmo sostenuto, provocando un indebolimento del saldo corrente con l'estero che non ha impedito una crescita reale del PIL di oltre il 10%. Con l'ausilio di una cauta politica monetaria, il tasso di inflazione è aumentato solo moderatamente (dal 2,5 al 4%) e il saldo finanziario del settore pubblico è passato in attivo. Tuttavia, i notevoli risultati economici dello scorso anno sono dipesi anche da fattori eccezionali, come la forte ripresa della produzione agricola dopo la flessione del 2% registrata nel 1987, e l'aumento dei corsi dei prodotti primari che, unitamente al ribasso del petrolio, ha prodotto considerevoli guadagni nelle ragioni di scambio. Nello stesso tempo si sono manifestate tensioni sotto forma di carenze infrastrutturali, e l'ulteriore espansione del prodotto dipenderà dalla misura in cui le aree rurali, che concorrono per i due terzi circa alla popolazione totale, ma solo per il 15% circa alla produzione complessiva, potranno essere integrate senza contraccolpi nel processo di sviluppo industriale. Anche la *Malaysia* ha beneficiato di rilevanti investimenti diretti dall'estero che hanno finanziato oltre il 25% degli investimenti fissi complessivi nel 1987 e una quota ancor più alta lo scorso anno. La manifestazione più evidente degli effetti prodotti dall'afflusso di capitali si è avuta nell'industria di

trasformazione, che ha portato la sua quota sul PIL a quasi il 25% e ha contribuito per il 50% circa al totale delle esportazioni, riducendo la precedente dipendenza del paese dalle vendite all'estero di prodotti primari (principalmente caucciù, olio di palma e oli minerali). Le esportazioni sono state anche sorrette dal deprezzamento del cambio reale (nella misura di circa il 30% dal 1984), di riflesso a un modesto tasso di inflazione (solo il 2¾% nel 1988, ma assai probabilmente in aumento per quest'anno) e a un cambio nominale decrescente. Tale andamento può essere in parte correlato alla politica di riduzione dei tassi di interesse, resa possibile dal calo del disavanzo del settore pubblico, passato da una quota del 20% del PIL nel 1982 all'8% nel 1987, e presumibilmente a una leggera eccedenza lo scorso anno.

Paesi africani. Nonostante l'accelerazione della crescita durante lo scorso anno, i modesti risultati economici nel più lungo periodo e le scarse prospettive di sviluppo di quest'area, specie per quanto riguarda i paesi della fascia sub-sahariana, sono stati oggetto di crescente attenzione a livello internazionale. Pur essendo difficile trarre conclusioni di ordine generale per un'area che comprende quarantacinque paesi, nondimeno si possono evidenziare quattro cause all'origine della scadente dinamica economica. Anzitutto, la dipendenza dall'esportazione di una ristretta gamma di prodotti primari, soggetti ad ampie oscillazioni di prezzo e caratterizzati da una domanda inelastica, ha reso questi paesi estremamente esposti a *shocks* esterni. Dal 1980 i prezzi dei prodotti primari non petroliferi (espressi in DSP) sono diminuiti di oltre il 13% e le ragioni di scambio (compreso il petrolio) di quest'area (Nigeria esclusa) si sono deteriorate di circa il 30%, cioè in misura doppia rispetto all'aumento delle esportazioni in volume. In secondo luogo, nonostante un altissimo tasso di mortalità infantile, la crescita demografica raggiunge in media il 3% all'anno, costringendo molti paesi a impiegare buona parte degli introiti in valuta per le importazioni di generi alimentari. In terzo luogo, l'onere del debito esterno è maggiore rispetto a quello di altre aree in via di sviluppo. Il rapporto debito/esportazioni, che in taluni casi è prossimo al 1.000%, si situa in media al 325%, e la quota sul PIL dei pagamenti per il servizio del debito non solo è elevata, ma considerevolmente più alta che nel 1980. Infine, un ulteriore fattore, non disgiunto da quelli precedenti, è costituito dal fatto che la dinamica degli investimenti e del risparmio non ha favorito lo sviluppo economico. Il saggio di risparmio nazionale è diminuito, in quanto le amministrazioni pubbliche non sono riuscite a ridurre la spesa in relazione alle entrate, che per lo più sono nettamente inferiori alla media degli altri PVS. E' inoltre diminuita sensibilmente la quota degli investimenti, il cui valore medio cela andamenti fortemente differenziati tra i singoli paesi, comprendendo aree in cui gli investimenti fissi non sono neppure sufficienti a mantenere lo stock di capitale.

Non mancano tuttavia eccezioni a questo quadro nel complesso desolante. Il *Malawi*, ad esempio, nonostante le limitate risorse naturali, un reddito pro capite di appena \$ 165 e un rapporto debito/esportazioni del 400%, è riuscito a ridurre il disavanzo del settore pubblico dal 17 al 7% del PIL in meno di dieci anni, pur sviluppando la propria economia a un ritmo del 3% all'anno dal 1982. In *Ghana*, dove il reddito reale pro capite si era ridotto di quasi il 40% tra il 1973 e il 1983, il Piano di ripresa economica del 1983 (incentrato su privatizzazioni, tagli alla spesa pubblica e liberalizzazione delle importazioni) ha consentito di

Accelerazione della crescita in Africa, sebbene permangano gravi problemi di fondo

Vi sono tuttavia esempi più confortanti, come quelli di Malawi e Kenya

ottenere un tasso annuo di crescita del PIL del 4% tra il 1983 e il 1988. Nello stesso periodo l'inflazione è calata dal 125 al 25%, nonostante il rincaro dei generi alimentari e un tasso annuo di svalutazione del 50% circa nei confronti del dollaro USA, mentre il disavanzo di bilancio, pari al 5,2% del PIL (1982), si è trasformato in un saldo attivo. Tuttavia, il Ghana resta fortemente esposto alle oscillazioni dei corsi delle materie prime e dei tassi di interesse, a causa dell'incidenza di oltre il 50% delle esportazioni di cacao sul totale delle vendite all'estero e di un rapporto servizio del debito/esportazioni nell'ordine del 45%. Inoltre, un fattore importante che ha contribuito al capovolgimento di posizione è costituito dall'assistenza estera, che dal 1983 è mediamente ammontata a \$ 40 pro capite all'anno. Il Kenya, in virtù di un'accorta politica di gestione della domanda, è riuscito a contenere entro lo 0,5% il calo del reddito pro capite, pur in presenza di una pressione demografica (4,9% all'anno dal 1982) che probabilmente è la più forte del mondo. La competitività internazionale è migliorata e il tasso di inflazione, che nel 1982 superava il 20%, è stato ridotto all'8%, sotto l'influsso di politiche fiscali stabili e condizioni monetarie più restrittive. Manovrando al rialzo i tassi di interesse e finanziando una quota più ampia del fabbisogno del settore pubblico mediante il collocamento di titoli del Tesoro presso il settore privato non finanziario, è stato possibile rallentare l'espansione monetaria da oltre il 30% nel 1986 a meno del 7% lo scorso anno.

Pronunciato
rallentamento
della crescita
nell'America
Latina, malgrado
i favorevoli
influssi esterni ...

Paesi latino-americani. Lo scorso anno il rallentamento della crescita è stato generale, ma più pronunciato nei paesi non esportatori di petrolio, nonostante il miglioramento delle loro ragioni di scambio e la dinamica più sostenuta delle esportazioni, che congiuntamente hanno fornito un contributo equivalente al 3% del prodotto totale. Per contro, nei paesi esportatori di petrolio il contributo esterno è stato negativo, in quanto la più forte crescita in volume delle esportazioni è stata più che compensata da un deterioramento, di oltre il 10%, delle ragioni di scambio. Per giunta, a seguito soprattutto di un aumento del 45% delle importazioni del Messico, per il gruppo dei PVS esportatori di petrolio le esportazioni nette reali hanno avuto un effetto negativo sulla crescita del PIL. Nella maggior parte dei paesi di quest'area le politiche fiscali hanno agito probabilmente in senso restrittivo, in quanto il fabbisogno delle amministrazioni pubbliche è stato ridotto, anche se in alcuni dei maggiori paesi debitori il calo è stato inferiore a quanto previsto dai rispettivi programmi di stabilizzazione e di aggiustamento. Per giunta, alla contrazione del fabbisogno del settore pubblico non ha corrisposto un aumento del saggio di risparmio nazionale o degli investimenti. Con una quota del 16% sul PIL il risparmio nazionale è infatti inferiore di oltre 5 punti percentuali alla media dei PVS.

... dovuto princi-
palmente alla
forte ripresa
dell'inflazione ...

La causa principale che ha impedito ai paesi latino-americani di trarre vantaggio dall'accelerazione della crescita nei paesi industriali è costituita probabilmente dalla forte ripresa dell'inflazione. Il tasso medio di incremento dei prezzi al consumo, già salito al 130% nel 1987, è aumentato ulteriormente nel 1988, raggiungendo a fine anno il 475%. L'aspetto più rilevante di questo sviluppo, e forse anche il più pregiudizievole per l'efficienza e la crescita economica, è costituito dalla velocità con cui l'inflazione si è accelerata, considerato che il tasso medio di inflazione si è accresciuto di oltre 400 punti in soli ventiquattro mesi. Il deterioramento sul fronte dei prezzi è stato generalizzato e

Inflazione nei PVS							
Paesi e gruppi di paesi	1977-82 media	1983	1984	1985	1986	1987	1988
	variazioni percentuali dei prezzi al consumo						
Africa e Medio Oriente	19,0	14,0	16,6	15,7	16,9	17,9	18,8
Egitto	13,4	16,1	17,1	12,1	23,9	19,7	17,7
Nigeria	14,4	23,2	39,6	5,5	5,4	10,2	35,0 ¹
Asia	8,2	6,6	7,2	7,1	9,1	9,8	14,6
Cina	3,0	1,9	2,7	11,9	7,0	8,8	20,7
India	8,2	11,9	8,3	5,6	8,7	8,8	9,8 ²
Filippine	13,3	10,0	50,3	23,1	0,7	3,8	8,8
Corea del Sud	18,0	3,4	2,3	2,5	2,8	3,0	7,1
America Latina	55,3	108,7	133,0	145,0	88,0	130,0	277,6
Argentina	141,0	343,8	629,6	672,0	90,0	131,0	343,0
Brasile	75,5	141,2	197,6	227,0	150,0	219,7	582,0
Messico	29,0	101,8	65,5	57,7	86,2	131,8	114,2
Perù	64,7	111,2	110,2	163,4	77,9	85,8	669,3
Insieme dei PVS ³	25,0	38,4	46,9	49,8	34,4	47,4	90,0

¹ Stime. ² Secondo trimestre. ³ Medie ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio del 1986.
 Fonti: FMI, International Financial Statistics e World Economic Outlook; statistiche nazionali.

presenta numerose caratteristiche comuni a diversi paesi: surriscaldamento dell'economia, *shocks* esterni dal lato dei prezzi, crescente finanziamento monetario dei disavanzi di bilancio e, soprattutto, un elevato grado di indicizzazione che tende a perpetuare l'inflazione. In tale contesto, i tentativi di correggere i prezzi relativi – spesso distorti dai controlli sui salari e sui prezzi, da politiche inappropriate del tasso di cambio e da sussidi statali – generano spinte inflazionistiche per la resistenza che i lavoratori dipendenti oppongono alle decurtazioni dei salari reali indotte dall'abolizione dei sussidi sui prodotti alimentari e dall'aumento dei prezzi all'importazione. Gli sviluppi in *Perù* mostrano chiaramente come, in un clima di crescenti aspettative inflazionistiche e di carente credibilità delle politiche governative, tali pressioni possano innescare rapidamente una instabile e incontrollabile spirale salari/prezzi. Mentre nei primi due anni di applicazione del programma di rilancio del 1985 era stato possibile contenere l'inflazione grazie allo sfruttamento di capacità inutilizzate e all'aumento delle importazioni, a fine 1988, nell'arco di dodici mesi, l'inflazione si era più che decuplicata a causa dei tagli alle importazioni, resi necessari dal depauperamento delle riserve valutarie, e del conseguente esaurimento delle capacità produttive. Inoltre, al fine di alleggerire il disavanzo del settore pubblico sono stati apportati tagli alle sovvenzioni e sono state elevate le imposte e i prezzi di beni di prima necessità prodotti da aziende nazionalizzate; ma al tempo stesso, per impedire un drastico peggioramento del tenore di vita, sono stati anche aumentati i salari minimi che hanno dato ulteriore impulso alla spirale inflazionistica. *Argentina* e *Brasile* hanno dovuto parimenti far fronte a problemi connessi all'aggiustamento dei prezzi relativi e al disavanzo del settore pubblico in un contesto di elevata indicizzazione dei prezzi e dei salari. In entrambi i paesi è

... come sta chiaramente a dimostrare l'esempio del *Perù*

Fallimento del blocco dei prezzi e dei salari in Argentina e in Brasile

fallito il blocco dei prezzi e dei salari introdotto alla fine del 1987. In Argentina il nuovo programma di stabilizzazione dell'agosto 1988 pare aver prodotto un temporaneo rallentamento dell'inflazione nella seconda metà dell'anno. Per contro, il patto sociale concluso in Brasile (in novembre) non ha dato risultati, e agli inizi di quest'anno l'inflazione dei prezzi al consumo era balzata ad oltre il 1.000%, livello più che doppio rispetto al precedente massimo storico. Nel gennaio di quest'anno il governo ha proposto un nuovo programma di stabilizzazione (il "Piano Estivo") che prevede un blocco temporaneo dei meccanismi di indicizzazione dei prezzi e dei salari, restrizioni di bilancio, misure di assorbimento della liquidità e una nuova moneta soggetta a regolari svalutazioni nei confronti del dollaro USA. Anche questo piano è tuttavia fallito, e in aprile è stata ripristinata l'indicizzazione.

Il Cile costituisce un'eccezione al deterioramento della dinamica dei prezzi

Il deterioramento della dinamica dei prezzi non ha tuttavia coinvolto la generalità dei paesi di quest'area. Il Cile ha fatto ricorso ad una politica di stabilizzazione orientata al mercato, i cui principali elementi sono consistiti nella liberalizzazione delle importazioni, nella relativa stabilità del cambio nominale e in misure di bilancio restrittive. Sebbene inizialmente i costi di questo approccio in termini di produzione e di occupazione siano stati molto elevati, nondimeno il tasso di inflazione ha potuto essere gradualmente ridotto all'11% entro la fine dello scorso anno. Nel contempo il Cile è riuscito a migliorare la dinamica produttiva, più che compensando il precedente regresso. Il Messico, viceversa, ha optato per una politica antinflazionistica incentrata su misure di restrizione fiscale abbinate a politiche dei redditi. Questo approccio (il Patto di solidarietà, concluso nel dicembre 1987, e successivamente prorogato) si basa su un programma che prevede la stabilità del cambio nominale, la soppressione dei meccanismi di indicizzazione, il blocco dei prezzi per i prodotti del settore pubblico, il blocco dei salari e un accordo con il settore privato per evitare rilevanti incrementi di prezzo. Finora esso ha dato buoni risultati nel ridurre il disavanzo del settore pubblico e il tasso di inflazione, sceso dal 160 al 52% nel corso del 1988. Inoltre, le perdite di prodotto sono state probabilmente inferiori a quelle che avrebbe comportato un approccio orientato al mercato. Sono tuttavia emersi problemi che segnalano un'accumulazione di pressioni inflazionistiche e difficoltà nella fase di smantellamento dei controlli. Come si è già detto, il Messico ha registrato lo scorso anno un fortissimo aumento delle importazioni, di riflesso ad un apprezzamento reale del cambio di circa il 30% e alle misure di liberalizzazione delle importazioni. Inoltre, in seguito al blocco dei salari, le retribuzioni reali si sono dimezzate rispetto al loro livello del 1980. Un nuovo patto, concluso nel dicembre 1988, prevede una svalutazione giornaliera del peso nei confronti del dollaro USA sino alla fine di luglio, nonché incrementi dei salari minimi e di talune tariffe pubbliche.

La forte contrazione delle retribuzioni reali ha condotto a nuovi aggiustamenti delle politiche in Messico

Quali insegnamenti si possono trarre dalle recenti tendenze emerse nei paesi in via di sviluppo? Il fenomeno più grave e appariscente è il deterioramento della dinamica dei prezzi nei paesi dell'America Latina. Ancora una volta ciò evidenzia chiaramente come non si pervenga a una crescita più sostenuta attraverso una maggiore inflazione. In aggiunta, dato l'andamento stagnante dei prezzi all'importazione (misurati in dollari USA) per la maggior parte del decennio in corso, l'inflazione ha tratto prevalentemente origine da cause interne, fra le quali

spiccano gli insuccessi delle politiche e i tentativi di bloccare o modificare i prezzi relativi.

Un altro aspetto saliente è costituito dagli *shocks* esogeni ai quali sono stati esposti i PVS. I prezzi dei prodotti primari non petroliferi hanno mostrato una tendenza cedente e la loro successiva ripresa nel 1987–88 ha coinciso con la caduta dei prezzi del petrolio. Di conseguenza, dal 1980 le sfavorevoli variazioni delle ragioni di scambio hanno complessivamente ridotto del 5,7% il reddito nazionale reale, in rapporto al prodotto, imponendo un onere in termini di aggiustamento, che, in aggiunta ai più elevati pagamenti per il servizio del debito, supera quello subito dai paesi industriali a seguito dei due *shocks* petroliferi.

Pesante onere in termini di aggiustamento esterno ...

Dinamica degli investimenti e del prodotto ¹								
Paesi	1960–73		1974–80		1981–88		Formazione di capitale e prodotto potenziale	
	Investimenti	PIL	Investimenti	PIL	Investimenti	PIL	Investimenti ²	PIL ³
	medie annue in percentuale						punti percentuali	
Africa	18,5	4,7	25,1	4,2	19,3	1,2	–8,0	–1¾
Medio Oriente	21,7	8,7	25,5	5,7	24,8	0,5	–6,0	–1
Asia	18,2	6,1	24,5	6,2	28,0	7,0	–0,7	–¼
America Latina	20,3	7,0	24,1	5,4	18,3	1,7	–6,0	–1⅓
Totale ⁴	19,5	6,7	24,7	5,7	23,8	3,6	–4,0	–¾
Paesi industriali	21,7	4,9	22,3	2,4	21,0	2,8		

¹ Gli investimenti sono espressi come percentuale del PIL e il prodotto come variazione percentuale del PIL a prezzi costanti. ² Variazioni nel rapporto investimenti/PIL tra il 1980 e il 1988. ³ Variazioni nella crescita del prodotto potenziale, assumendo un rapporto capitale/prodotto di 1½ (per il Medio Oriente, 3) e una quota dei profitti di ⅓ (per il Medio Oriente, ½). ⁴ Medie ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio del 1986.

Anche la debole dinamica degli investimenti nei paesi esterni all'area asiatica è motivo di preoccupazione. Come si può rilevare dalla tabella, non esiste una relazione fissa tra il valore del rapporto investimenti/PIL e il tasso medio di crescita del prodotto, né tra gruppi di paesi né nel tempo. Per un dato tasso di crescita del prodotto può rendersi necessaria una quota più o meno alta di investimenti, a seconda della composizione del prodotto e dell'intensità di capitale nel processo produttivo, e un aumento del rapporto investimenti/PIL non determina necessariamente una maggiore crescita del prodotto. Per la stessa ragione la diminuzione della quota degli investimenti nel corso degli anni ottanta spiega solo in piccola parte il deterioramento nella dinamica del prodotto. Ma ciò che più importa è che un calo degli investimenti pregiudica la crescita futura del prodotto e quindi le prospettive di aumento del reddito pro capite. Questo deterioramento pare essere stato particolarmente forte nei paesi africani, dove i redditi pro capite sono già molto modesti e la pressione demografica è forte. Il calo del potenziale di crescita è stato notevole anche nell'America Latina, mentre in Asia esso è stato probabilmente di entità modesta.

... reso ancora più arduo in presenza di investimenti inadeguati

III. Il commercio e i pagamenti internazionali

Aspetti salienti

Sulla scia dell'inatteso dinamismo dell'attività economica su scala mondiale, il tasso di crescita del commercio internazionale ha registrato l'anno scorso un'accelerazione notevole, salendo a oltre il 9%, il più alto livello toccato dal 1976, e questa progressione ha riguardato la maggior parte dei paesi. Nel contempo è sensibilmente rallentato l'incremento dei prezzi in dollari dell'interscambio in quanto i corsi del petrolio sono andati calando fino al dicembre 1988 e quelli dei manufatti sono cresciuti molto più lentamente che nel 1987.

Pur in un siffatto contesto potenzialmente favorevole all'aggiustamento esterno nel corso del 1988, i progressi fatti nel correggere gli squilibri di parte corrente sono stati deludenti. Il disavanzo corrente aggregato dei paesi industriali si è ampliato considerevolmente nell'anno in esame, benché a questo deterioramento globale abbia in gran parte concorso un aumento di inaspettata entità del disavanzo esterno del Regno Unito. Nei tre principali paesi industriali il processo di aggiustamento si era accelerato notevolmente dalla metà del 1987, ma ha cominciato a vacillare nel secondo semestre dell'anno scorso. L'auspicata riduzione degli squilibri registrata da Stati Uniti e Giappone per l'insieme del 1988 si è quindi in gran parte verificata nei primi sei mesi dell'anno. In Germania, l'avanzo aveva praticamente smesso di diminuire nel 1987, e l'anno scorso esso si è stabilizzato in rapporto al PNL.

Quanto ai paesi in via di sviluppo, molti PVS non esportatori di petrolio hanno beneficiato delle più favorevoli condizioni del mercato mondiale, ma poiché il margine di manovra consentito dall'aumento degli introiti da esportazione è stato in generale utilizzato per allentare le politiche di restrizione delle importazioni, le loro bilance dei pagamenti correnti hanno subito relativamente poche variazioni. Dal canto loro, i PVS esportatori di fonti di energia, fra cui si annoverano alcuni dei paesi fortemente indebitati, sebbene abbiano sofferto della sensibile diminuzione dei prezzi del petrolio, hanno iniziato ad espandere le loro importazioni in termini reali per la prima volta dopo sei anni di massicce riduzioni. Di conseguenza, il loro disavanzo corrente aggregato è fortemente aumentato.

Con il ritorno ad una situazione di maggiore calma sui mercati valutari e data la forte reazione dei movimenti di capitali ai differenziali d'interesse nominali, gli squilibri di parte corrente sono stati generalmente finanziati da flussi di fondi indotti dal mercato. Con poche eccezioni, le variazioni delle riserve ufficiali in valuta, che avevano costituito una fonte importante di finanziamento esterno nel 1987, hanno svolto l'anno scorso un ruolo piuttosto limitato.

Per converso, i PVS fortemente indebitati hanno continuato ad incontrare gravi difficoltà di finanziamento. L'assenza di ulteriori, significativi progressi nel

processo di aggiustamento e le incertezze sulla loro futura strategia a riguardo del debito hanno accresciuto la riluttanza dei creditori privati a fornire nuovi fondi. Per giunta, per la prima volta dal 1983 si è anche avuta una consistente riduzione dei nuovi crediti erogati dai prestatori ufficiali. I problemi di finanziamento sono stati particolarmente acuti nei paesi esportatori di fonti d'energia, che hanno dovuto attingere massicciamente alle proprie riserve ufficiali in valuta estera.

Il commercio mondiale

Dopo una considerevole accelerazione che l'aveva fatta salire al 6% nel 1987, lo scorso anno la crescita del commercio mondiale in termini reali si è ulteriormente rafforzata raggiungendo un tasso annuo stimato superiore al 9%. La causa principale di tale sostenutezza è stato l'aumento del tasso di crescita economica nei paesi industriali a partire dalla seconda metà del 1987. Invero, i dati medi annui tendono ad occultare il fatto che l'espansione dell'interscambio ha raggiunto i valori massimi alla fine del 1987 e nella prima parte del 1988, anche se il ritmo di crescita pare essere rimasto alquanto sostenuto per l'intero arco dello scorso anno.

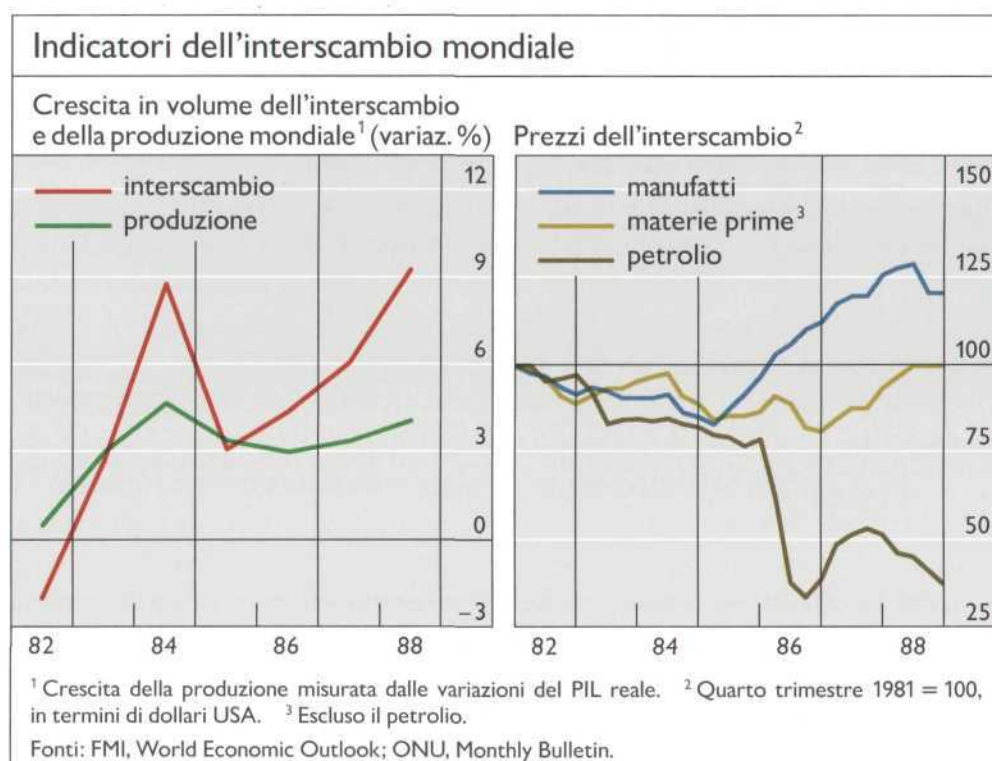
Il tasso di incremento dei prezzi dell'interscambio ha subito un netto rallentamento in termini di dollari; l'anno scorso esso si è infatti dimezzato, scendendo a poco meno del 5%. Questa decelerazione è dovuta in buona parte al minore aumento dei prezzi dei manufatti, dal 12% nel 1987 al 5,5% nel 1988, a sua volta attribuibile soprattutto al nuovo rafforzamento del dollaro. Inoltre, i prezzi del petrolio sono diminuiti del 20,5% su base media annua, annullando così gran parte dell'incremento del 29% dell'anno precedente. Per converso, i prezzi dei prodotti primari non petroliferi si sono accresciuti del 18%. Pertanto, per la prima volta dal 1984, tali prezzi sono saliti più rapidamente di quelli dei manufatti.

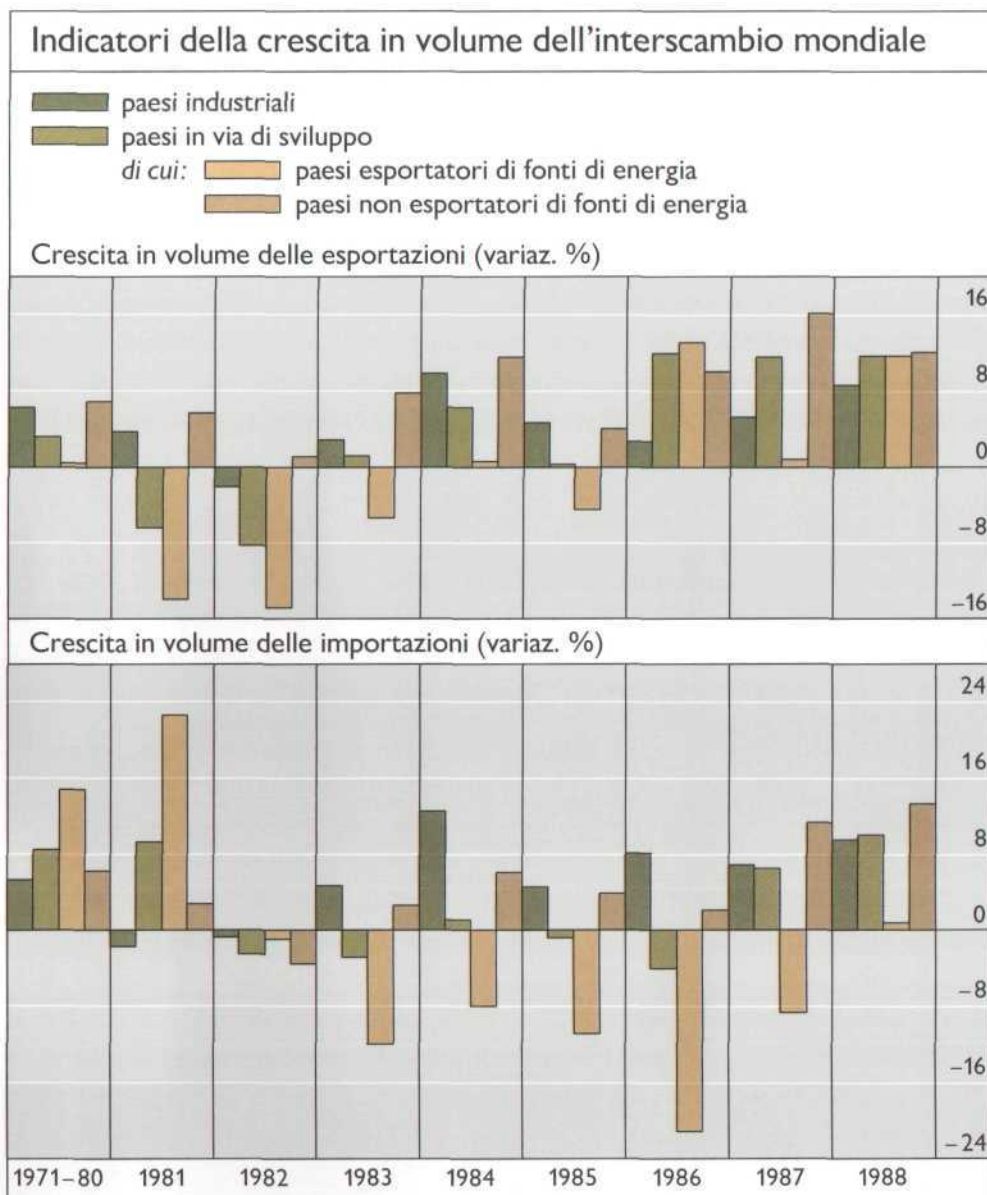
L'accelerazione della crescita dell'interscambio mondiale in termini reali nel 1988 è stata alquanto generalizzata, avendo riguardato tutti i più importanti

Crescita del commercio mondiale al livello massimo degli ultimi dodici anni ...

... e decelerazione negli aumenti dei prezzi

Ripresa generalizzata...





gruppi merceologici e tutte le principali aree del mondo. Si stima che l'interscambio di manufatti si sia espanso del 10,5%, ossia di circa 4 punti percentuali in più rispetto all'anno precedente. Nel contempo, il commercio di petrolio e prodotti minerari si è accresciuto del 7%, ponendo così termine ad un periodo di sette anni di stagnazione. L'interscambio agricolo è aumentato in volume del 4%; sebbene tale cifra sia inferiore di due punti a quella del 1987, essa resta pur sempre notevole in considerazione del calo della produzione agricola nel 1988. Per quanto concerne la distribuzione geografica dell'interscambio, il grafico qui sopra mostra che il 1988 è stato il primo anno nell'arco di quasi due decenni in cui i tassi di crescita reale delle esportazioni ed importazioni dei principali gruppi di paesi non si sono discostati di molto dalla media mondiale.

Il volume aggregato delle esportazioni dell'insieme dei PVS si è accresciuto lo scorso anno del 12%, ossia approssimativamente allo stesso ritmo dei due anni precedenti. All'interno di questo gruppo si sono tuttavia registrati alcuni decisi spostamenti nella dinamica delle esportazioni. I paesi esportatori di fonti di energia, beneficiando di una forte ripresa della domanda mondiale di petrolio,

... con una forte crescita delle esportazioni e importazioni anche nella maggior parte dei PVS

sono riusciti ad aumentare il volume delle loro vendite all'estero di quasi il 12%, rispetto ad un incremento inferiore all'1% l'anno precedente. Per converso, il tasso di crescita reale delle esportazioni dei paesi non esportatori di fonti di energia è diminuito dal 16% nel 1987 al 12% nel 1988, ma questo calo è quasi interamente ascrivibile alla minor crescita delle esportazioni (dal 22,5 al 16%), delle quattro economie di recente industrializzazione (NIEs) in Asia. Gli altri paesi non esportatori di fonti di energia hanno potuto mantenere al 9% circa il tasso di crescita delle esportazioni in termini reali. Sulla scia di queste variazioni generalmente positive delle quantità esportate, entrambi i gruppi di PVS hanno iniziato ad accrescere anche le proprie importazioni in volume. Nei paesi non esportatori di fonti di energia (escluse le NIEs), ove la crescita delle esportazioni è stata accompagnata da un miglioramento del 4% nelle ragioni di scambio, le importazioni sono aumentate in termini reali di oltre il 9%, ossia ad un ritmo doppio rispetto all'anno precedente. Nei paesi esportatori di fonti di energia l'incremento delle importazioni reali, di quasi l'1%, ha segnato il primo movimento di ripresa dopo sei anni di restrizioni durante i quali si era avuto un calo complessivo di quasi il 50%.

Il miglioramento nei dati dell'interscambio dei PVS va in gran parte attribuito alla forte crescita della domanda di importazioni dei paesi industriali, passata dal 7% nel 1987 al 9,5% l'anno scorso. Questa accelerazione nella crescita delle quantità importate è dovuta in parte alla sostenutezza dell'attività economica nel mondo industrializzato. Tuttavia, il fatto che la crescita reale delle importazioni sia stata molto più elevata dell'espansione della domanda interna, la quale è salita leggermente dal 3,7% nel 1987 al 4,3% nel 1988, fa ritenere che altri fattori, oltre a quello ora citato, abbiano contribuito all'espansione delle importazioni. In primo luogo, l'accelerazione dell'attività economica che aveva preso avvio nei principali paesi industriali già nella seconda metà del 1987 si è diffusa lo scorso anno a vari altri paesi, alcuni dei quali hanno un rapporto importazioni/domanda relativamente alto. In secondo luogo, agli effetti della domanda sulle importazioni potrebbe essersi sommato l'impatto differito delle precedenti variazioni di cambio: ad esempio, l'aumento delle importazioni giapponesi, di quasi il 17%, è stato assai elevato anche in relazione all'incremento dell'8% nella domanda interna. In terzo luogo, è possibile che alcuni paesi abbiano incontrato prima di altri limiti di capacità produttiva; questo fattore potrebbe ad esempio spiegare in parte l'aumento delle importazioni britanniche e statunitensi. Infine, la sostenutezza delle importazioni può essere altresì imputabile al particolare vigore degli investimenti fissi delle imprese, in quanto questa componente della domanda ha in molti paesi un contenuto di importazioni superiore alla media.

Dato che la maggior parte dell'interscambio dei paesi industriali avviene all'interno del gruppo medesimo, all'accelerazione nella crescita delle importazioni nel mondo industrializzato ha fatto riscontro una ripresa egualmente forte della crescita reale delle esportazioni, passata dal 5,5% nel 1987 all'8,5% l'anno scorso. Le esportazioni statunitensi, in parte grazie agli effetti ritardati dei precedenti guadagni di competitività, hanno registrato un aumento di quasi il 25%, il quale ha concorso per circa un terzo all'incremento complessivo delle esportazioni mondiali di merci. Inoltre, l'andamento delle esportazioni di vari altri paesi industriali, in quanto principali fornitori di beni di capitale, è stato

La crescita delle importazioni dei paesi industriali supera notevolmente la crescita della domanda interna...

... e fa riscontro a una rapida crescita delle esportazioni

positivamente influenzato dal rilancio dell'attività d'investimento. Infatti, la crescita delle esportazioni è passata in Giappone dallo 0,5 al 5%, e in Germania è salita ad oltre il 7%. Con le notevoli eccezioni di Regno Unito e Australia, nel 1988 l'incremento delle esportazioni negli altri paesi industriali si è in generale rafforzato.

Le pressioni
protezionistiche
persistono ...

Sebbene la crescita dell'interscambio mondiale sia ridivenuta più vigorosa ed equilibrata dalla metà del 1987, non vi sono ancora segni di un allentamento delle pratiche protezionistiche. In generale, nei paesi in via di sviluppo il regime delle transazioni commerciali con l'estero resta alquanto restrittivo e complesso, con il frequente ricorso a provvedimenti extratariffari giustificati da motivazioni di bilancia dei pagamenti. Tuttavia, anche nei paesi industriali, che da tempo si vantano di seguire politiche commerciali più liberalistiche, il ricorso a strumenti extratariffari, fra cui restrizioni autonome alle esportazioni, misure *anti-dumping* e dazi ritorsivi si è sensibilmente intensificato nel corso degli anni ottanta.

...e vi è una
tendenza
crescente ad
"amministrare"
gli scambi con
l'estero

Un fenomeno più recente è la crescente propensione ad "amministrare" il commercio internazionale sulla base di accordi bilaterali o settoriali. Sempre più numerosi sono gli accordi commerciali bilaterali che prevedono condizioni volte essenzialmente a garantire ai paesi firmatari un vantaggio strategico in termini di accesso ai rispettivi mercati; l'"Omnibus Trade and Competitiveness Act" statunitense, ad esempio, comprende diverse disposizioni miranti a facilitare l'azione discrezionale unilaterale ed a regolamentare l'accesso al mercato; infine, le proposte normative in vista della creazione di un mercato unico CEE nel 1992 mantengono talune restrizioni al commercio con i paesi terzi o comunque non estendono automaticamente a questi ultimi i vantaggi del mercato unico.

Il ricorso a pratiche limitative dell'interscambio, benché possa forse assicurare un breve periodo di sollievo, o conferire ad un paese o ad un settore un temporaneo vantaggio concorrenziale, va considerato come un rimedio inefficace contro i problemi economici. Infatti, innescando provvedimenti ritorsivi e contraddicendo il principio fondamentale dei vantaggi comparati, i tentativi di amministrare l'interscambio finiscono col lasciare tutti i *partners* commerciali in una posizione peggiore di prima. Alla luce di ciò vi è da augurarsi che l'attuale tornata di negoziati multilaterali, nota come "Uruguay Round", riesca a salvaguardare il buon funzionamento del sistema multilaterale mondiale. Questa speranza è stata alimentata nell'aprile 1989 dai sensibili progressi compiuti in merito a varie questioni sulle quali la riunione dei Ministri del Commercio, tenutasi a Montreal nel dicembre 1988, non era pervenuta a un accordo.

L'evoluzione della posizione esterna nei tre maggiori paesi industriali

Riduzione degli
squilibri in Stati
Uniti e Giappone...

Nel 1988 si sono fatti alcuni progressi nella correzione degli squilibri esterni di Stati Uniti e Giappone. Mentre nel 1986 e nel 1987 l'aggiustamento esterno in questi paesi si era limitato a variazioni in termini reali, nel 1988 esso si è chiaramente manifestato anche in termini di valore. Gran parte del miglioramento è dovuto ad una riduzione di quasi \$ 19 miliardi del disavanzo corrente USA, il quale è così sceso, in rapporto al PNL, dal 3,4% nel 1987 al 2,8%. Ma anche il Giappone ha registrato una considerevole correzione del proprio squilibrio

esterno, non solo in termini di yen giapponesi o in percentuale del PNL, ma altresí in termini di dollari.

Tuttavia, il sostanziale progresso complessivo compiuto nel 1988 richiede ulteriori precisazioni. In Germania l'eccedenza corrente si è leggermente ampliata, pur attestandosi sul 4% in rapporto al PNL. Inoltre, il ritmo dell'aggiustamento negli Stati Uniti e in Giappone ha perso gran parte del suo slancio nel secondo semestre, quando si è palesata una certa dilatazione degli squilibri nell'interscambio mercantile dei due paesi. Ciò ha fatto sorgere la questione se, dopo aver fatto registrare un miglioramento di durata piuttosto breve, l'aggiustamento si fosse arrestato del tutto o facesse semplicemente segnare una pausa. Questo punto sarà trattato in modo piú approfondito alle pagine 56-64.

La forte riduzione del disavanzo corrente degli *Stati Uniti*, sceso da \$ 154 miliardi nel 1987 a \$ 135,3 miliardi nello scorso anno, è stata determinata da un notevole miglioramento dell'interscambio mercantile. A prezzi costanti, il disavanzo commerciale aveva già iniziato a decrescere nella seconda metà del 1986, ma soltanto nel 1988 la sua riduzione di quasi \$ 34 miliardi ha messo in evidenza un sostanziale aggiustamento in termini nominali. Questo miglioramento è stato tuttavia in parte annullato in quanto le partite invisibili sono passate da un'eccedenza di \$ 6,3 miliardi nel 1987 a un disavanzo di \$ 8,8 miliardi nel 1988. Tale deterioramento è però dovuto essenzialmente agli aggiustamenti di cambio compresi nel reddito da investimenti diretti. Nel 1987, il deprezzamento del dollaro USA aveva dato luogo a variazioni di valutazione positive per \$ 15,6 miliardi sullo stock di investimenti diretti USA all'estero, gonfiando così i dati sul reddito da investimenti diretti. Per converso, nel 1988 il lieve apprezzamento del dollaro USA ha determinato una variazione di valutazione negativa per \$ 1,6 miliardi.

Il miglioramento della bilancia commerciale statunitense è dovuto soltanto nella misura di circa \$ 3,5 miliardi alla contrazione delle importazioni petrolifere. Dato il calo del 17% registrato dai prezzi all'importazione del petrolio, tale

... ma l'aggiustamento rallenta nella seconda metà del 1988

Considerevole riduzione del disavanzo commerciale USA

Misure alternative del saldo di parte corrente dei tre maggiori paesi industriali							
Saldo delle partite correnti	1986	1987	1988	1987*		1988*	
				1° sem.	2° sem.	1° sem.	2° sem.
Stati Uniti							
in miliardi di dollari USA	-138,8	-154,0	-135,3	-157,0	-151,0	-141,6	-129,0
in percentuale del PNL	- 3,3	- 3,4	- 2,8	- 3,5	- 3,3	- 3,0	- 2,6
Giappone							
in miliardi di dollari USA	85,8	87,0	79,6	92,4	81,6	79,6	79,6
in migliaia di miliardi di yen	14,2	12,5	10,2	13,6	11,4	10,1	10,2
in percentuale del PNL	4,4	3,6	2,8	4,0	3,2	2,8	2,8
Germania							
in miliardi di dollari USA	39,7	45,4	48,6	47,8	43,0	50,5	46,7
in miliardi di marchi	85,1	81,2	85,2	86,4	76,0	84,1	86,3
in percentuale del PNL	4,4	4,0	4,0	4,2	3,8	4,0	4,0

* Dati destagionalizzati in ragione annua.

Saldi commerciali non petroliferi nei tre maggiori paesi industriali ¹							
Saldi dell'interscambio non petrolifero	1986	1987	1988	1987 ²		1988 ²	
				1° sem.	2° sem.	1° sem.	2° sem.
	in miliardi di dollari USA						
Stati Uniti							
a dollari correnti	-110,1	-117,4	-87,2	-121,0	-113,6	-90,4	-84,0
a dollari costanti ³	- 95,5	- 83,4	-41,6	- 91,4	- 75,4	-43,4	-39,8
Giappone							
a dollari correnti	106,9	107,2	103,4	106,2	108,0	96,0	110,8
a dollari costanti ³	72,8	60,8	43,6	63,0	58,6	39,0	48,4
Germania							
a dollari correnti	68,0	82,7	87,5	77,6	87,8	84,6	90,2
a dollari costanti ³	49,7	44,3	47,4	41,8	46,6	45,6	49,2

¹ Sulla base dei dati di bilancia dei pagamenti per gli Stati Uniti, e dei dati doganali per Giappone e Germania. ² Dati destagionalizzati su base annua. ³ A valori unitari costanti dell'interscambio in base 1982.

contrazione risulta assai modesta, di riflesso ad una tendenza ascendente del consumo di petrolio negli USA e all'aumento degli acquisti di greggio di provenienza estera. Si stima infatti che la quota del fabbisogno coperta dalle importazioni, pari a un terzo del consumo di petrolio nel 1986, sia salita al 40% alla fine del 1988. La riduzione del disavanzo commerciale va quindi essenzialmente ascrivita alla bilancia commerciale non petrolifera, il cui disavanzo l'anno scorso è stato inferiore di oltre un quarto a quello del 1987, e risulta più che dimezzato se espresso in valori unitari costanti in base 1982 (si veda la tabella che precede). Questo miglioramento è avvenuto in massima parte nel primo semestre dell'anno, mentre si è notevolmente rallentato nel secondo.

Forte crescita
delle esportazioni
statunitensi
nella prima metà
del 1988...

... e loro
successivo
rallentamento

Per l'insieme del 1988, le esportazioni degli Stati Uniti in termini reali sono aumentate di ben il 24%, e il saggio di crescita delle esportazioni non agricole è raddoppiato, passando al 26%. La dinamica delle esportazioni è stata particolarmente sostenuta nel primo semestre dell'anno, durante il quale esse sono aumentate di circa il 30% rispetto allo stesso periodo del 1987, facendo segnare sostanziali incrementi reali in tutte le principali categorie merceologiche. In particolare, le esportazioni agricole hanno tratto impulso dal raggruppamento di forniture di cereali all'Unione Sovietica. La crescita delle esportazioni in volume è tuttavia sensibilmente rallentata nella seconda metà del 1988. Quantunque, con un valore del 18%, la crescita apparisse rimarchevole se raffrontata a quella dello stesso periodo dell'anno precedente, la sua riduzione al 3,5% rispetto al precedente trimestre dimostra la difficoltà nel reggere l'eccezionale ritmo di espansione. Mentre questo rallentamento è in parte ascrivibile al calo delle esportazioni agricole dovuto alla siccità, il più generale indebolimento della dinamica delle esportazioni è anche individuabile nel ristagno delle vendite di prodotti e materiali industriali.

Poiché le pressioni della domanda interna si sono ridotte di poco nel 1988, le importazioni hanno contribuito ben poco all'aggiustamento. In effetti, le importazioni non petrolifere hanno registrato un incremento in volume di quasi il 6,5%, lievemente superiore a quello del 1987; il principale fattore di questa

espansione è stato l'aumento di quasi il 25% nelle importazioni di beni strumentali. Le importazioni di altri prodotti hanno segnato in generale un modesto incremento o sono addirittura diminuite, in particolare nei primi mesi del 1988, ma a fine anno erano emersi segni di un rafforzamento della domanda d'importazioni. In effetti, le importazioni di veicoli automobilistici e di beni di consumo, che erano rimaste modeste agli inizi del 1988 – probabilmente in seguito ad un accumulo di scorte a fine 1987 – sono andate crescendo considerevolmente nel corso dell'anno.

Dopo un lieve incremento nel 1987, l'eccedenza corrente del Giappone è scesa nel 1988 a \$ 79,6 miliardi, pari al 2,8% del PNL. La maggior parte di questa riduzione è stata registrata nella bilancia dei servizi dove, nonostante un aumento di \$ 4,4 miliardi nei redditi netti da investimenti, il disavanzo è aumentato di \$ 5,6 miliardi. In particolare, nel 1988 gli esborsi netti per viaggi all'estero sono aumentati a un ritmo molto sostenuto; essi si sono infatti quasi raddoppiati salendo a \$ 15,8 miliardi. E' comunque progredito anche l'aggiustamento della bilancia commerciale, ove l'eccedenza non petrolifera si è contratta di \$ 3,8 miliardi. Questa riduzione è interamente dovuta all'andamento in termini reali, in quanto sono ulteriormente migliorate le ragioni di scambio.

Dal lato delle importazioni, l'aggiustamento è stato particolarmente sostenuto. Nonostante un calo di \$ 1,6 miliardi nelle importazioni petrolifere, dovuto essenzialmente al ribasso del petrolio, l'anno scorso le importazioni sono aumentate di quasi \$ 37 miliardi, ossia di oltre il 25%. A prezzi costanti, le importazioni non petrolifere si sono accresciute del 21% nel 1988, dopo aver segnato un aumento del 12% nel 1987. Le importazioni reali di manufatti sono aumentate al ritmo particolarmente impressionante del 30,5%, ma questo forte incremento va considerato tenendo conto dei bassissimi livelli di tali importazioni in Giappone. Di fatto, per molti aspetti i mercati giapponesi restano relativamente chiusi ai prodotti esteri. Il grado di penetrazione di queste importazioni in Giappone – ossia la quota delle importazioni di manufatti sulla domanda interna totale di tali beni – resta di gran lunga la più bassa di tutti i paesi industriali: tale rapporto, che nella media di questi paesi si situa attualmente intorno al 20%, a stento supera il 4% in Giappone. Per giunta, rispetto ai livelli registrati nel 1970, il rapporto è sensibilmente aumentato nella maggior parte dei paesi industriali, mentre in Giappone esso è rimasto pressoché invariato.

Dal lato delle esportazioni, è divenuto evidente che gli operatori giapponesi stavano progressivamente superando lo svantaggio competitivo prodotto dall'apprezzamento dello yen. Dopo avere praticamente ristagnato nel 1987, la crescita delle esportazioni in termini reali si è portata al 5% nel 1988. L'espansione è avvenuta per la maggior parte nella seconda metà dell'anno, quando le esportazioni reali sono aumentate di oltre il 10% rispetto al semestre precedente. L'accelerazione nella crescita delle esportazioni nel 1988 non è tuttavia riconducibile soltanto all'adeguamento delle imprese esportatrici al mutato contesto esterno, ma anche alla politica di espansione delle basi produttive all'estero, in particolare nel Sud-Est asiatico e negli Stati Uniti. In effetti, le esportazioni di macchinari e componenti per attrezzare le basi di produzione all'estero hanno rappresentato una delle componenti del commercio estero in più rapida crescita.

Leggera correzione dell'eccedenza in Giappone

Ulteriore, sostenuta crescita delle importazioni...

... e ripresa della crescita delle esportazioni reali

Spesso si è citata la dimensione crescente degli investimenti diretti giapponesi all'estero come uno dei fattori in grado di accelerare il processo di aggiustamento esterno. Questa tesi si basa sul principio secondo cui, spostando la capacità produttiva dai paesi eccedentari verso l'estero, l'investimento diretto può creare i presupposti per un'inversione dei flussi commerciali e ridurre i precedenti squilibri bilaterali nell'interscambio. Tuttavia, a questo asserto si possono fare almeno due obiezioni. In primo luogo, come si è già osservato, nella fase iniziale l'investimento diretto all'estero si accompagna verosimilmente a maggiori esportazioni di beni strumentali e semilavorati dal paese investitore al paese destinatario, il che tende ad aumentare l'eccedenza commerciale del primo. In secondo luogo, nel più lungo periodo l'effetto dell'investimento sulle bilance commerciali dipende in gran parte dalla natura dell'investimento stesso. Mentre è possibile che l'investimento nell'industria manifatturiera finisca col variare e forse anche invertire i flussi dell'interscambio, l'impatto dell'investimento all'estero in immobili o in infrastrutture commerciali è probabilmente limitato se non addirittura negativo. In tale contesto è degno di nota il fatto che l'investimento diretto giapponese negli Stati Uniti rientra principalmente nelle ultime due categorie.

Mancanza
di correzione
in Germania...

Mancano invece indicazioni di un ulteriore aggiustamento esterno in Germania. Per l'insieme dell'anno, l'eccedenza corrente tedesca è ammontata a \$48,6 miliardi, ossia oltre \$3 miliardi in più rispetto al 1987. Per giunta, la crescita dello squilibrio esterno sarebbe stata ancor più accentuata se l'aumento della spesa per viaggi all'estero, il calo del reddito netto da investimenti diretti all'estero e l'incremento dei trasferimenti non avessero ampliato il disavanzo delle partite invisibili.

Nel 1988 l'avanzo commerciale tedesco è aumentato di \$8,9 miliardi, portandosi a \$77,2 miliardi, in gran parte per effetto di un incremento di quasi \$5 miliardi nell'eccedenza commerciale non petrolifera. Anche se questo aumento è stato sensibilmente inferiore a quello registrato nel 1987 (+ \$13,7 miliardi), gli andamenti di fondo sembrano essere stati molto meno coerenti con l'aggiustamento esterno. In effetti, nel 1987 l'espansione dell'eccedenza commerciale non petrolifera fu interamente dovuta al miglioramento delle ragioni di scambio, che sopravanzarono gli effetti dei movimenti in termini reali. Nel 1988, invece, le ragioni di scambio non petrolifere della Germania si sono leggermente deteriorate, ma le quantità esportate nette si sono accresciute abbastanza da impedire che l'evoluzione dei prezzi riducesse l'eccedenza commerciale.

... data la
maggiore crescita
delle esportazioni

L'incremento dell'avanzo commerciale a prezzi costanti è interamente imputabile alle esportazioni, la cui crescita in termini reali si è fortemente accelerata nel 1988. Dopo un incremento del 2,9% nel 1987, le esportazioni reali si sono espanse di oltre il 7% nel 1988, facendo segnare i più alti tassi di crescita nel secondo semestre. L'andamento sostenuto delle esportazioni mostra che i produttori tedeschi stavano gradualmente recuperando le forti perdite di competitività subite nei due anni precedenti. Inoltre, dato che l'accelerazione della crescita economica a livello mondiale è stata alimentata dagli investimenti, specialmente nei vicini paesi europei, la Germania, con la sua tradizionale posizione di forza nel settore dei beni di capitale, ha potuto beneficiare di quest'evoluzione. Sono stati in effetti registrati tassi di crescita reale particolarmente elevati per le esportazioni dei prodotti a base di acciaio e dei macchinari.

Dal lato delle importazioni, per contro, vi sono state talune indicazioni che l'aggiustamento esterno non si era arrestato. La crescita in termini reali delle importazioni non petrolifere, pari al 7% per l'anno nel suo complesso e al 10% nell'ultimo trimestre del 1988, è rimasta sostenuta come nell'anno precedente, per effetto della favorevole posizione competitiva dei produttori esteri, della forte crescita della domanda interna e dei limiti di capacità produttiva incontrati da vari produttori tedeschi.

Gli squilibri internazionali e il processo di aggiustamento nei tre maggiori paesi industriali

Nella Relazione dello scorso anno sono state evidenziate tre cause del ritmo relativamente lento di aggiustamento degli squilibri esterni nei tre maggiori paesi industriali sino alla fine del 1987: in primo luogo, i ritardi con cui i flussi commerciali hanno reagito alle variazioni di cambio e, in particolare, l'incremento inaspettatamente modesto nei prezzi delle importazioni USA; in secondo luogo, i fattori strutturali connessi essenzialmente a differenze nella composizione merceologica e nella distribuzione geografica dell'interscambio; infine, le insufficienti variazioni nella struttura dell'assorbimento interno delle tre economie. Questi fattori hanno continuato ad essere presenti nel 1988, benché sia in certa misura cambiata la loro incidenza relativa.

Una determinante fondamentale della reazione delle quantità importate alle variazioni di cambio è l'andamento dei prezzi all'importazione. Come mostra il grafico a pagina 57, nel periodo 1985-87 i prezzi delle importazioni statunitensi sono aumentati molto lentamente rispetto ai costi di produzione dei fornitori esteri, causando così un calo pronunciato dei margini di profitto dei fornitori stessi e un lento aggiustamento delle importazioni in volume. Nel contempo, in Giappone e in Germania i margini di profitto dei fornitori esteri si sono accresciuti in misura solo modesta, e i prezzi all'importazione, in diminuzione o stabili, hanno contribuito ad aumentare la crescita delle importazioni in quantità ed a correggere gli squilibri reali. Lo scorso anno, l'incremento nei prezzi delle importazioni USA ha registrato nella prima parte dell'anno una certa accelerazione, seguita peraltro da un rallentamento. Nel quarto trimestre i prezzi all'importazione erano saliti soltanto del 20% rispetto al 1985 (anno in cui il dollaro USA aveva toccato l'apice), a fronte di un incremento stimato di oltre il 45% nei costi di produzione dei fornitori. L'andamento recente dei prezzi all'importazione in Giappone potrebbe aver contribuito al rallentamento della crescita in termini di volume nel corso del 1988 (vedasi oltre) con il rafforzarsi dei margini di profitto, mentre i prezzi delle importazioni tedesche hanno cominciato a salire dal secondo trimestre, per poi stabilizzarsi verso la fine dell'anno in concomitanza con costi decrescenti. Dal lato delle esportazioni (grafico a pagina 58), l'anno scorso gli esportatori in tutti e tre i paesi sono stati in grado di incrementare sia i margini di profitto sia i volumi. In Giappone, ciò costituisce un notevole cambiamento rispetto agli anni precedenti in cui gli esportatori avevano dovuto ridurre i propri margini. Questi movimenti dei prezzi relativi del commercio internazionale hanno determinato un miglioramento delle ragioni di scambio negli Stati Uniti, che ha contribuito a ridurre il disavanzo commerciale nominale, a smorzare l'effetto di curva a J ed a limitare la quantità di inflazione importata.

I fattori alla base dell'aggiustamento esterno ...

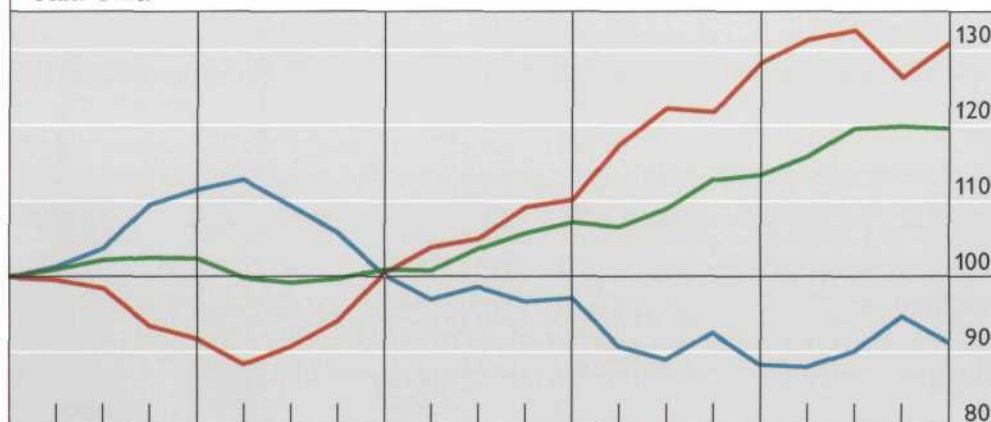
...fra cui le variazioni dei prezzi nell'interscambio mercantile ...

Costi di produzione e margini di profitto dei fornitori esteri sui mercati di Stati Uniti, Giappone e Germania; 1984-88 (stime)

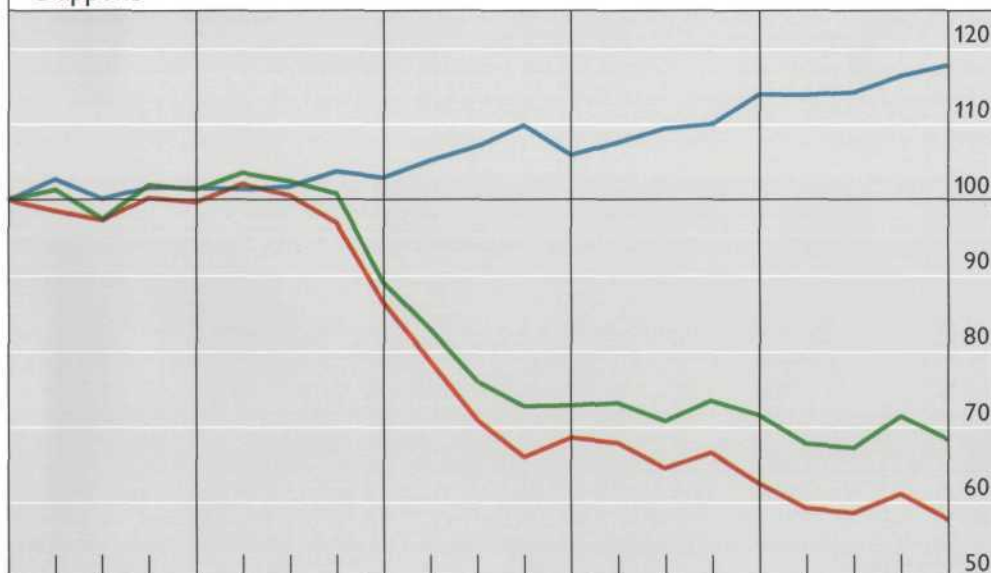
Nella moneta del paese importatore; quarto trimestre 1983 = 100

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

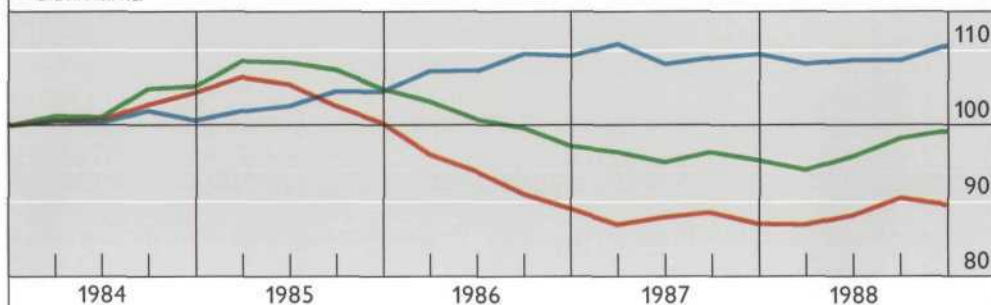
Stati Uniti



Giappone



Germania



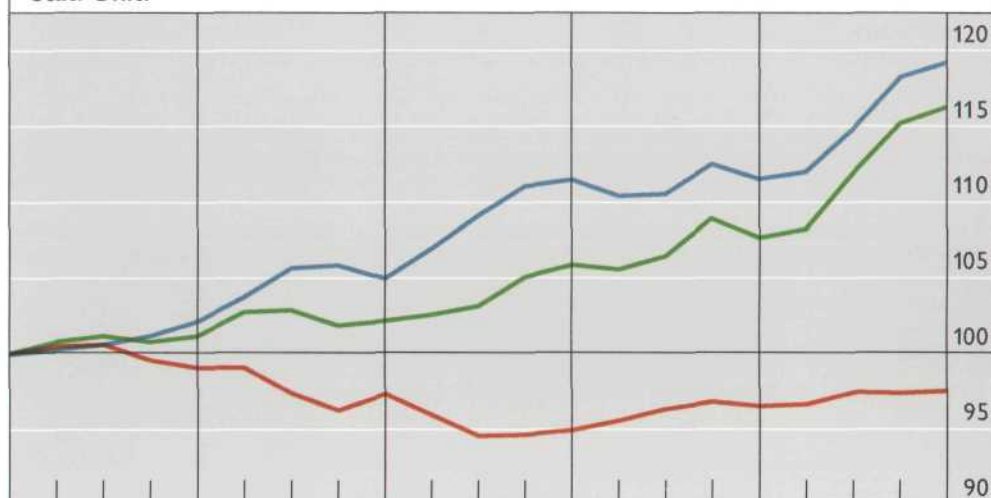
¹ Stimati sulla base della media, ponderata con le rispettive quote sulle importazioni, dei costi unitari del lavoro (65%) e dei prezzi all'ingrosso delle materie prime (35%) negli altri maggiori paesi industriali. ² Per Stati Uniti, tutti i beni escluso il petrolio; per Giappone e Germania, prodotti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

Costi di produzione e margini di profitto degli esportatori di Stati Uniti, Giappone e Germania; 1984-88 (stime)

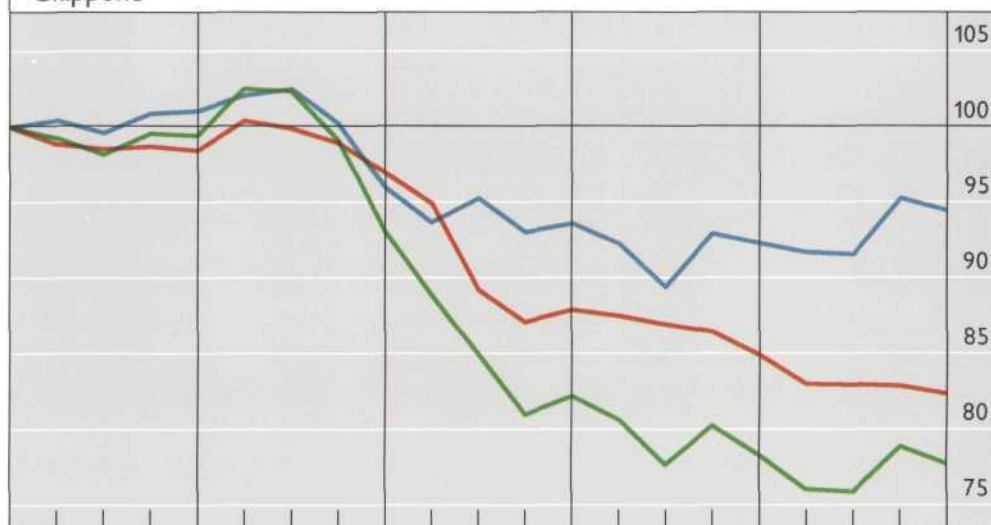
In moneta nazionale; quarto trimestre 1983 = 100

- costi di produzione degli esportatori¹
- valori unitari delle esportazioni²
- margine di profitto³

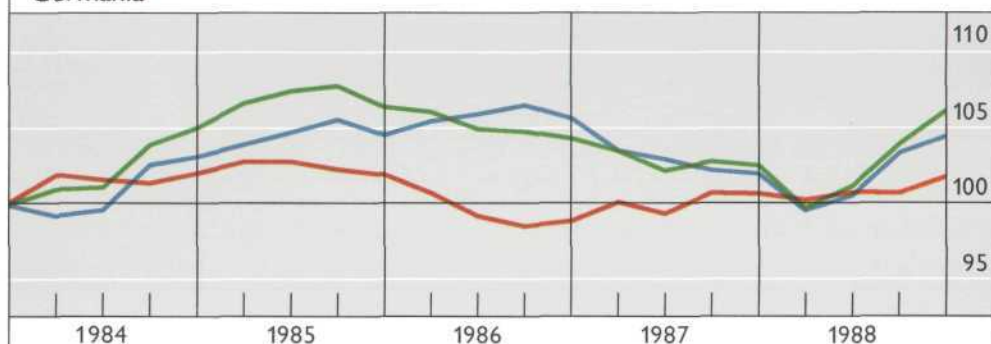
Stati Uniti



Giappone



Germania



¹ Stimati sulla base della media dei costi unitari del lavoro (65%) e dei prezzi all'ingrosso delle materie prime (35%). ² Per Stati Uniti, prodotti non agricoli; per Giappone e Germania, prodotti manifatturi. ³ Rapporto fra i valori unitari delle esportazioni e i costi di produzione.

... la composizione merceologica e la ripartizione geografica dell'interscambio...

D'altro canto, in Giappone e in Germania i movimenti dei prezzi relativi hanno parzialmente compensato l'effetto delle variazioni dei saldi commerciali reali.

L'effetto delle differenze nella composizione merceologica e nella distribuzione regionale dell'interscambio è particolarmente evidente nel modo in cui sono variati i saldi commerciali bilaterali, come si può osservare nella tabella seguente, costruita sulla base dei dati doganali fob/cif. Quasi un terzo del miglioramento complessivo della bilancia commerciale USA, pari a \$ 32,5 miliardi, è rappresentato dall'interscambio con i paesi europei (esclusa la Germania) e quasi \$ 6 miliardi da una riduzione del disavanzo nei confronti delle NIEs. Il disavanzo nei confronti degli altri due maggiori paesi industriali si è invece ridotto di oltre \$ 8 miliardi.

Saldi commerciali bilaterali di determinati paesi ¹								
Saldo nei confronti di	Stati Uniti	Giappone	Germania	Regno Unito	Altri paesi europei ²	NIEs ³	Altri ⁴	Totale
Paesi	variazioni fra 1987 e 1988, in miliardi di dollari USA							
Stati Uniti	—	4,3	4,0	3,7	6,6	5,8	8,0	32,4
Giappone	-4,3	—	0,7	1,6	0,9	4,1	-5,2	- 2,2
Germania	-4,0	-0,7	—	3,5	9,7	-0,1	-2,1	6,3
Regno Unito	-3,7	-1,6	-3,5	—	-9,7	-1,2	-1,5	-21,2

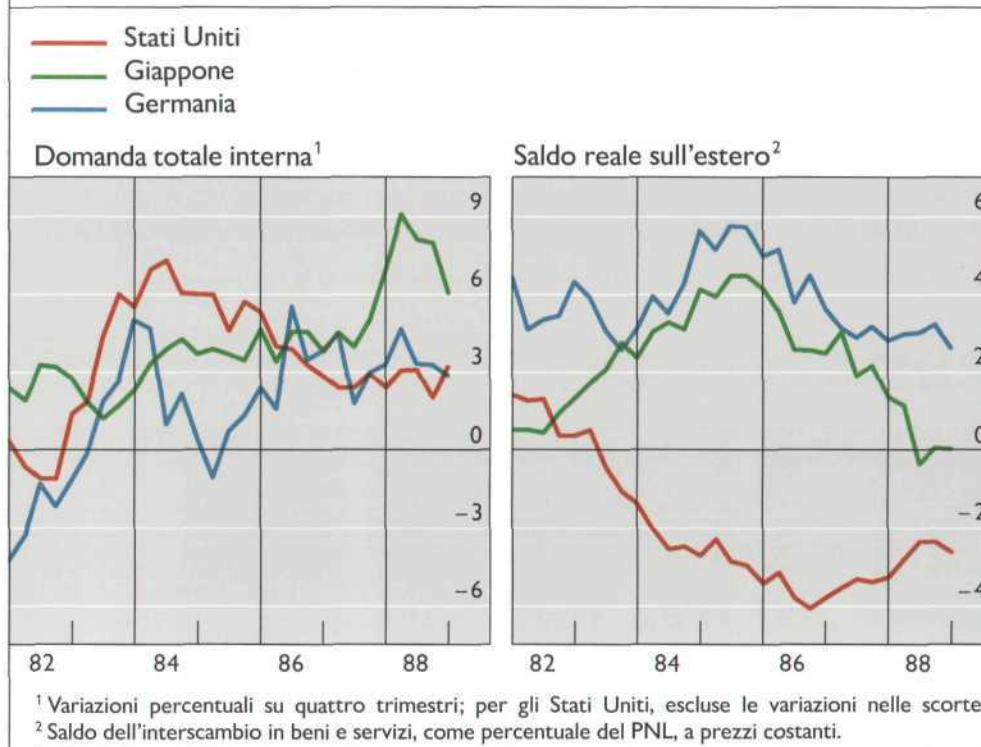
¹ Valori stimati, sulla base di dati doganali fob/cif (escluse forniture militari) e corretti per eliminare le discrepanze nei saldi reciproci. ² Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna, Svezia e Svizzera. ³ Hong Kong, Singapore, Corea del Sud e Taiwan. ⁴ Compresa le poste residue.

Tuttavia, sia in Giappone che in Germania la riduzione dell'eccedenza commerciale nei confronti degli Stati Uniti è stata del tutto o in parte compensata dalle variazioni nei confronti di altri paesi. Il Giappone ha beneficiato della forte crescita della domanda nella maggior parte dei paesi asiatici e ciò, unitamente al miglioramento delle posizioni verso i paesi europei, ha limitato il calo dell'eccedenza commerciale complessiva a circa \$ 2 miliardi. L'andamento in Germania è ancor più degno di rilievo, in quanto l'avanzo commerciale è aumentato di \$ 6,3 miliardi, con un incremento di oltre \$ 13 miliardi dell'eccedenza rispetto agli altri paesi europei. Come si è già osservato, questa variazione, avvenuta nonostante un leggero apprezzamento reale del marco (in termini di costi unitari del lavoro) all'interno dello SME, è per lo più derivato dalla forte domanda di beni d'investimento in tutta l'Europa. Complessivamente, solo il 40% circa della riduzione del disavanzo commerciale statunitense nel 1988 è stato assorbito da paesi che nel 1987 avevano registrato un'ampia eccedenza, mentre un terzo circa ha avuto contropartita nei paesi deficitari (per la maggior parte in Europa).

... e i differenziali di crescita fra domanda e prodotto

Nell'insieme del 1988, le variazioni della domanda interna in termini reali in relazione al prodotto hanno contribuito a ridurre gli squilibri esterni dei tre maggiori paesi industriali. La crescita del prodotto negli Stati Uniti ha sopravanzato quella della domanda interna di 0,9 punti percentuali, rispetto ai 0,4 punti del 1987, e in Giappone il differenziale di crescita fra domanda e prodotto si è ampliato da 0,7 a 2 punti (tabella a pagina 13 del Capitolo II e grafico a pagina 60). Tuttavia, in Germania, lo scarto incrementale fra domanda e prodotto, che nel

Crescita della domanda totale interna e saldo economico sull'estero in termini reali



1986 e nel 1987 era salito a 1,3 punti percentuali, nel 1988 si è ridotto a soli 0,1 punti. Queste variazioni sono evidenti anche nel volume dell'interscambio mercantile, come si rileva dalla tabella a pagina 61. Negli Stati Uniti il differenziale di crescita fra le esportazioni e le importazioni in termini reali si è nettamente ampliato fra il 1987 e il 1988, mentre si osserva un movimento di analoga entità ma di senso opposto in Giappone. Tuttavia, come risulta dalla parte inferiore della tabella e come indicato in precedenza, gli andamenti favorevoli negli Stati Uniti e in Giappone si sono modificati nel corso dell'anno, facendo ritenere che il processo di aggiustamento era divenuto più incerto. Infatti, il divario fra la crescita delle esportazioni e quella delle importazioni negli Stati Uniti è andato progressivamente restringendosi, da più di 21 a 12 punti percentuali nel corso del 1988, mentre in Giappone esso si è ridotto a -5,5 punti. In Germania, dove la crescita reale delle importazioni aveva ampiamente superato quella delle esportazioni nel 1986, si è prodotta un'inversione di tendenza già nel secondo trimestre, ma alla fine del 1988 le importazioni stavano nuovamente espandendosi più rapidamente delle esportazioni.

Le possibilità di ulteriori riduzioni negli squilibri internazionali dei tre maggiori paesi industriali

I recenti sviluppi sollevano alcuni interrogativi circa la possibilità di ridurre ulteriormente gli squilibri esterni, in particolare negli Stati Uniti, ai tassi di cambio correnti. Le simulazioni effettuate su macro-modelli degli scambi internazionali, nell'ipotesi di invarianza dei tassi di cambio e della crescita del prodotto in termini reali nei maggiori paesi, indicano in generale un'ulteriore modesta

Le ulteriori riduzioni dello squilibrio USA potrebbero essere modeste...

riduzione del disavanzo corrente statunitense nel 1989, seguita da una sua progressiva espansione, la cui velocità e dimensione variano a seconda dello specifico modello utilizzato. Questi risultati vengono generalmente attribuiti a tre fattori. Anzitutto, con un ritmo di crescita del reddito reale identico in tutti i paesi, la bilancia commerciale americana si deteriorerebbe a causa dell'entità dello squilibrio esistente, anche se le elasticità delle importazioni in rapporto al reddito fossero uguali in tutti i paesi. Questo deterioramento risulta ancora più accentuato se si assume che l'elasticità negli Stati Uniti sia superiore a quella degli altri paesi, come paiono indicare i dati. In secondo luogo, per effetto del sempre più ampio indebitamento verso l'estero, i crescenti esborsi di interessi agli investitori stranieri aumentano il disavanzo USA di parte corrente. In terzo luogo, generalmente si ritiene che sia estremamente difficile guadagnare ulteriori quote di mercato una volta esauriti tutti gli effetti ritardati indotti da una variazione del cambio reale.

... se non sorrette da una posizione competitiva in termini di costi ...

Tuttavia, nel caso in cui il vantaggio concorrenziale sia sufficientemente grande, è possibile che le quote di mercato continuino ad ampliarsi. Le analisi tradizionali dell'impatto di una variazione del tasso di cambio sul commercio con l'estero tendono a focalizzarsi sugli effetti di domanda, trascurando le variazioni a più lungo termine dal lato dell'offerta, che potrebbero essere di entità e di durata maggiore. Ad esempio, negli anni cinquanta e sessanta il Giappone ha guadagnato quote sul mercato delle esportazioni in virtù di costi di produzione bassi sebbene non decrescenti, e lo stesso può dirsi, più recentemente, delle quattro NIEs, che nel 1988 hanno continuato a conquistare quote di mercato nonostante l'apprezzamento dei propri cambi reali. Un requisito importante affinché si verifichi questo andamento, tuttavia, è che una posizione favorevole in termini di costi sia sorretta da un'espansione della capacità produttiva abbastanza ampia da impedire la formazione di strozzature nei settori esposti alla concorrenza estera. E' probabile che il margine per ulteriori acquisizioni di quote di mercato si ampli se il tasso di crescita della produttività è superiore a quello dei principali partners commerciali. L'esperienza passata mostra che i paesi ad alto

... e da una forte crescita della capacità produttiva

Evoluzione dei volumi dell'interscambio negli Stati Uniti, in Giappone e in Germania

Anno e trimestre	Stati Uniti		Giappone		Germania	
	espor- tazioni	impor- tazioni	espor- tazioni	impor- tazioni	espor- tazioni	impor- tazioni
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente dell'anno precedente					
1985	3,2	4,5	4,6	0,4	5,9	4,2
1986	7,1	13,2	-0,6	9,5	1,9	6,1
1987	13,2	5,5	0,3	9,3	2,9	5,4
1988	23,8	7,0	5,1	16,7	7,4	6,7
1988 1° trimestre	32,1	10,9	2,6	21,4	2,5	4,8
2° trimestre	29,2	8,8	2,5	19,6	8,3	3,7
3° trimestre	19,4	4,3	6,5	15,3	8,8	6,9
4° trimestre	16,4	4,4	5,9	11,3	8,8	10,2

Nota: dati trimestrali destagionalizzati per Stati Uniti e Germania.

saggio di formazione di capitale beneficiano delle innovazioni tecniche e di cambiamenti favorevoli dal lato dell'offerta.

In siffatto contesto, le possibilità di accrescere ulteriormente le quote del mercato d'esportazione USA e di ridurre il grado di penetrazione delle importazioni negli Stati Uniti dipendono da due fattori: in primo luogo, che le variazioni dei cambi e l'evoluzione dei costi unitari del lavoro abbiano creato una posizione in termini di costi favorevole alle industrie statunitensi; in secondo luogo, che gli investimenti negli USA siano cresciuti abbastanza rapidamente da impedire strozzature. Quanto alla prima condizione, la sezione superiore del grafico a pagina 63 mostra che il tasso di cambio effettivo reale del dollaro ha toccato il punto minimo agli inizi del 1988, dopo aver raggiunto l'apice nella prima parte del 1985. Inoltre, come si può osservare nella sezione centrale del grafico (che riporta i livelli dei costi unitari del lavoro per gli Stati Uniti e i loro principali *partners* commerciali), con la flessione del tasso di cambio effettivo reale è emersa una posizione favorevole in termini di costi relativi per l'industria manifatturiera statunitense. Queste stime indicative mostrano che, in termini di competitività, le industrie statunitensi sarebbero in grado di guadagnare ulteriori quote di mercato. Non è tuttavia certo che il vantaggio in termini di costi possa essere pienamente sfruttato. Come mostra la sezione inferiore del grafico, la crescita degli investimenti negli Stati Uniti ha superato quella dei principali *partners* commerciali del paese fino al 1985, ma questa tendenza ha subito una netta inversione negli ultimi tre anni. Inoltre, l'anno scorso l'utilizzazione della capacità produttiva stava avvicinandosi ai valori massimi in molti paesi, inclusi gli Stati Uniti (vedi pagina 32).

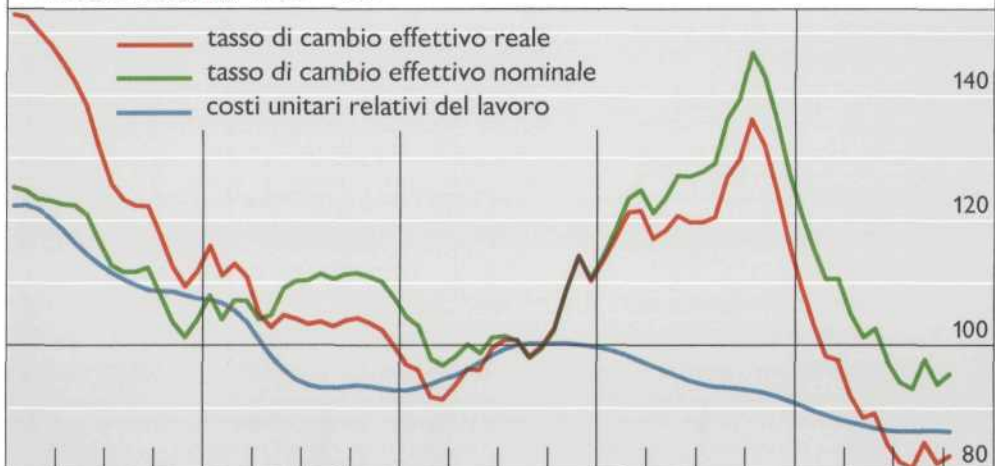
Sussiste quindi il rischio che, nonostante la favorevole posizione di costo delle industrie USA, la crescita relativamente lenta degli investimenti e l'emergere di strozzature dal lato della produzione rendano difficile un'ulteriore riduzione del disavanzo commerciale. Tale rischio va anche considerato alla luce della recente dinamica del risparmio e degli investimenti e delle necessità di una correzione strutturale dei saldi finanziari. Questi punti, già discussi nel Capitolo II, sono illustrati nella tabella di pagina 64. Essa mostra che le variazioni dei disavanzi di bilancio nel periodo 1979-1985 si sono sempre accompagnate a variazioni dello stesso segno del saldo sull'estero, benché i movimenti del risparmio netto del settore privato abbiano in parte compensato le variazioni dei saldi di bilancio. Negli ultimi anni il quadro della situazione è tuttavia meno omogeneo. Fra il 1985 e il 1988, al calo del disavanzo federale USA ha fatto riscontro un miglioramento solo lieve del saldo delle partite correnti, in quanto il calo del risparmio netto del settore privato ha annullato quasi il 90% del miglioramento dei conti pubblici. Anche in Giappone il risparmio privato netto si è ridotto, ma ciò ha contribuito a neutralizzare parte del consolidamento del bilancio pubblico e a ridurre l'eccedenza sull'estero, mentre in Germania l'incremento del disavanzo fiscale è stato più che compensato dall'aumento del risparmio netto del settore privato.

Da quanto sopra esposto si possono trarre due conclusioni d'ordine generale. In primo luogo, è importante che l'ulteriore riduzione del disavanzo pubblico USA si accompagni ad un maggior risparmio delle famiglie e delle imprese e ad una più forte crescita dell'investimento. In secondo luogo, le risorse

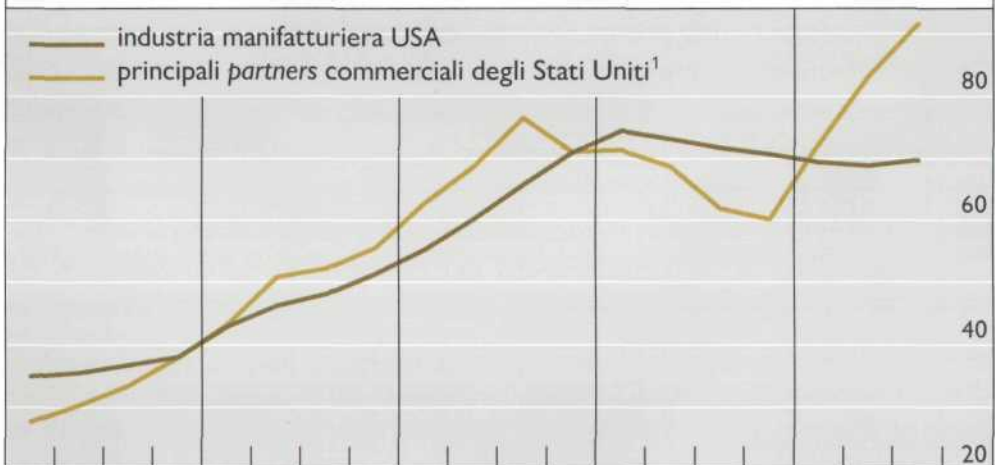
L'aggiustamento
dei saldi finanziari
interni ...

Evoluzione dei tassi di cambio effettivi, della posizione dei costi relativi e degli investimenti fissi delle imprese negli Stati Uniti

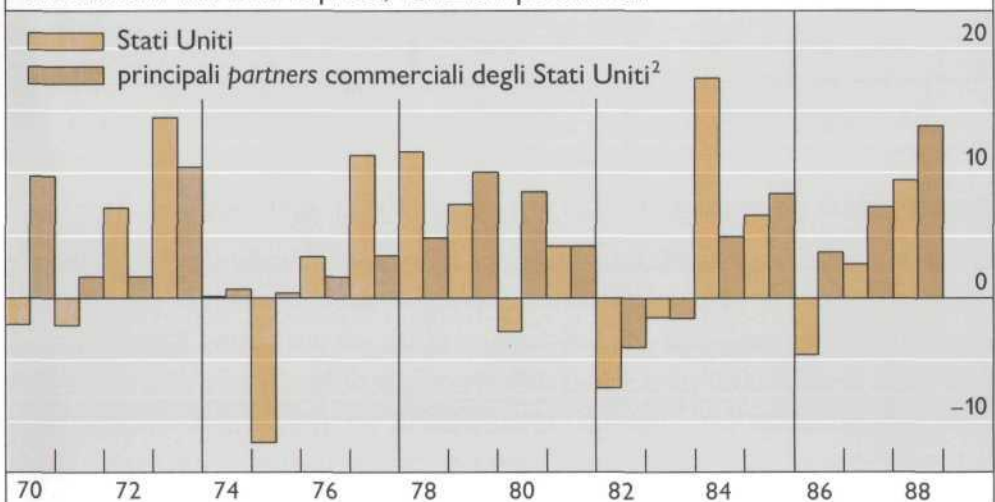
Tassi di cambio effettivi e costi unitari relativi del lavoro
Medie trimestrali; 1980 = 100



Costi unitari del lavoro in dollari USA



Investimenti fissi delle imprese, variazioni percentuali



¹ Calcolati come valore medio ponderato in base all'interscambio delle remunerazioni per lavoratore dipendente, convertito a tassi di cambio correnti, deflazionato per il prodotto per dipendente a prezzi 1980, convertito in base alle parità del potere d'acquisto del 1980 per l'industria manifatturiera.

² Medie ponderate in base all'interscambio.

Fonte: Hooper P. e Larin K.: International Comparisons of Labor Costs in Manufacturing, International Finance Discussion Paper, No. 330, Federal Reserve Board, agosto 1988.

Saldi delle partite correnti e saldi finanziari dei settori interni*					
Paesi	1979	1982	1985	1987	1988
	in percentuale del PNL				
Stati Uniti					
Saldo delle partite correnti	0,0	-0,3	-2,9	-3,4	-2,8
Saldo di bilancio	0,5	-3,5	-3,3	-2,3	-1,8
Risparmio privato netto	-0,5	3,2	0,4	-1,1	-1,0
Giappone					
Saldo delle partite correnti	-0,9	0,6	3,7	3,6	2,8
Saldo di bilancio	-4,7	-3,6	-0,8	0,6	1,3
Risparmio privato netto	3,8	4,2	4,5	3,0	1,5
Germania					
Saldo delle partite correnti	-0,7	0,8	2,6	4,0	4,0
Saldo di bilancio	-2,6	-3,3	-1,1	-1,8	-2,0
Risparmio privato netto	1,9	4,1	3,7	5,8	6,0

* Il saldo di bilancio si riferisce alle amministrazioni pubbliche, mentre il risparmio netto del settore privato equivale al risparmio lordo (di imprese e famiglie) meno l'investimento lordo, più le poste residuali.

finanziarie liberate dal previsto consolidamento della finanza pubblica in Germania dovranno essere assorbite da una più forte crescita dell'investimento privato se non si vuole che l'eccedenza sull'estero aumenti ulteriormente. Il Giappone, dal canto suo, ha già intrapreso importanti iniziative per ridurre gli squilibri esterni ed interni, e l'ulteriore progresso potrebbe dipendere soprattutto dal perdurare del calo nel risparmio netto del settore privato.

L'importanza di un rafforzamento del risparmio e dell'investimento del settore privato statunitense può essere altresì individuata alla luce dei progressi compiuti lo scorso anno. Contrariamente a quanto da molti previsto, gli Stati Uniti sono riusciti a ridurre il proprio disavanzo di parte corrente senza comprimere né il commercio mondiale né la domanda interna, e a questo risultato ha contribuito la maggiore crescita della domanda al di fuori degli Stati Uniti. Tuttavia, una condizione fondamentale per il proseguimento di questo processo è che le industrie americane siano in grado di contribuire all'ulteriore crescita del commercio mondiale senza incontrare limiti di capacità produttiva, e questo potrebbe rivelarsi difficile se non si riduce la crescita della domanda interna.

Andamento delle partite correnti negli altri paesi industriali

Negli altri paesi industriali, l'aspetto più rilevante degli andamenti delle bilance dei pagamenti nel 1988 è costituito dal forte deterioramento della bilancia corrente britannica, che ha concorso quasi interamente all'aumento di \$ 20 miliardi nel disavanzo commerciale aggregato di questi paesi, e per l'80% al deterioramento del loro saldo aggregato di parte corrente. A grandi linee, i paesi industriali (escludendo Stati Uniti, Giappone e Germania) possono essere suddivisi in tre gruppi: il primo, comprendente i paesi il cui saldo di parte corrente si è deteriorato piuttosto nettamente in presenza di una rapida crescita della domanda interna e di un aumento reale molto più sostenuto delle importazioni rispetto alle esportazioni; il secondo, costituito dai paesi con una posizione esterna per lo più invariata, che nella maggior parte dei casi riflette un

... potrebbe favorire ulteriori progressi nella correzione degli squilibri internazionali

Saldi delle bilance dei pagamenti correnti

Paesi e aree	Saldo commerciale			Saldo delle partite invisibili			Saldo delle partite correnti		
	1986	1987	1988	1986	1987	1988	1986	1987	1988
	in miliardi di dollari USA								
Paesi industriali	- 8	- 29	- 7	- 8	-16	- 51	- 16	- 45	- 58
Maggiori paesi industriali	- 0,7	- 13,5	7,5	-13,9	-26,8	- 59,5	- 14,6	- 40,3	- 52,0
Canada	7,1	8,3	7,8	-14,6	-16,3	- 16,9	- 7,5	- 8,0	- 9,1
Francia	- 2,4	- 9,2	- 8,7	5,5	5,1	4,5	3,1	- 4,1	- 4,2
Germania	54,6	68,3	77,2	-14,9	-22,9	- 28,6	39,7	45,4	48,6
Giappone	92,8	96,4	95,0	- 7,0	- 9,4	- 15,4	85,8	87,0	79,6
Italia	4,5	- 0,1	- 0,8	- 1,6	- 1,5	- 4,7	2,9	- 1,6	- 5,5
Regno Unito	- 12,8	- 16,9	- 36,5	13,0	11,9	10,4	0,2	- 5,0	- 26,1
Stati Uniti	-144,5	-160,3	-126,5	5,7	6,3	- 8,8	-138,8	-154,0	-135,3
Altri paesi industriali	- 6,8	- 15,0	- 14,8	5,7	10,0	8,4	- 1,1	- 5,0	- 6,4
Australia	- 2,1	- 0,5	- 1,1	- 7,7	- 8,3	- 9,9	- 9,8	- 8,8	- 11,0
Austria	- 4,6	- 5,1	- 4,3	4,7	4,7	4,0	0,1	- 0,4	- 0,3
Danimarca	- 1,1	0,8	2,1	- 3,3	- 3,8	- 3,9	- 4,4	- 3,0	- 1,8
Finlandia	1,5	1,2	1,0	- 2,2	- 3,1	- 4,0	- 0,7	- 1,9	- 3,0
Grecia	- 4,4	- 5,5	- 5,9	2,7	4,3	4,9	- 1,7	- 1,2	- 1,0
Irlanda	1,1	2,6	3,1	- 1,8	- 2,2	- 2,1	- 0,7	0,4	1,0
Islanda	0,1	- 0,1	0,0	- 0,1	- 0,1	- 0,2	0,0	- 0,2	- 0,2
Jugoslavia	- 0,7	- 0,1	0,6	1,8	1,3	1,9	1,1	1,2	2,5
Norvegia	- 2,1	- 0,9	- 1,0	- 2,4	- 3,2	- 2,7	- 4,5	- 4,1	- 3,7
Nuova Zelanda	0,2	0,5	1,5	- 1,7	- 2,3	- 2,3	- 1,5	- 1,8	- 0,8
Paesi Bassi	7,2	5,3	8,0	- 2,9	- 2,3	- 2,8	4,3	3,0	5,2
Portogallo	- 1,6	- 3,6	- 4,9	2,7	4,0	4,5	1,1	0,4	- 0,4
Spagna	- 6,5	- 13,0	- 17,6	10,3	13,3	14,6	3,8	0,3	- 3,0
Sudafrica	7,2	7,2	5,2	- 4,0	- 4,2	- 3,9	3,2	3,0	1,3
Svezia	5,2	4,7	5,2	- 5,1	- 5,8	- 7,6	0,1	- 1,1	- 2,4
Svizzera	- 3,7	- 5,2	- 5,8	10,6	12,5	12,1	6,9	7,3	6,3
Turchia	- 3,1	- 3,2	- 1,8	1,6	2,2	3,3	- 1,5	- 1,0	1,5
UEBL ¹	0,6	- 0,1	0,9	2,5	3,0	2,5	3,1	2,9	3,4
Paesi dell'Europa orientale ²	10	16	14	0	0	0	10	16	14
Paesi in via di sviluppo	10	49	31	-53	-52	- 55	- 43	- 3	- 24
PVS esportatori di fonti di energia ³	20	47	32	-51	-51	- 52	- 31	- 4	- 20
PVS non esportatori di fonti di energia	- 10	2	- 1	- 2	- 1	- 3	- 12	1	- 4
Esportatori di manufatti ³	9	24	21	- 2	- 1	- 1	7	23	20
Esportatori di materie prime ³	2	- 2	0	-15	-15	- 17	- 13	- 17	- 17
Altri PVS non esportatori di fonti di energia	- 21	- 20	- 22	15	15	15	- 6	- 5	- 7
Totale ⁴	12	36	38	-61	-68	-106	- 49	- 32	- 68

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 1984-86 sono ammontate a 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.

miglioramento delle bilance commerciali compensato da un saldo meno favorevole delle partite invisibili; il terzo, comprendente i paesi che hanno registrato un sensibile miglioramento della propria posizione esterna di parte corrente, benché non sempre per motivi analoghi.

Nel *Regno Unito*, il disavanzo di parte corrente si è accresciuto fortemente, passando da \$ 5 miliardi nel 1987 a \$ 26 miliardi nel 1988. La diminuzione dei redditi netti delle partite invisibili e il calo degli introiti petroliferi hanno concorso per circa \$ 5,5 miliardi al deterioramento globale di parte corrente. Tuttavia, la causa principale di questo andamento è stata la forte crescita della domanda interna, che, pari al 6,5%, è stata superiore di 2 punti percentuali alla media per tutti i paesi industriali; dato che i produttori interni si avvicinavano ai limiti di capacità produttiva, ciò ha determinato un incremento del 13% nelle importazioni in termini reali. Parallelamente all'erosione della posizione competitiva del Regno Unito, dovuta alla maggior crescita relativa dei costi del lavoro e all'apprezzamento della moneta, l'aumento della domanda interna ha anche contribuito a ridurre ad appena il 5% la crescita in termini reali delle esportazioni di prodotti manufatti, dato il sempre maggiore assorbimento interno dei prodotti britannici. Nel corso del 1988 si sono presi provvedimenti – soprattutto sotto forma di aumenti dei tassi di interesse – per smorzare la crescita della domanda, ma alla fine dell'anno, quando il disavanzo corrente esterno era ormai salito a più del 4% del PNL, non si era ancora manifestato il loro effetto sulla crescita delle importazioni.

Benché il deterioramento prodottosi nel 1988 sia stato di gran lunga il maggiore, l'ampliamento del disavanzo commerciale non petrolifero del Regno Unito non è un fenomeno recente. Nel 1982, la bilancia commerciale non petrolifera registrava già un disavanzo di \$ 4,2 miliardi, salito progressivamente fino ai \$ 23,7 miliardi del 1987, con un incremento medio annuo di \$ 4 miliardi. Nel 1988 è stato tuttavia registrato un incremento di quattro volte superiore. Il peggioramento dello squilibrio rappresenta essenzialmente l'effetto delle maggiori pressioni esercitate, in quest'arco di tempo, dalla domanda interna sull'economia britannica, il che si è tradotto in un sensibile differenziale nella crescita della domanda rispetto agli altri paesi industriali. Ad esempio, nei confronti dei principali *partners* commerciali comunitari del Regno Unito questo differenziale di crescita, sull'arco di tutto il periodo, ha toccato quasi 2 punti percentuali all'anno. L'impatto delle spinte relative dal lato della domanda è stato comunque smorzato fra il 1982 e il 1987 da un costante miglioramento nella competitività dell'industria manifatturiera britannica.

Anche in vari altri paesi industriali si sono riscontrati segni di surriscaldamento e un peggioramento del saldo estero. La rapida crescita della spesa per investimenti è stata alla base di un incremento del 13,5% delle importazioni in volume del *Canada*, attribuibile in particolare ad acquisti di macchinari e di attrezzature. La sostenutezza delle esportazioni e il miglioramento delle ragioni di scambio hanno limitato il deterioramento della bilancia commerciale canadese a soli \$ 0,5 miliardi, ma, per effetto del crescente saldo negativo dei redditi da capitale, il disavanzo corrente è aumentato di \$ 1,1 miliardi. Le pressioni della domanda hanno stimolato la crescita delle importazioni anche in *Italia* ove, data la reattività piuttosto bassa delle esportazioni industriali alla domanda mondiale,

Forti pressioni della domanda causano un netto deterioramento del saldo corrente nel Regno Unito...

... nonché un certo suo peggioramento in diversi altri paesi industriali

la bilancia commerciale ha registrato un lieve disavanzo, pari a \$ 0,8 miliardi. Inoltre, dato che l'aumento della spesa all'estero per turismo dei residenti, in seguito ai provvedimenti di liberalizzazione, ha contribuito al forte deterioramento delle partite invisibili, il disavanzo corrente si è ampliato, passando a \$ 5,5 miliardi.

L'orientamento prevalentemente restrittivo delle politiche seguite in *Australia* non è riuscito a raffrenare la domanda interna, e le importazioni reali del paese sono aumentate di oltre il 17%, mentre le esportazioni reali hanno ristagnato. L'evoluzione positiva delle ragioni di scambio ha limitato il deterioramento della bilancia commerciale, ma in seguito all'indebolimento delle partite invisibili il disavanzo corrente è salito a \$ 11 miliardi. Sia la *Spagna* che il *Portogallo* hanno registrato un forte aumento dei disavanzi commerciali nel 1988. In entrambi i paesi, le importazioni sono cresciute fortemente in termini reali, in parte a causa dell'accresciuta attività di investimento finanziata in larga misura da afflussi di capitali. Le partite invisibili dei due paesi sono leggermente migliorate, tuttavia non abbastanza per impedire un peggioramento della posizione corrente, che in Spagna ha dato luogo a un disavanzo di \$ 3 miliardi. La bilancia commerciale della *Svezia* non si è deteriorata, ma ciò è interamente ascrivibile al miglioramento delle ragioni di scambio. La crescita della domanda interna ha di molto sopravanzato l'incremento del prodotto, e il peggioramento della posizione concorrenziale ha inciso negativamente sull'aumento delle esportazioni. Poiché le partite invisibili si sono nettamente deteriorate, il disavanzo corrente svedese si è ampliato di \$ 1,3 miliardi. Anche la *Finlandia* ha registrato un incremento del proprio disavanzo corrente per effetto del modesto aumento delle esportazioni e del crescente disavanzo della bilancia dei servizi. In *Sudafrica*, l'accelerazione della domanda interna ha sospinto la crescita delle importazioni a quasi il 25%. Benché l'espansione delle esportazioni sia ripresa, dopo il calo del 1987, l'eccedenza commerciale, e conseguentemente quella delle partite correnti, si è contratta di circa \$ 2 miliardi.

Altri paesi
riescono a
mantenere la
propria
posizione
esterna...

Fra i paesi che hanno in larga parte mantenuto la propria posizione esterna di parte corrente nel 1988 si annoverano la *Francia*, l'*Unione Economica del Belgio-Lussemburgo*, l'*Austria*, la *Grecia* e, in minor misura, la *Svizzera*. Tutti questi paesi, ad eccezione della *Grecia*, hanno beneficiato di ragioni di scambio abbastanza stabili e di una crescita delle esportazioni in termini reali relativamente sostenuta, grazie ad una posizione concorrenziale alquanto più forte. La dinamica della domanda interna è stata prossima alla media degli altri paesi industriali ma, per effetto di uno spostamento verso investimenti fissi ad alto contenuto di importazioni, la crescita in volume di queste ultime si è mossa ad un ritmo circa doppio rispetto alla crescita della domanda interna. Nell'*Unione Economica del Belgio-Lussemburgo* e in *Austria*, ove i prodotti intermedi e semimanufatti costituiscono una quota importante delle esportazioni, il tasso di crescita delle esportazioni di manufatti è stato particolarmente sostenuto. In *Francia*, d'altro canto, alcuni settori industriali non sembrano ancora essersi sufficientemente adeguati alle tendenze attuali della domanda internazionale. Ciononostante, grazie alla sensibile riduzione nel disavanzo petrolifero e al buon andamento del settore agricolo, il disavanzo commerciale si è leggermente contratto, mentre quello corrente si è stabilizzato. In *Grecia*, il lieve deterioramento della bilancia commerciale è stato interamente compensato da

un sensibile aumento dell'eccedenza delle partite invisibili, mentre in Svizzera sono leggermente peggiorate sia la bilancia commerciale sia le partite invisibili.

Vari paesi industriali sono riusciti a rafforzare notevolmente la loro posizione esterna. Questo miglioramento è attribuibile in alcuni di essi alla sostenezza delle esportazioni, in altri invece è per lo più il risultato di restrizioni all'importazione. Sia i *Paesi Bassi* sia la *Turchia* hanno registrato miglioramenti di parte corrente pari a \$2-2,5 miliardi, soprattutto per effetto dell'andamento delle esportazioni di manufatti, aumentate di circa il 14% in termini reali. Nei *Paesi Bassi* la crescita della domanda interna è stata superiore a quella registrata nel 1987, ma è rimasta ben al di sotto dei livelli raggiunti dagli altri principali paesi industriali, mentre in *Turchia* l'incremento della domanda interna e, parallelamente, delle importazioni reali è rallentato notevolmente con l'adozione di politiche più restrittive nel corso dell'anno. Stimolata dalla forte accelerazione della domanda interna nel Regno Unito, la crescita delle esportazioni in termini reali è stata parimenti la principale causa del miglioramento della bilancia dei pagamenti correnti dell'*Irlanda*, mentre la crescita delle importazioni è stata frenata dal modesto incremento della domanda interna.

L'effetto di politiche interne restrittive sul saldo estero è stato soprattutto evidente in *Danimarca* e in *Nuova Zelanda*. Entrambi i paesi seguono già da vari anni siffatte politiche per ragioni di bilancia dei pagamenti e nel 1988 sono riusciti a ridurre la domanda d'importazioni. A causa di perdite di competitività, l'andamento delle loro esportazioni è stato più debole di quello degli altri paesi industriali, benché in *Nuova Zelanda* l'impatto sulla bilancia commerciale sia stato attenuato da un miglioramento nelle ragioni di scambio. In *Norvegia*, l'orientamento delle politiche è stato analogo a quello seguito in *Danimarca* e *Nuova Zelanda*, e la domanda di importazioni è fortemente calata. Ciononostante, la bilancia commerciale non ha potuto migliorare a causa di un sensibile deterioramento delle ragioni di scambio e della debolezza strutturale del settore dei trasporti marittimi.

Si stima che l'avanzo aggregato dell'interscambio mercantile, e così pure il saldo positivo corrente, dei paesi dell'Europa orientale si sia contratto di \$2 miliardi, scendendo a \$14 miliardi nel 1988. E' tuttavia probabile che gli introiti netti in valute convertibili siano stati molto minori – forse di ben \$10 miliardi – dato che la maggior parte dell'interscambio fra questi paesi e i PVS si effettua sotto forma di baratto o di accordi di compensazione bilaterali. La riduzione dell'eccedenza commerciale è interamente ascrivibile a un'inversione di flusso nella bilancia mercantile con i paesi industriali occidentali, da un avanzo di \$1,6 miliardi nel 1987 a un disavanzo stimato di \$1,7 miliardi nel 1988. Questo deterioramento va interamente attribuito all'*Unione Sovietica*, il cui interscambio con i paesi industriali (escluse le vendite di oro) ha dato luogo a un disavanzo di \$3,5 miliardi, a fronte di una situazione di quasi equilibrio nel 1987. Mentre le deboli quotazioni del petrolio hanno limitato al 10% la crescita delle esportazioni, si stima che le importazioni di cereali in rapido aumento nel primo semestre del 1988, e le sostanziali importazioni di macchinari effettuate nel corso dell'anno a sostegno della modernizzazione dell'apparato produttivo, abbiano portato la crescita delle importazioni al 25%. Negli altri paesi dell'Europa orientale le posizioni sull'estero hanno subito relativamente pochi mutamenti rispetto all'anno precedente. In *Polonia*, dove le esportazioni verso i paesi industriali

... o a rafforzarla considerevolmente

Andamenti nei paesi dell'Europa orientale

dell'Occidente e le importazioni da questi ultimi sono aumentate di più del 20%, l'eccedenza commerciale in valute convertibili è aumentata in misura modesta, salendo a \$ 1,3 miliardi, ma si stima che il disavanzo di parte corrente si sia mantenuto a \$ 0,4 miliardi. Una crescita delle esportazioni relativamente sostenuta, di circa il 15%, è stata registrata in *Ungheria* e *Romania*; tuttavia, in questi due paesi l'incremento delle importazioni è stato frenato, nel primo per promuovere l'aggiustamento esterno, e nel secondo per sostenere la politica di riduzione del debito. Nel 1988 l'avanzo commerciale della Romania in valute convertibili è aumentato di \$ 0,3 miliardi, portandosi a \$ 2,6 miliardi, e l'avanzo di parte corrente potrebbe essere salito a circa \$ 2 miliardi. In Ungheria, dove si è prodotta un'eccedenza commerciale di \$ 0,7 miliardi, le partite correnti hanno continuato a registrare un disavanzo di \$ 0,6 miliardi. Vi è inoltre stato un certo deterioramento anche nella posizione sull'estero della *Repubblica Democratica Tedesca* e della *Bulgaria*, in quanto in entrambi i paesi l'andamento delle esportazioni si è indebolito mentre le importazioni si sono fortemente accresciute.

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

La ricomparsa di un considerevole disavanzo aggregato di parte corrente...

Il saldo dei pagamenti correnti nell'insieme dei paesi in via di sviluppo si è indebolito, passando da un sostanziale equilibrio nel 1987 a un disavanzo di \$ 24 miliardi nel 1988. Questo deterioramento, il più forte dal 1982, riflette principalmente una contrazione dell'eccedenza commerciale. Le esportazioni reali hanno continuato ad aumentare, ma sono parimenti cresciute le importazioni in volume e vi è stato un peggioramento delle ragioni di scambio (tabella di pagina 71). La crescita del 10% delle importazioni, che fa seguito ad un aumento del 6,5% nel 1987, pare rispecchiare un certo allentamento della politica di compressione degli acquisti all'estero diffusamente praticata a partire dal 1982.

...riflette soprattutto l'andamento della posizione con l'estero dei paesi esportatori di fonti di energia e delle NIEs

Come negli anni passati, le variazioni a livello aggregato celano considerevoli differenze tra aree geografiche e gruppi di paesi distinti in base alla categoria prevalente di esportazioni. Il 75% circa, ossia \$ 16 miliardi, del deterioramento complessivo della posizione di parte corrente dei PVS va ascritto al gruppo di paesi esportatori di fonti di energia, che hanno subito il contraccolpo della caduta dei prezzi del petrolio. Per la parte restante vi ha contribuito soprattutto il calo dell'attivo con l'estero delle quattro NIEs. E' rimasto invece invariato il disavanzo esterno dei paesi esportatori di materie prime, mentre il gruppo dei paesi fortemente indebitati, il quale comprende sia paesi che esportano fonti di energia sia quelli che esportano prodotti primari e manufatti, ha subito un leggero peggioramento del saldo aggregato dei pagamenti correnti.

I corsi dei prodotti primari hanno comportato guadagni in termini di ragioni di scambio...

Da un'analisi più disaggregata dei prezzi e dei volumi dell'interscambio mercantile, emergono alcuni aspetti di rilievo degli andamenti del 1988. Anzitutto, in seguito alla forte ripresa dei corsi delle materie prime non petrolifere e alla caduta dei prezzi del petrolio, le ragioni di scambio per l'insieme dei paesi esportatori di prodotti primari sono migliorate nella misura del 5,5%, ma ciò ha compensato solo in piccola parte le perdite accumulate dal 1982. Per gli esportatori di manufatti le ragioni di scambio sono rimaste sostanzialmente invariate, e l'aumento del potere di acquisto dei beni esportati è derivato quasi esclusivamente da una loro crescita in volume. Come menzionato nel Capitolo II (pagina 39), il rialzo dei corsi dei prodotti primari diversi dal petrolio è stato

minore per i PVS che per i paesi industriali produttori di tali materie prime. Inoltre, data la scadenza protratta dei contratti, le variazioni nei prezzi dei prodotti primari sul mercato mondiale di norma si riflettono sui prezzi delle esportazioni con un considerevole ritardo (si vedano le ultime due colonne della tabella di pagina 71).

In secondo luogo, la forte crescita nelle importazioni reali dei PVS va attribuita in ampia misura ai paesi esportatori di manufatti, in particolare alle quattro NIEs, ma anche ad altri paesi asiatici. Va altresì notato che il gruppo dei paesi esportatori di fonti energetiche ha registrato un leggero aumento delle importazioni in volume che fa seguito ad un calo cumulativo di quasi il 50% nel periodo 1982-87. Tuttavia, buona parte di questa variazione deriva da un aumento del 45% della domanda di importazioni del Messico, la quale è anche all'origine della crescita più elevata delle importazioni del gruppo dei paesi fortemente indebitati. I paesi esportatori di prodotti primari hanno impiegato solo parte dei maggiori introiti delle esportazioni per accrescere la domanda di importazioni, anche se all'interno di questo gruppo una loro accelerazione si è osservata nel caso dei paesi dell'area sub-sahariana.

Un terzo aspetto degli sviluppi del 1988 è il calo dell'eccedenza corrente delle quattro NIEs, dopo diversi anni di crescita (tabella di pagina 72). Esso è dovuto interamente a Taiwan, il cui attivo di parte corrente è diminuito di \$7,7 miliardi, in gran parte a causa delle importazioni di oro dagli Stati Uniti, stimate in \$4,7 miliardi. Altri importanti fattori all'origine dell'aggiustamento nella posizione con l'estero di Taiwan sono una liberalizzazione delle importazioni, la forte espansione della domanda interna e l'apprezzamento reale del cambio. La Corea del Sud ha registrato un ulteriore aumento dell'attivo di parte corrente, salito a \$14 miliardi nel 1988. Questo risultato è stato tuttavia favorito da guadagni di natura straordinaria nei proventi delle esportazioni. Inoltre, la crescita di oltre il 10% delle retribuzioni nominali, insieme all'apprezzamento del cambio nominale, potrebbe comportare in futuro un indebolimento della sua posizione esterna. L'eccedenza corrente di Hong Kong è rimasta sostanzialmente invariata, poiché sia le esportazioni che le importazioni sono aumentate (in termini nominali) di quasi il 30%, mentre Singapore ha registrato un leggero miglioramento, anche se una crescita economica molto sostenuta ha fatto salire di quasi il 35% la spesa per importazioni.

Il disavanzo delle partite correnti dei paesi esportatori di materie prime si è mantenuto a \$17 miliardi nel 1988. Le esportazioni e le importazioni in volume sono aumentate ad un tasso pressappoco analogo e il disavanzo corrente, in percentuale degli introiti per esportazioni, è sceso al 25% (da quasi il 30% del 1987), segnando una flessione particolarmente marcata nei paesi esportatori di prodotti minerali.

Per la maggior parte dei paesi fortemente indebitati, lo scorso anno la posizione esterna ha mostrato alcuni promettenti segni di cambiamento. Anzitutto hanno segnato un aumento la crescita delle esportazioni in volume e il loro potere di acquisto, consentendo di accrescere di quasi il 9% le quantità importate (a fronte di una flessione media annua del 4,5% nel periodo 1982-87) e, ciò nonostante, di ampliare l'eccedenza commerciale. In secondo luogo, nonostante i ridotti prezzi del petrolio (che nel 1987 avevano contribuito

... ma forti incrementi delle importazioni reali

Contrazione dell'avanzo corrente di Taiwan

Il miglioramento della posizione esterna nei paesi fortemente indebitati...

Indicatori del commercio estero per determinati gruppi di PVS							
Gruppi di paesi	Periodi	Impor- tazioni reali	Espor- tazioni reali	Potere d'acqui- sto delle espor- tazioni ¹	Ragioni di scambio	Valori unitari delle espor- tazioni	Per memoria: prezzi in dollari USA sul mercato mondiale
		variazioni medie annue in percentuale					
Paesi esportatori di prodotti primari	1982-85	- 6,7	2,7	2,0	- 0,8	- 3,5	- 4,5 ²
	1986	2,9	4,3	- 2,0	- 6,1	- 0,5	3,2
	1987	6,2	2,3	- 3,8	- 6,0	1,4	6,6
	1988	3,7	3,2	8,8	5,4	10,3	21,3
Paesi esportatori di fonti di energia	1982-85	- 7,9	- 6,2	- 9,0	- 3,0	- 5,2	- 5,5 ³
	1986	-21,1	13,1	-40,8	-47,7	-41,4	-50,5
	1987	- 8,6	0,8	11,3	10,6	21,0	26,8
	1988	0,7	11,7	-11,3	-20,7	-15,0	-22,3
NIEs dell'Asia	1982-85	4,8	8,9	10,3	1,3	- 2,0	-
	1986	10,5	20,6	19,3	- 1,2	- 0,6	-
	1987	25,1	22,3	24,9	2,1	10,1	-
	1988	23,1	15,7	15,1	- 0,5	7,7	-
Paesi fortemente indebitati ⁴	1982-85	- 7,8	4,4	2,2	- 2,1	- 6,1	-
	1986	- 4,0	- 3,2	-21,5	-18,7	-15,6	-
	1987	0,7	5,6	3,5	- 2,0	8,4	-
	1988	8,7	12,1	8,6	- 3,2	1,0	-
Insieme dei PVS	1982-85	0,2	2,3	1,5	- 0,8	- 5,1	- 4,8 ⁵
	1986	- 3,8	12,0	- 8,9	-18,7	-15,8	-27,4
	1987	6,5	11,6	16,0	3,9	12,2	4,2
	1988	10,0	11,7	5,0	- 6,0	0,3	- 3,9

¹ Variazione percentuale degli introiti delle esportazioni deflazionati per i valori unitari delle importazioni. ² Indice HWWA, materie prime escluso il petrolio. ³ Prezzo a pronti dell' "Arabian light crude".
⁴ Si veda la seconda tabella di pagina 72. ⁵ Indice generale HWWA, tutte le materie prime.
 Fonti: FMI, World Economic Outlook; HWWA, Institut für Wirtschaftsforschung, Amburgo.

... non è stato
sorretto dagli
sviluppi interni

per quasi un quarto al totale degli introiti delle esportazioni), il deterioramento delle ragioni di scambio si è limitato al 3%, poiché i paesi fortemente indebitati hanno beneficiato parimenti di un aumento di quasi il 20% del prezzo in dollari delle loro esportazioni di prodotti primari diversi dal petrolio e di una decelerazione dei prezzi delle importazioni di manufatti. In terzo luogo, per la prima volta dall'insorgere della crisi debitoria, il debito estero aggregato di questi paesi è diminuito sia in termini di dollari USA, sia in rapporto ai proventi complessivi delle esportazioni. Nello stesso tempo, gli sviluppi interni relativi a questi paesi indicano che la più favorevole posizione esterna non è risultata da un miglioramento delle condizioni economiche di fondo. La crescita del PIL reale è calata all'1,5% soltanto, e la quota degli investimenti fissi sul prodotto si è ridotta al 16¾%, scendendo di 4,5 punti al disotto del livello del 1982; ciò implica che il miglioramento del saldo economico reale con l'estero dal 1982 è stato conseguito per due terzi a scapito di una più lenta formazione di capitale. Per di più, il tasso di inflazione è salito al 230%, più che raddoppiandosi rispetto al 1987 e raggiungendo un livello pari a sei volte quello del 1982.

Economie di nuova industrializzazione dell'Asia: saldi correnti						
Voci	Saldo aggregato*			Taiwan		
	1986	1987	1988	1986	1987	1988
	in miliardi di dollari USA					
Interscambio mercantile	18,8	25,0	22,1	16,9	20,2	13,8
Esportazioni	130,1	175,2	220,9	39,5	53,2	60,3
Importazioni	111,3	150,1	198,8	22,6	33,0	46,5
Servizi e trasferimenti (netti)	4,3	6,1	6,9	-0,7	-2,3	-3,6
Saldo corrente	23,1	31,1	29,0	16,2	17,9	10,2
in percentuale del PIL	11,0	11,8	8,9	22,3	18,4	8,8

* Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan.

Considerando l'intero periodo 1982-88, i quattordici paesi fortemente indebitati sono riusciti a ridurre di quasi \$ 40 miliardi il loro disavanzo aggregato di parte corrente e ad accrescere l'eccedenza commerciale nella misura di \$ 23,5 miliardi, corrispondente al 23% delle loro esportazioni di merci nel 1982. I maggiori proventi delle esportazioni e la ridotta spesa per importazioni hanno contribuito all'incirca in ugual misura a questa variazione, ma in termini di volume l'aggiustamento è stato molto maggiore di quanto rivelino questi aggregati nominali. In effetti la crescita cumulativa delle esportazioni reali ha ampliato di oltre \$ 40 miliardi l'avanzo commerciale e i tagli alle quantità importate vi hanno contribuito per ulteriori \$ 12 miliardi. Tuttavia, oltre la metà di questi effetti favorevoli è stata controbilanciata da perdite nelle ragioni di scambio.

Tali sviluppi mostrano chiaramente come per questi paesi i fattori esterni – specie per quanto riguarda i prezzi – non siano stati favorevoli. Al tempo stesso può essere utile rilevare che, se questi paesi avessero ottenuto lo stesso incre-

L'aggiustamento dal 1982 della posizione esterna dei paesi fortemente indebitati

Saldi delle partite correnti e debito esterno di quattordici paesi fortemente indebitati ¹			
Voci	1982	1987	1988
	in miliardi di dollari USA		
Saldo delle partite correnti	-50,3	-10,7	-11,5
Esportazioni di merci	102,0	101,0	114,3
Proventi per servizi	25,6	25,0	26,8
Importazioni di merci	-95,6	-74,5	-84,4
Esborsi per servizi ²	-40,5	-37,0	-35,7
Esborsi per interessi	-42,3	-29,0	-36,7
Trasferimenti	0,5	3,8	4,2
Debito esterno	362	459	455
in percentuale sulle esportazioni di beni e servizi	283	364	323
Poste per memoria:			
Saldo mercantile reale ³	6	51	61
Esportazioni di merci	102	129	145
Importazioni di merci	-96	-78	-84

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

mento delle esportazioni reali di altri PVS, essi avrebbero potuto migliorare il saldo commerciale, nonostante il forte peggioramento delle ragioni di scambio, senza dover ridurre le importazioni, e ciò avrebbe probabilmente consentito alle loro economie di espandersi a un ritmo più sostenuto. Va aggiunto che le variazioni delle ragioni di scambio non sono state solo di natura esogena. E' evidente che questi paesi non hanno avuto molta influenza sulla caduta dei prezzi del petrolio e di altri prodotti primari. Tuttavia, a causa dell'eccessiva inflazione e del progressivo deterioramento della posizione concorrenziale, la maggior parte dei quattordici paesi in questione ha dovuto fare ripetutamente ricorso a forti svalutazioni delle proprie monete, aggravando con ciò il deterioramento delle ragioni di scambio e favorendo l'accelerazione dell'inflazione.

Movimenti internazionali di capitali e contropartite finanziarie degli squilibri correnti nei paesi industriali

Predominanza dei flussi di finanziamento determinati dal mercato...

Contrariamente al 1987, quando la configurazione dei flussi di finanziamento esterno era stata fortemente influenzata dai massicci interventi sui mercati dei cambi e dalle connesse variazioni nelle posizioni monetarie ufficiali, lo scorso anno è tornata ad aumentare la rilevanza delle determinanti di mercato nel finanziamento degli ampi squilibri nei pagamenti. I movimenti di capitali privati hanno costituito la principale contropartita degli squilibri di parte corrente e, pur essendovi stati talora ampi interventi valutari in termini lordi, le acquisizioni di riserve ufficiali (esclusi gli aggiustamenti di cambio) nell'insieme dei paesi industriali sono ammontate a meno di \$ 3 miliardi. Il più agevole finanziamento degli squilibri di parte corrente ha avuto luogo in un contesto di maggiore stabilità sui mercati dei cambi. Come esaminato in modo più approfondito nel Capitolo VII, le aspettative dei mercati di una relativa stabilità dei cambi, rafforzate non da ultimo da tempestive e strategiche tornate di interventi ufficiali, ha fatto sì che i differenziali di interesse divenissero una determinante decisiva dei movimenti di capitali privati. Ciò vale in particolare per il finanziamento del disavanzo corrente degli Stati Uniti, ma anche per gli squilibri esterni di alcuni paesi membri dello SME.

... indotti dai differenziali di interesse

I flussi di finanziamento negli Stati Uniti...

Negli Stati Uniti gli afflussi netti identificati di capitali privati (compresa la discrepanza statistica) sono complessivamente ammontati a quasi \$ 100 miliardi, importo pressoché uguale a quello dell'anno precedente. Tuttavia, in relazione al disavanzo corrente USA, ciò costituisce un netto miglioramento rispetto al 1987, quando lo stesso ammontare di afflussi netti di capitali privati aveva rappresentato una quota inferiore a due terzi del deficit. Per giunta, il miglioramento effettivo conseguito nel 1988 è stato probabilmente maggiore a causa della sotto-stima, nel 1987, delle acquisizioni di riserve ufficiali estere in dollari detenute negli Stati Uniti, in parte corretta nel 1988 (Capitolo VII). Come riportato dalle statistiche ufficiali della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, le passività nette USA verso istituzioni ufficiali estere sono aumentate di \$ 40 miliardi nel 1988, ossia di un importo inferiore soltanto di \$ 7,5 miliardi all'incremento registrato nel 1987. La maggior parte di questo incremento ha avuto luogo nel primo trimestre; in seguito le variazioni sono state relativamente modeste. Durante gli ultimi tre trimestri, gli afflussi di capitali negli Stati Uniti hanno registrato una forte accelerazione, raggiungendo un valore su base annua di \$ 225 miliardi, superiore di un

Stati Uniti: bilancia dei movimenti di capitali							
Voci	1986	1987	1988 ¹				
			anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
	in miliardi di dollari USA						
Saldo dei movimenti di capitali ²	105,0	97,1	98,6	10,7	27,2	42,2	18,4
Investimenti all'estero	-98,3	-85,1	-88,4	5,0	-19,1	-31,8	-42,5
di cui: investimenti diretti	-27,8	-44,5	-20,4	- 6,5	0,5	- 5,2	- 9,2
investimenti di portafoglio	- 4,3	- 4,5	- 7,5	- 4,5	1,5	- 1,6	- 3,0
attività delle banche USA	-60,0	-40,5	-57,5	17,1	-13,3	-27,8	-33,5
Investimenti dall'estero	187,8	163,7	170,5	1,3	59,0	50,3	59,9
di cui: investimenti diretti	34,1	42,0	42,2	7,3	13,1	8,4	13,4
investimenti di portafoglio	74,8	34,6	46,8	9,3	15,2	11,3	11,0
passività delle banche USA	79,8	87,8	78,9	-17,2	31,1	29,2	35,8
Capitali non identificati ³	15,5	18,5	16,5	4,4	-12,6	23,7	1,0
Variazione netta della posizione monetaria ufficiale ⁴	33,8	56,9	36,7	26,3	6,6	- 9,6	13,5
di cui: passività verso istituzioni ufficiali estere	33,5	47,8	40,3	24,7	6,5	- 2,2	11,2

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

terzo agli afflussi del 1987. Contemporaneamente sono aumentati in misura considerevole anche i deflussi di fondi, che hanno sopravanzato il livello del 1987 di quasi il 50% su base annua.

In un contesto di differenziali di interesse positivi a favore delle attività USA e di una notevole stabilità, o addirittura rafforzamento, del tasso di cambio del dollaro, le acquisizioni di titoli USA da parte del settore privato estero hanno rappresentato la componente predominante della forte ripresa degli investimenti esteri negli Stati Uniti. Dopo essersi dimezzate nel 1987, esse si sono nuovamente accresciute di \$ 12 miliardi, raggiungendo un totale di \$ 46,8 miliardi nel 1988. Particolarmente massicci sono stati gli acquisti netti di titoli del Tesoro USA, per un totale di quasi \$ 20 miliardi, che fa seguito alle vendite nette per \$ 7,6 miliardi nel 1987. Gli investimenti netti in obbligazioni societarie e altri titoli USA sono continuati ad un livello di circa \$ 27 miliardi. Per contro, lo scorso anno non vi è stata una ripresa dell'interesse degli investitori esteri per le azioni USA. Dopo le massicce vendite nette sulla scia della crisi borsistica dell'ottobre 1987, lo scorso anno le transazioni in titoli azionari hanno dato luogo ad un modesto deflusso, a fronte di afflussi per \$ 15,5 miliardi nel 1987. Sono invece proseguiti a ritmo sostenuto gli investimenti diretti, i quali hanno contribuito per quasi un quarto agli afflussi dall'estero.

Per quanto concerne le transazioni in conto capitale di residenti USA, è stato soprattutto il rapido aumento dei deflussi di fondi dalle banche statunitensi a partire dal primo trimestre ad aver contribuito all'andamento sostenuto delle esportazioni di capitali durante tale periodo. Nell'insieme del 1988 le attività

... riflettono soprattutto le acquisizioni estere di titoli USA ...

... e gli investimenti diretti dall'estero

delle banche USA si sono accresciute di \$ 57,5 miliardi, segnando un aumento di \$ 17 miliardi sul 1987. L'espansione è derivata principalmente da un maggiore finanziamento delle banche situate negli Stati Uniti a favore delle loro affiliate all'estero, in particolare nel Regno Unito e in Giappone; a tali deflussi può aver contribuito in parte la contrazione dei depositi in dollari detenuti dalle autorità monetarie ufficiali sull'euromercato, che nel 1987 erano stati sensibilmente incrementati (Capitolo VII). Gli esborsi per investimenti diretti all'estero degli Stati Uniti si sono considerevolmente ridotti nel 1988, a causa di una diminuzione degli utili reinvestiti che ha essenzialmente rispecchiato un capovolgimento di posizione, da ampi guadagni in conto capitale nel 1987 a modeste perdite lo scorso anno.

Benché nel 1988 le riserve monetarie ufficiali del Giappone siano ulteriormente aumentate, il loro incremento, pari a \$ 15,5 miliardi, è stato inferiore di \$ 27 miliardi a quello del 1987. Lo scorso anno, i movimenti di capitali si sono differenziati rispetto al 1987 per tre importanti aspetti. Anzitutto, sono considerevolmente aumentati gli investimenti all'estero a lungo termine, principalmente in conseguenza di una crescita di quasi \$ 15 miliardi degli investimenti diretti, equivalente ad un quarto del totale dei flussi netti in uscita. Gli acquisti complessivi di titoli esteri sono stati di entità pressoché analoga a quelli del 1987, ma è nettamente mutata la loro composizione: i deflussi connessi all'acquisto di azioni estere sono diminuiti di \$ 14 miliardi, mentre sono aumentate di un importo analogo le acquisizioni di titoli obbligazionari esteri. In secondo luogo, il saldo degli investimenti dall'estero ha subito una brusca inversione, passando da deflussi netti per quasi \$ 4 miliardi nel 1987 ad entrate nette per \$ 19 miliardi lo scorso anno. Vi è stato, in particolare, uno straordinario capovolgimento nelle transazioni di non residenti in titoli azionari giapponesi, da vendite nette pari a quasi \$ 43 miliardi nel 1987 ad acquisti netti per \$ 7 miliardi nel 1988. Dato il clima rialzista tornato rapidamente a prevalere sul mercato borsistico giapponese dopo il *crash*, gli investimenti dell'estero in azioni giapponesi sono stati particolarmente cospicui agli inizi del 1988 e nell'ultimo trimestre dell'anno, in concomitanza con il rafforzamento dello yen. Viceversa, i bassi tassi di interesse

Netto aumento
degli acquisti
di obbligazioni
estere da parte
di residenti del
Giappone...

... e degli investi-
menti dell'estero
in azioni
giapponesi

Giappone: bilancia dei movimenti di capitali							
Voci	1986	1987	1988				
			anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
	in miliardi di dollari USA						
Capitali a lungo termine (saldo)	-131,5	-136,5	-130,9	-15,1	-36,6	-42,2	-37,0
Investimenti all'estero	-132,1	-132,8	-149,9	-25,7	-38,1	-45,3	-40,7
di cui: diretti	- 14,5	- 19,5	- 34,2	- 7,4	- 7,7	- 8,5	-10,6
di portafoglio	-102,0	- 87,8	- 86,9	-11,9	-25,9	-27,1	-22,0
Investimenti dall'estero	0,6	- 3,7	19,0	10,6	1,6	3,1	3,7
Capitali a breve termine (saldo) ¹	59,4	91,8	66,8	1,7	19,5	25,3	20,3
di cui: settore bancario	58,5	71,8	44,5	- 3,7	21,1	20,4	6,6
settore non bancario	- 1,6	23,9	19,5	- 2,0	0,7	10,1	10,7
Variazione nella posizione monetaria ufficiale netta ²	- 13,7	- 42,3	- 15,5	- 5,0	- 1,5	- 2,1	- 6,9

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

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

nominali e il ridimensionamento degli investimenti in Giappone dei paesi esportatori di fonti di energia sono all'origine delle forti vendite nette di obbligazioni giapponesi da parte di non residenti. Infine, gli afflussi di fondi per il tramite del settore bancario sono risultati nettamente inferiori ai livelli del 1987. In presenza di differenziali di interesse a breve a favore dell'estero e di una maggiore stabilità sui mercati dei cambi, ciò ha probabilmente rispecchiato il minor interesse degli investitori giapponesi a coprirsi in misura altrettanto ampia quanto nel 1987 dai rischi connessi ai loro investimenti esteri mediante l'indebitamento a breve in valuta.

In *Germania*, nonostante l'ampia eccedenza delle partite correnti, nel 1988 la posizione monetaria ufficiale netta ha segnato una flessione di \$ 19,2 miliardi, in quanto le autorità tedesche hanno attinto pesantemente alle loro riserve per contrastare le pressioni al ribasso sul marco nei mercati dei cambi. I deflussi netti di capitali a lungo termine si sono più che triplicati, portandosi a \$ 49 miliardi, soprattutto a causa dell'aumento senza precedenti delle acquisizioni di titoli esteri a lunga scadenza da parte di residenti tedeschi, balzate da \$ 13,7 miliardi nel 1987 a \$ 41,5 miliardi nel 1988. Tali acquisti sono riconducibili a due fattori. In primo luogo, ha agito sugli investitori l'attrattiva dei significativi differenziali di interesse a favore di talune valute estere, essendosi attenuate le aspettative di un apprezzamento del marco. In secondo luogo, in previsione dell'entrata in vigore nel gennaio 1989 della ritenuta fiscale del 10% sui redditi da capitale di provenienza interna, gli investitori tedeschi hanno intensificato gli acquisti di obbligazioni estere in DM (alle quali l'imposta non si applica), saliti da \$ 1,9 miliardi nel 1987 a \$ 7 miliardi nel 1988. Anche gli investitori esteri hanno continuato a rallentare considerevolmente i loro acquisti di titoli tedeschi a tasso fisso in DM, scesi da \$ 19 miliardi nel 1987 a \$ 1 miliardo lo scorso anno. Nell'aprile del 1989 le autorità tedesche hanno annunciato l'abolizione, con decorrenza dal 1° luglio 1989, della ritenuta fiscale. L'aumento dei deflussi netti di capitali a breve è preval-

Calo delle riserve ufficiali della Germania ...

... a seguito del forte aumento dei deflussi netti a titolo di investimenti di portafoglio

Germania: bilancia dei movimenti di capitali							
Voci	1986	1987	1988				
			anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
	in miliardi di dollari USA						
Capitali a lungo termine (saldo)	15,1	-13,6	-48,8	-14,3	-15,2	- 8,7	-10,6
Investimenti all'estero	-25,6	-34,7	-53,7	-13,5	-14,1	-11,3	-14,8
di cui: di portafoglio	- 9,7	-13,7	-41,5	- 9,6	-10,0	- 9,0	-12,9
Investimenti dall'estero	40,7	21,1	4,9	- 0,8	- 1,1	2,6	4,2
di cui: acquisti di titoli tedeschi ¹	34,0	17,9	4,3	0,6	- 0,8	0,8	3,7
Capitali a breve termine (saldo) ²	-51,7	- 8,4	-19,0	2,8	- 5,0	-12,0	- 4,8
di cui: settore bancario	-27,9	- 3,9	-10,3	8,4	- 3,2	-10,2	- 5,3
settore privato non bancario	-23,8	- 6,4	-10,8	- 7,4	- 1,6	- 0,5	- 1,4
Variazione nella posizione monetaria ufficiale netta ³	- 3,1	-23,4	19,2	1,8	5,8	12,0	- 0,4

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

Molti paesi in disavanzo hanno migliorato la loro posizione monetaria ufficiale

lentemente imputabile ad un ampliamento della posizione attiva netta sull'estero delle banche che ha sostanzialmente rispecchiato l'effetto immediato delle vendite ufficiali di dollari.

Il forte influsso esercitato dai differenziali di interesse nominali, in un clima di aspettative di cambio relativamente stabili, ha trovato un'ulteriore, chiara conferma negli sviluppi relativi ad altri paesi industriali maggiori con debole posizione di bilancia dei pagamenti correnti. Molti di essi hanno registrato cospicui afflussi di capitali privati che hanno sopravanzato i rispettivi disavanzi correnti, esercitando pressioni al rialzo sulle loro monete. Ad esempio, *Canada, Italia, Regno Unito, Spagna e Australia*, nonostante il deterioramento del saldo corrente, hanno tutti accresciuto le proprie riserve ufficiali nel 1988.

Nel Regno Unito i movimenti di capitali a breve in entrata attraverso il sistema bancario hanno reagito fortemente al massiccio rialzo dei tassi a breve in questo paese. Tali afflussi, unitamente ad un aumento senza precedenti di \$ 7 miliardi nella posta residuale (che si ritiene rispecchi soprattutto gli afflussi di capitali non identificati), hanno controbilanciato sia il forte deterioramento di \$ 21 miliardi nel saldo corrente, sia gli esborsi per investimenti di portafoglio all'estero. L'ingente ammontare delle partite residuali nel 1988 verosimilmente comprende un significativo volume di acquisti non identificati di attività finanziarie da parte di non residenti, considerando che gli investimenti identificati di portafoglio di questi ultimi si sono pressappoco dimezzati.

In Canada le acquisizioni di riserve, pari a \$ 9,4 miliardi, si sono più che raddoppiate rispetto al 1987. Gli acquisti di obbligazioni e buoni del Tesoro canadesi da parte di non residenti sono stati il più importante fattore all'origine degli afflussi netti di capitali, che sono aumentati di \$ 12 miliardi, portandosi ad un totale di quasi \$ 19 miliardi, ed hanno concorso al rafforzamento del dollaro canadese nei confronti della maggior parte delle principali valute.

In Italia nel 1988 gli afflussi netti di capitali si sono raddoppiati, salendo a \$ 13,8 miliardi. Di riflesso agli alti tassi di interesse e al clima favorevole alla lira sui mercati, specie nella seconda metà dell'anno, nonché all'attrattiva dei titoli denominati in ECU, emessi dal Tesoro, gli afflussi di capitali a lungo termine hanno raggiunto un totale di \$ 21 miliardi, doppio rispetto a quello del 1987. In aggiunta, data la forte domanda di crediti in valuta da parte di residenti, le banche italiane hanno raccolto ulteriori \$ 8 miliardi all'estero. Nello stesso tempo, il settore non bancario italiano, fruendo dell'ulteriore allentamento dei vincoli valutari, ha continuato a diversificare il portafoglio estero, incrementando gli acquisti di titoli esteri da \$ 3,6 miliardi nel 1987 a \$ 5,5 miliardi. Nel complesso gli afflussi netti di capitali non ufficiali sono stati notevolmente superiori al disavanzo delle partite correnti, dando luogo ad un aumento delle riserve ufficiali di \$ 8,3 miliardi.

Anche Spagna e Australia hanno conseguito ampi miglioramenti nella posizione monetaria ufficiale netta (\$ 9,7 e 5,2 miliardi rispettivamente). Il deterioramento del saldo corrente nel 1988 non ha pregiudicato l'attrattiva della Spagna per gli investitori esteri. Le entrate a titolo di investimenti per quasi \$ 13 miliardi nel 1988 hanno continuato a rispecchiare l'impatto positivo dell'ingresso della Spagna nella CEE sulle prospettive economiche del paese. Anche gli investimenti di portafoglio dell'estero hanno segnato un'accelerazione. Dati i vincoli posti agli investimenti esteri sui mercati dei titoli a lungo termine, i

crescenti afflussi dall'estero, indotti dai favorevoli differenziali di interesse e dalla solidità della peseta, hanno avuto luogo sotto forma di depositi a breve presso le banche. In Australia, il deterioramento della situazione di fondo della bilancia corrente non ha impedito un forte aumento degli investimenti esteri in titoli australiani, la cui domanda da parte di non residenti è stata alimentata dagli alti tassi di interesse interni e dal rafforzamento del dollaro australiano.

Nel 1988, per il secondo anno consecutivo, la *Francia* ha registrato un deterioramento della posizione monetaria ufficiale netta. Tuttavia, la contrazione, pari a \$ 1,2 miliardi, è stata decisamente inferiore a quella registrata nel 1987 (\$ 8,4 miliardi). L'inversione nel flusso di fondi ha avuto luogo nel saldo dei capitali a breve termine del settore bancario, dove da uscite nette per \$ 9,3 miliardi nel 1987 si è passati ad afflussi per \$ 3 miliardi lo scorso anno. Tale andamento può essere attribuito alla crescita dei depositi in franchi francesi di non residenti e dell'indebitamento in valuta da parte dei residenti, entrambi indotti dal positivo differenziale di interesse e dalla sostenutezza del franco francese, soprattutto durante l'ultima parte dell'anno. Anche la *Svizzera* rientra nel numero relativamente esiguo di paesi industriali la cui posizione monetaria ufficiale netta è peggiorata nel 1988. I bassi tassi di interesse insieme al depresso clima di aspettative sul valore esterno del franco svizzero hanno dato luogo a deflussi netti di capitali per \$ 7,3 miliardi che, in concomitanza con una riduzione dell'avanzo corrente, si sono risolti in un calo di circa \$ 1 miliardo delle riserve ufficiali nette.

Contrazione
delle riserve
ufficiali in Francia
e Svizzera

Il finanziamento esterno dei paesi in via di sviluppo

Lo scorso anno il finanziamento del disavanzo esterno dei paesi debitori nell'ambito dell'area in via di sviluppo (escludendo cioè le NIEs e i maggiori paesi produttori di fonti di energia del Medio Oriente in posizione creditoria) è divenuto più difficile sia a causa del deterioramento della loro posizione aggregata di parte corrente sia perché sono diminuiti i flussi di finanziamento. Di conseguenza, le riserve ufficiali complessive dei paesi debitori si sono ridotte e alcuni di essi hanno accumulato ingenti arretrati.

Accresciute
difficoltà di
finanziamento

Le difficoltà di finanziamento paiono ricollegarsi in parte alle accresciute incertezze gravanti sulla strategia debitoria e sul ruolo spettante ai paesi debitori e ai loro creditori. Una delle ragioni di questa incertezza è derivata dalla crescente consapevolezza che la strategia debitoria adottata nel 1982 e rilanciata con l'iniziativa Baker del 1985 andava riveduta. Ciò ha introdotto un elemento di insicurezza nel corso dei prolungati negoziati sui nuovi programmi di finanziamento. Lo scorso anno è stata presa in considerazione una serie di nuovi piani, senza che siano tuttavia emerse molte proposte concrete. Inoltre, è stata fonte di preoccupazione l'instabilità politica, soprattutto in alcuni dei maggiori paesi a medio reddito dell'America Latina dove si sono svolte nel 1988, o sono in programma per il 1989, importanti tornate elettorali. Queste circostanze hanno reso più difficile la soluzione dei problemi economici e finanziari e probabilmente hanno accresciuto la riluttanza dei creditori esteri a negoziare nuovi schemi di finanziamento. Infine, come si è già osservato, nonostante l'andamento generalmente favorevole delle esportazioni di molti PVS nel 1988, gli sviluppi interni non

inducevano all'ottimismo e le prospettive per il futuro non apparivano particolarmente promettenti.

Riduzione delle
riserve ufficiali...

Il peso che questi fattori hanno avuto è ovviamente variato da paese a paese. Nondimeno, molti paesi debitori hanno incontrato gravi difficoltà di finanziamento. Per il gruppo nel suo insieme, il fabbisogno di copertura del disavanzo corrente è aumentato di \$ 10 miliardi nel 1988 e contemporaneamente è diminuito di \$ 5 miliardi il totale dei finanziamenti esterni (tabella seguente). Questo crescente divario è stato colmato essenzialmente con il ricorso alle riserve ufficiali, diminuite di \$ 7 miliardi nel 1988, dopo l'aumento di \$ 12 miliardi registrato nel 1987. Di conseguenza il rapporto fra riserve ufficiali e importazioni di beni e servizi dei paesi debitori è sceso da quasi il 26% nel 1987 ad appena il 21,5%, livello di poco superiore a quello registrato al culmine della crisi debitoria nel 1982.

...essendo
diminuiti i flussi
di finanziamento
esterno...

La riduzione dei flussi di finanziamento esterno nel 1988 è particolarmente preoccupante in considerazione del fatto che il loro totale comprende un ingente ammontare di nuovi arretrati – stimato a circa \$ 11 miliardi – più che doppio rispetto al 1987. In cifre assolute, la flessione dei flussi di finanziamento ha riguardato soprattutto i crediti ottenuti da fonti ufficiali, essendo considerevol-

Paesi in via di sviluppo: finanziamento esterno stimato degli squilibri correnti per determinati gruppi di paesi¹

Voci	PVS indebitati ²		di cui:					
			Esportatori di fonti di energia		Esportatori di manufatti		Esportatori di materie prime	
	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988
in miliardi di dollari USA								
Saldo delle partite correnti	-33	-43	-4	-14	-7	-6	-17	-17
Variazione delle attività sull'estero (= aumento)	-16	-1	-12	6	-9	-7	2	-1
Riserve ufficiali	-12	7	-8	12	-8	-5	2	-1
Altre attività	-4	-8	-4	-6	-1	-2	0	1
Finanziamento esterno ³	49	44	16	8	17	13	15	17
Crediti da prestatori ufficiali	37	26	11	7	12	6	14	8
Crediti da prestatori privati ⁴	3	8	0	-4	9	3	-1	7
di cui: variazione delle passività verso le banche dichiaranti alla BRI ⁵	-1	-4	-1	-5	3	5	-1	-2
Prestiti del FMI	-3	-3	1	0	-2	-2	0	0
Altri afflussi (saldo)	12	14	4	5	-2	6	2	2
Investimenti diretti	9	14	4	4	3	6	1	2
Altri, non classificati	3	0	0	1	-5	0	1	0

¹ Il totale può non coincidere con la somma delle singole voci a causa degli arrotondamenti. Nella tabella non è stato specificato il finanziamento esterno di quei PVS i cui introiti di parte corrente non rientrano tra le classificazioni in essa riportate. ² Escluse le NIEs e i maggiori paesi esportatori di fonti di energia del Medio Oriente in posizione creditoria. ³ Pari alla somma del saldo corrente e della variazione nelle attività sull'estero, con segno invertito. ⁴ Compresi gli interessi arretrati. ⁵ Esclusi i crediti bancari ai centri offshore.

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

mente diminuiti i prestiti erogati su base bilaterale o da banche multilaterali di sviluppo a favore di alcuni paesi a medio reddito indebitati. Nello stesso tempo si è accelerata la contrazione delle passività verso le banche dichiaranti alla BRI. La sola componente del finanziamento esterno che lo scorso anno è stata relativamente dinamica è quella degli investimenti diretti, i cui afflussi sono saliti da \$ 9 miliardi nel 1987 a \$ 14 miliardi nel 1988. Questo incremento ha in parte rispecchiato il crescente impiego, nell'approccio dei problemi debitori, di schemi di conversione di crediti in partecipazioni azionarie.

Le maggiori difficoltà nel reperire prestiti dall'estero sono state incontrate dai paesi indebitati esportatori di fonti di energia. Questi paesi, che hanno dovuto far fronte ad un sostanziale peggioramento della loro posizione di parte corrente, sono quelli che hanno fatto maggiormente ricorso alle riserve ufficiali. La situazione è stata leggermente più favorevole per i paesi debitori non esportatori di fonti di energia. A livello aggregato questi paesi sono riusciti ad accrescere le loro disponibilità di riserve ufficiali, ma in alcuni casi vi è stato un netto aumento dei debiti arretrati. Infine, per la maggior parte di questi paesi i flussi di finanziamento ufficiale sono stati sensibilmente inferiori ai livelli registrati negli anni precedenti.

... specie nei paesi
esportatori
di fonti di energia
in posizione
debitoria

IV. Andamenti dei mercati finanziari nazionali

Aspetti salienti

Dall'inizio del 1988 i mercati finanziari hanno attraversato un periodo di relativa calma rispetto alle turbolenze che avevano caratterizzato gran parte dell'anno precedente. I rendimenti obbligazionari sono rimasti alquanto stabili, mentre i corsi azionari hanno segnato un costante recupero rispetto ai livelli minimi toccati all'indomani della crisi. Ciò nonostante, alcuni dei problemi che parevano essere alla radice delle perturbazioni del 1987 permangono attuali: si è avuto soltanto un modesto ulteriore miglioramento del disavanzo federale USA; il processo di aggiustamento degli squilibri esterni ha di recente segnato il passo; nelle economie sono riemerse spinte inflazionistiche.

E' trascorso ben più di un anno dal collasso borsistico del 1987 e poco si è aggiunto alla comprensione delle sue origini. Più di recente la nostra capacità di spiegare il comportamento dei prezzi delle azioni è stata nuovamente messa alla prova dalla notevole sostenutezza del mercato borsistico giapponese. Le disparità di opinione sulle cause e sui meccanismi della crisi dell'ottobre 1987 possono in parte spiegare la risposta relativamente sommersa da parte degli organi regolamentatori. Tuttavia, il venir meno della sensazione di urgenza che prevaleva immediatamente dopo la crisi pare derivare principalmente dall'andamento assai più favorevole di quanto previsto dell'economia reale, nonché dall'impatto limitato, nel più lungo periodo, della crisi stessa sui mercati finanziari. La decisa ripresa del mercato delle obbligazioni "ad elevato rendimento" e, più in generale, il rinnovato slancio delle operazioni di fusione e acquisizione sono forse i due esempi più cospicui della resilienza mostrata dal sistema finanziario.

Anche se l'ondata di fusioni e acquisizioni ha riguardato molti paesi, negli Stati Uniti essa ha costituito il motore primo di un fenomeno peculiare di quel paese: una marcata crescita del grado di indebitamento, o indice di leva finanziaria, delle imprese non finanziarie. Soprattutto alla luce dei livelli senza precedenti raggiunti in un numero significativo di casi, questo fenomeno ha dato luogo a timori circa la vulnerabilità finanziaria del settore societario USA, dato il rischio che comporta di amplificare eventuali rallentamenti nell'attività economica, di creare tensioni nel sistema bancario o di porre vincoli alla politica monetaria. In considerazione di questi rischi, appare ben fondata la più stringente vigilanza prudenziale adottata di recente a riguardo della partecipazione delle banche a transazioni con una elevata componente di finanziamento creditizio.

Il 1988 ha segnato l'inizio dell'attuazione dell'Accordo di Basilea sulla convergenza nei requisiti patrimoniali delle banche. Benché sia stata riconosciuta l'importanza di un rafforzamento del quadro di vigilanza prudenziale delle banche, sono stati espressi timori circa i possibili effetti avversi esercitati dai nuovi requisiti sulle aziende di credito in termini di risultati economici e di

assunzione del rischio. La necessità di un appropriato quadro normativo, allorché le politiche governative impediscono alle forze di mercato di imporre la necessaria disciplina sull'assunzione del rischio, è stata posta in chiara evidenza dalla crisi delle "Savings and Loan Associations" degli Stati Uniti. Sebbene quest'ultima sia indubbiamente il risultato anche di circostanze economiche estreme, essa costituisce un esempio tipico dei problemi che possono derivare da un'insufficiente disciplina del mercato sull'assunzione del rischio e da un'inadeguata vigilanza sull'attività bancaria.

Il rafforzamento dei requisiti prudenziali negli ultimi anni è andato di pari passo con il processo di deregolamentazione e di integrazione dei mercati dei capitali. La ristrutturazione del mercato finanziario di Londra, nota come "Big Bang", se da un lato ha accresciuto la concorrenza nel mercato dei titoli nazionali, ha altresì comportato notevoli costi di aggiustamento, e costituisce un'interessante contrapposizione rispetto alla liberalizzazione gradualistica intrapresa in Giappone. Volgendo lo sguardo al futuro, cominciano a delinearsi più chiaramente i contorni del mercato unico europeo dei servizi finanziari previsto per il 1993, anche se rimane irrisolto un certo numero di questioni-chiave.

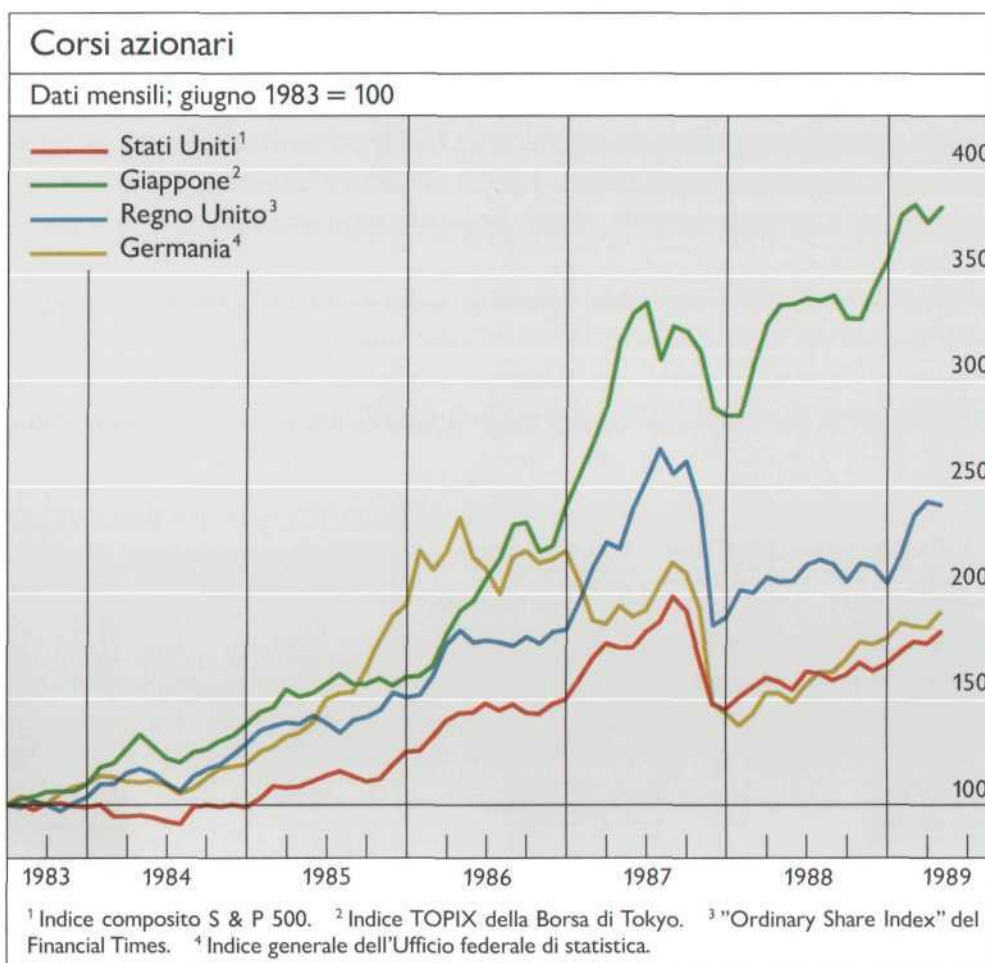
Andamento dei mercati azionari e degli strumenti derivati

Il 1988 potrebbe essere definito come "l'anno del ritorno alla normalità" dei mercati azionari, dopo il sovvertimento del 1987. Praticamente su tutti i mercati i corsi delle azioni sono saliti in misura notevole rispetto ai minimi post-crisi. Questa ripresa si è accompagnata ad una sensibile riduzione dell'instabilità dei

Nel 1988
i mercati azionari
sono tornati
in generale
alla normalità...

Indici azionari ¹					
Inizio 1987 = 100					
Paesi	Massimo 1987		Minimo post-crisi		8 maggio 1989
	indice	mese	indice	mese	
Stati Uniti	138,3	agosto	91,9	dicembre	125,6
Giappone	144,5	giugno	108,2	gennaio ²	162,8
Regno Unito	147,2	giugno	94,1	novembre	134,7
Canada	134,9	agosto	93,1	ottobre	117,4
Germania	100,2	gennaio	58,7	gennaio ²	85,8
Francia	115,6	marzo	63,1	gennaio ²	116,5 ³
Italia	107,0	aprile	59,1	febbraio ²	84,5
Svizzera	108,4	ottobre	67,0	novembre	100,4
Paesi Bassi	120,0	agosto	69,0	novembre	120,4
Spagna	156,2	ottobre	96,5	dicembre	145,6
Belgio	132,1	agosto	85,6	dicembre	145,1
Australia	156,8	settembre	78,3	novembre	102,9
Hong Kong	154,3	ottobre	74,0	dicembre	127,7
Singapore	168,9	agosto	78,6	dicembre	143,7 ³
Taiwan	449,7	ottobre	221,1	dicembre	804,3 ⁴
Corea del Sud	192,6	dicembre	167,2	novembre	348,1 ⁴

¹ Per gli Stati Uniti, indice composito S & P 500; per il Giappone, indice TOPIX; per il Regno Unito, "Ordinary Share Index" del Financial Times; per la Germania, indice generale della Frankfurter Allgemeine; per gli altri paesi, indici rappresentativi. ² 1988. ³ 9 maggio 1989. ⁴ 6 maggio 1989.
Fonti: borse valori nazionali.



corsi rispetto al 1987 e ad un calo, oppure ad un aumento soltanto modesto, nel volume delle contrattazioni nei diversi mercati.

Nella tabella a pagina 82 è riportato l'andamento dei corsi delle azioni trattate nelle principali borse. In tutti i casi considerati i prezzi attuali superano i valori minimi post-crisi di oltre il 25%. Nella maggior parte dei mercati essi sono saliti al disopra dei livelli di fine 1986, ma restano inferiori del 5–20% alle punte massime del 1987. Gli unici mercati in cui le quotazioni permangono sensibilmente al disotto dei livelli di fine 1986 sono quelli di Germania e Italia, mentre soltanto in Giappone, Belgio, Taiwan e Corea del Sud i corsi sopravanzano decisamente i massimi pre-crisi.

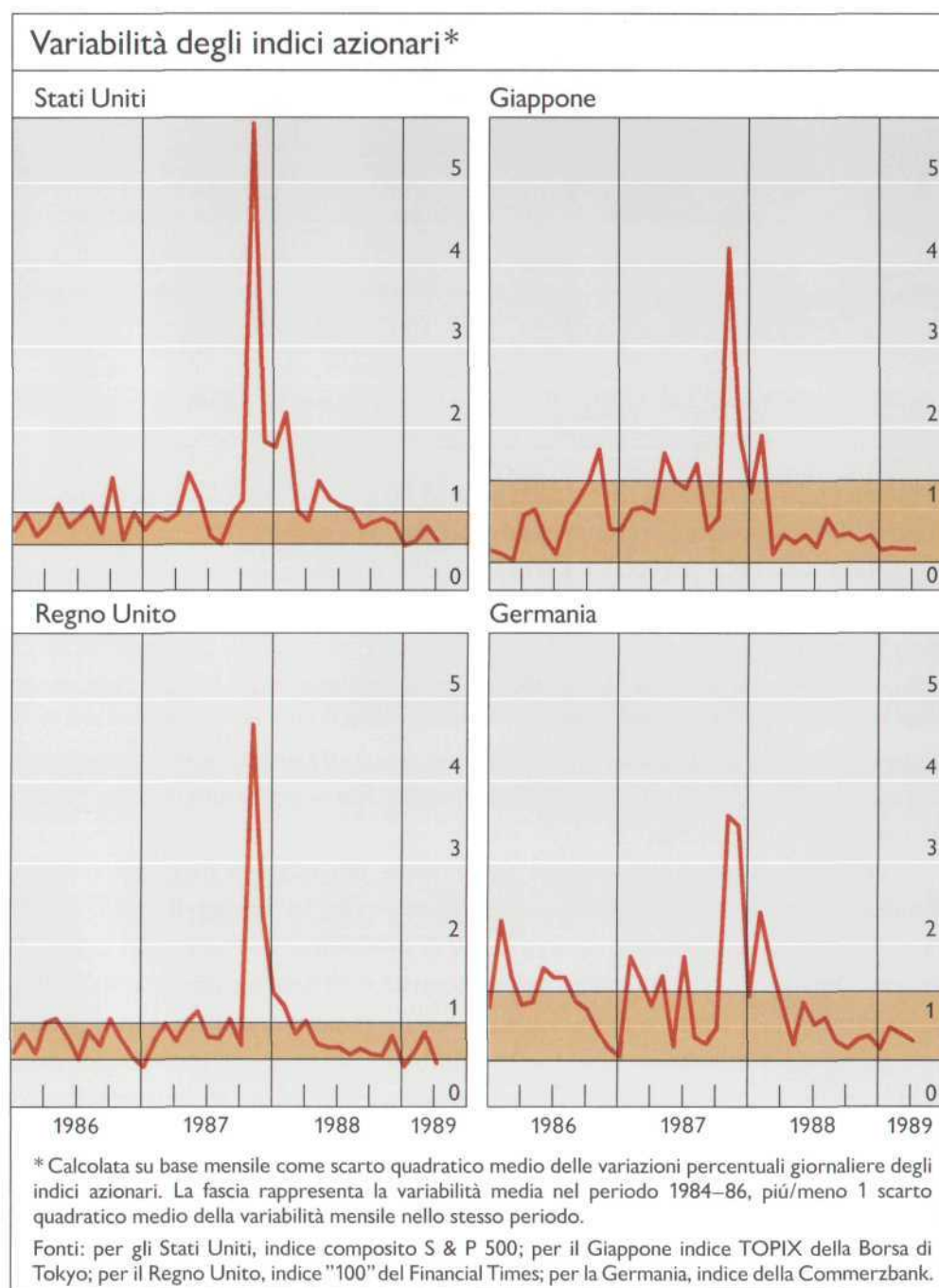
... benché l'attività nei mercati degli strumenti derivati sia rimasta su livelli depressi...

Le contrattazioni sono calate fortemente nei quattro maggiori mercati durante i mesi immediatamente successivi alla crisi. La misura in cui si è poi ripresa l'attività dei mercati mostra sensibili differenze a seconda dei centri. Il volume delle negoziazioni nel mercato borsistico di Londra durante il 1988 è stato inferiore di oltre il 30% a quello dell'anno prima, mentre i quantitativi trattati sui mercati azionari USA hanno subito una flessione più modesta, di circa il 13%. Per contro, durante il 1988 in Giappone e Germania le contrattazioni su titoli azionari sono aumentate di poco meno del 10%.

L'attività su diversi mercati degli strumenti derivati ha segnato un netto calo rispetto ai livelli pre-crisi. Il numero di contratti *futures* sull'indice azionario Standard & Poor's 500 è sceso di circa due quinti rispetto al 1987, toccando il livello più basso dal 1983. Analogamente, si è avuto un forte calo nelle contratta-

zioni in opzioni sugli indici azionari USA. Il volume dei contratti *futures* sull'indice Hang Seng alla Borsa di Hong Kong è stato inferiore al 5% del livello del 1987, essendovi stata in questo mercato una radicale ristrutturazione normativa. A Londra le negoziazioni sui contratti *futures* FT-SE sono rimaste depresse per gran parte dell'anno; tuttavia, grazie alla ripresa avutasi nel quarto trimestre il loro volume per l'insieme del 1988 risulta praticamente invariato rispetto a quello dell'anno prima.

L'instabilità delle quotazioni azionarie è diminuita sensibilmente nel 1988, riportandosi sui livelli anteriori al 1987. Come mostra il grafico, la variabilità è rimasta elevata per diversi mesi dopo il crollo del mercato, ma durante la maggior parte del 1988 e nei primi mesi di quest'anno essa è risultata relativamente bassa in confronto agli ultimi anni.



... e le correlazioni giornaliere dei prezzi restino superiori ai valori pre-crisi

D'altra parte, la correlazione fra i movimenti giornalieri dei corsi azionari nei quattro maggiori mercati, anche se è andata calando dalla fine del 1987, resta in generale superiore ai livelli pre-crisi (si veda la tabella). Ciò induce a ritenere che è persistita in certa misura la più stretta connessione reciproca fra i movimenti dei prezzi a brevissimo termine che aveva caratterizzato il periodo attorno alla crisi.

Per taluni aspetti le attuali condizioni economiche sono simili a quelle presenti prima della crisi borsistica. L'inflazione è accelerata in parecchi paesi industriali e la politica monetaria è stata conseguentemente inasprita. I tassi di interesse reali permangono elevati rispetto ai parametri storici. Nel 1988 l'aggiustamento degli squilibri nell'interscambio dei paesi industriali ha subito un rallentamento e in certi casi si è avuto un regresso. Il problema del disavanzo federale

Correlazioni fra i movimenti percentuali giornalieri degli indici azionari; 1984-89

Paesi e modalità	1984-86	1987	1988-89 ¹
Giorni di borsa coincidenti ²			
Regno Unito e Germania	0,127	0,514	0,314
Regno Unito e Stati Uniti	0,364	0,531	0,405
"Giorno" iniziante negli Stati Uniti ³			
Stati Uniti e Giappone	0,225	0,492	0,364
Stati Uniti e Germania	0,335	0,306	0,551
"Giorno" iniziante in Giappone ²			
Giappone e Germania	0,123	0,393	0,359
Giappone e Regno Unito	0,087	0,473	0,265
Giappone e Stati Uniti	0,106	0,263	0,146
"Giorno" iniziante in Europa ⁴			
Germania e Stati Uniti	0,113	0,394	0,097
Regno Unito e Giappone	0,171	0,199	0,270
Germania e Giappone	0,083	0,206	0,152

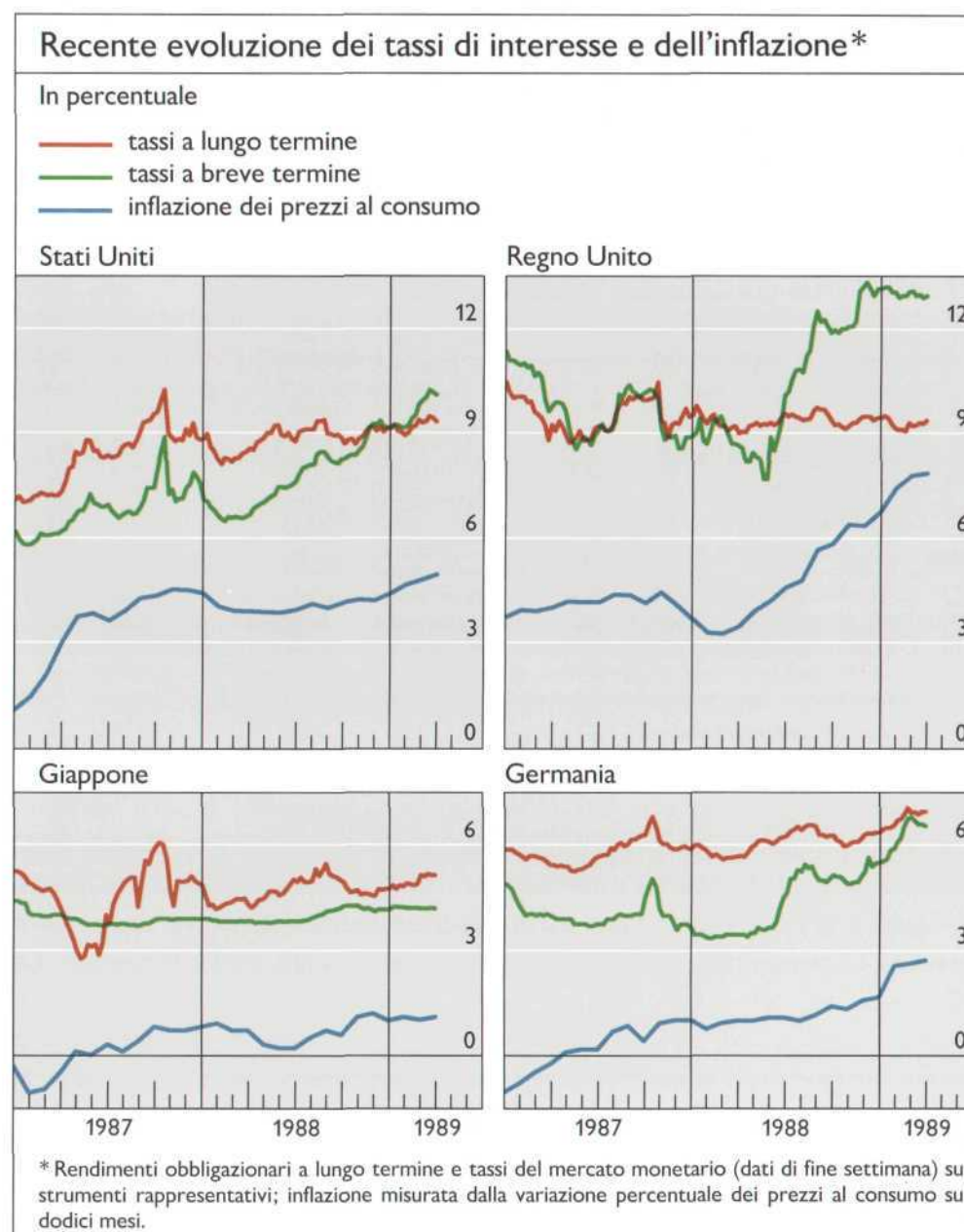
¹ Fino a metà marzo. ² Correlazione fra la variazione percentuale dei corsi azionari nello stesso giorno di calendario. ³ Correlazione fra la variazione percentuale dei corsi azionari negli Stati Uniti e le variazioni percentuali in Giappone e in Germania nel giorno di calendario successivo. ⁴ Correlazione fra la variazione percentuale dei corsi azionari in Germania e la variazione negli Stati Uniti nello stesso giorno di calendario e correlazioni fra le variazioni percentuali dei corsi azionari nel Regno Unito e in Germania e la variazione dei corsi in Giappone nel giorno di calendario successivo.

Fonti: si veda il grafico alla pagina 84.

USA appare più ostico che mai. D'altra parte la situazione è pure cambiata per taluni importanti aspetti. A differenza di quanto avvenuto nel 1987, l'inasprimento della politica monetaria nel 1988 e il connesso forte aumento dei tassi a breve nella maggior parte dei paesi industriali non ha condotto a notevoli incrementi dei tassi a lungo termine (grafico alla pagina seguente). Le differenze nell'inclinazione della curva dei rendimenti fra l'ottobre 1987 ed il primo trimestre 1989 fanno ritenere che nei paesi considerati le aspettative a medio termine degli investitori circa i tassi di interesse nominali e l'inflazione si siano abbassate rispetto all'epoca della crisi. Inoltre, la forte espansione economica trainata dagli investimenti nel 1988 induce a ritenere che le prospettive di un'ulteriore crescita reale nelle economie industriali siano ora più certe che nell'ottobre 1987.

L'aspetto forse più rimarchevole dell'evoluzione economica nel 1988 è l'impatto modesto che pare aver avuto la crisi borsistica nella maggior parte dei paesi industriali. Essa può in parte spiegare il leggero aumento della propensione al risparmio del settore privato negli Stati Uniti, ma a prescindere da ciò non sono facilmente ravvisabili altre conseguenze dirette. Questo fatto potrebbe stare ad indicare che gli investitori non avevano ancora pienamente integrato nella valutazione della propria ricchezza l'aumento dei corsi azionari durante la prima parte del 1987, cosicché il loro comportamento non è stato molto influenzato dal calo intervenuto negli ultimi mesi dell'anno. Ciò apparirebbe in linea con la tesi che la crisi ha in parte rispecchiato lo scoppio di una "bolla speculativa". Analogamente, il notevole rimbalzo delle quotazioni rispetto ai minimi post-crisi potrebbe indicare che il verificarsi di temporanee disfunzioni del mercato avevano fatto cadere diversi mercati a livelli "troppo bassi". D'altro canto, l'allentamento della politica monetaria che ha seguito la crisi, l'alto livello dei margini di profitto in relazione a

Nessun elemento nuovo nell'analisi delle cause della crisi

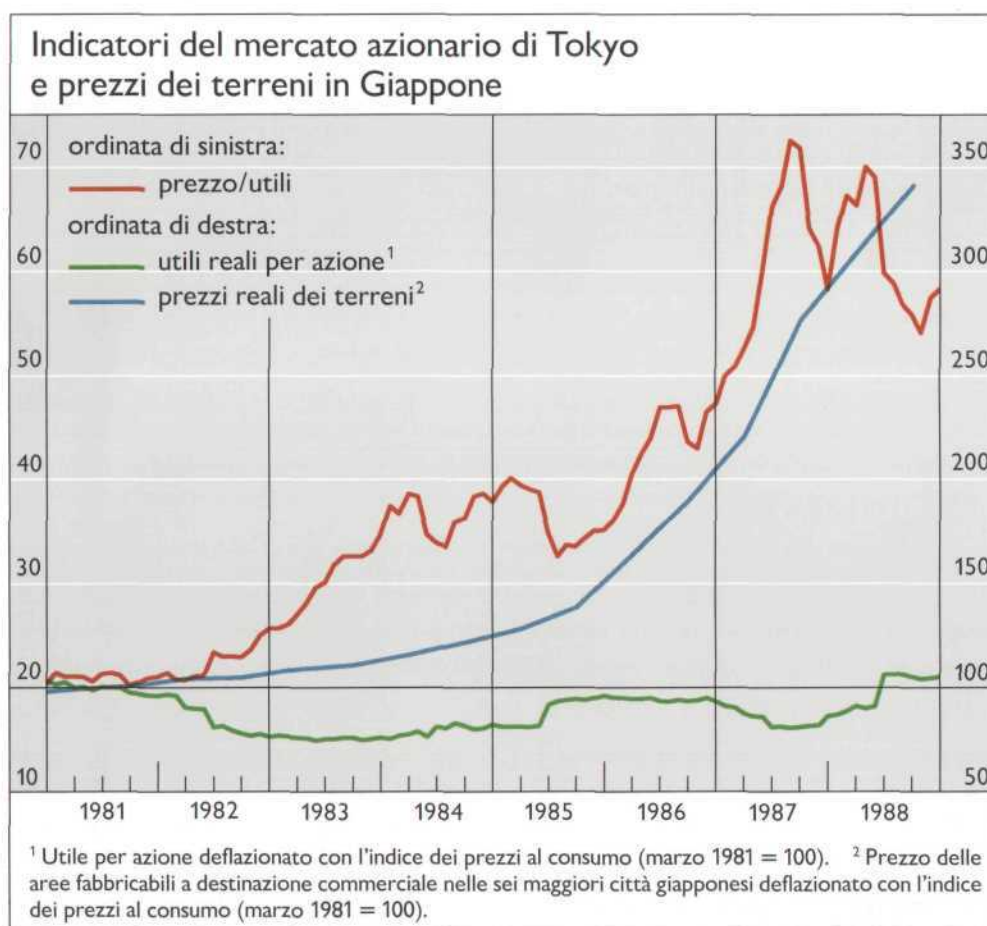


La sostenutezza
del mercato
azionario
giapponese ...

tassi di interesse reali storicamente elevati ed il connesso *boom* degli investimenti nel 1988, non erano stati probabilmente previsti nell'ottobre 1987. Visti in quest'ottica, gli aumenti dei corsi azionari nel 1988 appaiono alquanto logici e non sono incompatibili con l'ipotesi che la crisi fosse in parte dovuta a valutazioni pessimistiche circa le grandezze economiche fondamentali.

Nel 1988 il mercato azionario giapponese ha avuto un andamento decisamente più sostenuto rispetto a tutti gli altri, facendo segnare un recupero dei corsi ben oltre i massimi pre-crisi. Pur considerando l'eccellente prestazione dell'economia nipponica nel 1988, i fattori alla base dell'esuberanza delle quotazioni azionarie giapponesi non sono di immediata evidenza.

La misurazione del valore "fondamentale" dei titoli azionari è estremamente problematica poiché esso dipende dalle aspettative circa l'evoluzione economica futura e dal modo in cui sono determinati i prezzi delle attività finanziarie. Due indicatori complementari di tale valore "fondamentale" sono il cosiddetto *yield*



gap, ossia il differenziale fra rendimento obbligazionario e saggio di dividendo, e il rapporto prezzo/utili (P/U).

Anteriormente ai primi anni settanta il rapporto P/U sul mercato azionario giapponese era solitamente inferiore a 20. Nel decennio successivo esso ha oscillato fra 20 e 30. Come mostra il grafico, a partire dalla fine del 1985 il rapporto è invece cresciuto in modo straordinario, raggiungendo un massimo di oltre 70 prima della crisi. Nel primo trimestre 1989 esso risultava ridisceso al livello di circa 60.

Vi sono diverse possibili spiegazioni dell'eccezionale incremento dei rapporti P/U per le azioni giapponesi a partire dal 1985. In primo luogo, da allora i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono calati dal 6% circa al 4% circa, fatto che comporterebbe già di per sé un forte aumento del rapporto in esame. Tuttavia, il calo dei tassi di interesse nominali è stato pressappoco parallelo alla flessione dell'inflazione. Tale calo avrebbe dovuto diminuire il tasso atteso di crescita degli utili in termini nominali, controbilanciando così in certa misura l'effetto positivo dei più bassi tassi di interesse sul prezzo delle azioni. In secondo luogo, le imprese giapponesi detengono un considerevole ammontare di proprietà immobiliari. Come evidenziato dal grafico di pagina 87, i prezzi dei terreni in Giappone sono fortemente saliti dal 1985. Questo rincaro può aver accresciuto significativamente il valore di mercato delle attività patrimoniali delle imprese senza che siano aumentati gli utili di bilancio. Infine, l'attuale livello dei rapporti P/U può rispecchiare aspettative di una rapida crescita futura dell'utile per azione.

Un indicatore complementare del valore "fondamentale" è dato dal differenziale percentuale fra il rendimento obbligazionario a lungo termine e il rendimento azionario immediato, che può essere posto in relazione alla differenza fra il tasso atteso di crescita del dividendo unitario e un certo premio per il rischio. Durante il 1987 questo differenziale è salito sul mercato giapponese da 2,8 punti in aprile a 4,9 punti in settembre, per poi ridiscendere a 3,5 agli inizi del 1988. Nel primo trimestre di quest'anno esso si situava intorno a 4 punti. Ipotizzando, come si fa comunemente, un premio di rischio positivo per le azioni rispetto ai titoli di Stato, un siffatto differenziale di rendimento implica un tasso annuo atteso di crescita dei dividendi unitari nel lungo periodo di almeno il 4%. A sua volta l'incremento atteso di lungo periodo degli utili unitari non dovrebbe essere inferiore a questo tasso nella misura in cui la quota di utile distribuito non può crescere indefinitamente.

Sebbene dal 1970 gli utili societari in Giappone siano cresciuti a un tasso annuo medio dell'8,5%, gli utili per azione sono saliti soltanto del 2,9% l'anno, in quanto l'emissione di nuovo capitale azionario ha costantemente diluito i crescenti profitti. Di conseguenza, negli ultimi anni l'aumento degli utili unitari è stato soltanto di poco superiore al tasso di inflazione giapponese (grafico a pagina 87) e sono inoltre scese di poco le quote di utili distribuiti. Ne consegue pertanto che gli attuali livelli del differenziale di rendimento e del rapporto P/U in Giappone potrebbero non essere in linea con l'andamento di più lungo periodo degli utili e dei dividendi societari. Il mercato parrebbe cioè essere trainato più dalle aspettative di future plusvalenze di capitale che non dal potenziale di redditività.

... potrebbe non essere in linea con il livello dei dividendi e degli utili

La risposta alla crisi borsistica sul piano della regolamentazione. Nei mesi successivi alla crisi borsistica sono state avanzate diverse proposte di modifica della struttura normativa dei mercati finanziari al fine di superare i problemi emersi nell'ottobre 1987. Relativamente poche di tali modifiche sono state di fatto attuate nel 1988. Invero alcune delle raccomandazioni più radicali sono state oggetto di ripensamento a breve distanza dalla loro formulazione. Ad esempio, negli Stati Uniti la relazione preliminare del "Presidential Working Group on Financial Markets", pubblicata nel maggio 1988, respingeva due delle

Le reazioni alla crisi in termini di regolamentazione sono state differenziate

principali raccomandazioni del "Rapporto Brady", che era stato presentato nel gennaio dello stesso anno.

In linea di massima le modifiche che hanno trovato attuazione mirano a correggere le carenze tecniche e strutturali che paiono aver ostacolato l'ordinato funzionamento dei mercati azionari nelle condizioni estreme create il 19 e 20 ottobre 1987. Il mercato azionario di Hong Kong è l'unico ad aver avviato una riforma sostanziale della propria struttura regolamentativa. Negli Stati Uniti è stata potenziata la capacità operativa delle borse; si sono accresciute la dotazione di capitale e la liquidità dei sistemi di compensazione dei contratti *futures* al fine di ridurre il rischio di mancato regolamento; sono stati elevati i requisiti patrimoniali richiesti agli operatori primari; fra i mercati a pronti e a termine è stato introdotto un sistema coordinato di "interruttori automatici", cosicché le eventuali sospensioni delle contrattazioni possano avvenire in modo sincronizzato. Per contro, nel Regno Unito le modifiche sono state dettate dal modo in cui hanno reagito gli operatori al più basso volume di transazioni piuttosto che dal funzionamento del mercato durante la crisi (si veda di seguito). A livello internazionale sono stati intrapresi alcuni passi preliminari nel considerare i modi per migliorare il coordinamento fra i mercati, specie in materia di compensazione e di regolamento.

Le raccomandazioni che non sono state poste in atto sono quelle più controverse. Non vi è stata alcuna iniziativa per uniformare i margini di garanzia nei mercati a pronti e a termine o per modificare sostanzialmente l'attribuzione dei poteri di regolamentazione su questi mercati negli Stati Uniti, come raccomandato nel "Rapporto Brady" e nella relazione della Securities and Exchange Commission (SEC). Alcune imprese di *brokerage* hanno di propria iniziativa ridotto il ricorso a strategie di arbitraggio automatico, e la borsa di New York ha imposto determinati limiti all'uso dei sistemi computerizzati di ordinazione per un periodo sperimentale di sei mesi. Non vi sono tuttavia stati tentativi concreti di restringere le tecniche di *program trading*, in particolare quelle di assicurazione del portafoglio. Al tempo stesso la borsa di Tokyo ha lanciato nel settembre scorso un nuovo contratto *futures* sull'indice azionario, e in Francia e Germania vi sono progetti analoghi per il 1989, nonostante il ruolo negativo che, secondo talune analisi, i mercati USA degli strumenti a termine avrebbero svolto nella crisi dell'ottobre 1987.

Il mercato delle obbligazioni "ad alto rendimento" ha risentito assai poco della crisi

Il mercato delle obbligazioni "ad alto rendimento". Un altro sintomo dell'impatto relativamente modesto avuto dalla caduta dei corsi azionari nel 1987 è il fatto che questa non abbia avuto ripercussioni sensibili sul mercato statunitense delle obbligazioni "ad alto rendimento". I rendimenti di tali titoli sono aumentati di circa 1 punto percentuale nel corso dell'ottobre 1987, ma nell'aprile successivo lo *spread* medio sui titoli del Tesoro USA con scadenze comparabili era già ritornato ai livelli pre-crisi.

Il settore delle "junk bonds" rappresenta ora una parte considerevole del mercato obbligazionario

Il settore delle cosiddette "junk bonds" è divenuto un segmento ben consolidato del mercato obbligazionario USA. Esso è costituito dalle *non-investment-grade bonds*, ossia obbligazioni a carattere speculativo così definite in quanto non possono essere detenute dalle banche come normale forma di investimento a causa del loro elevato rischio di insolvenza. Tali titoli ad alto rendimento rappresentano ora circa un quinto delle obbligazioni societarie in essere negli Stati Uniti.

L'importanza assunta dal mercato in discorso è collegata all'accresciuto grado di indebitamento del settore delle imprese USA. Usato all'inizio principalmente come canale di finanziamento per imprese meno affermate, con il passare del tempo questo mercato è divenuto una sorgente sempre più importante di fondi per le operazioni di *leveraged buy-out* (LBO) o acquisizioni societarie finanziate con capitale di prestito. Questo tipo di transazioni ha dato luogo a un terzo delle obbligazioni ad alto rendimento emesse nel 1988. Nonostante la crisi borsistica del 1987 e diversi contraccolpi negativi durante lo scorso anno, questo mercato ha mantenuto la sua liquidità. Le nuove emissioni nel 1988 sono ammontate a oltre \$ 30 miliardi, totalizzando per il terzo anno consecutivo più del 20% delle nuove emissioni di obbligazioni societarie.

I differenziali di rendimento rispetto agli altri titoli a reddito fisso variano a seconda della situazione del mercato e della valutazione data all'affidabilità creditizia dell'emittente; tuttavia, in media la variabilità di prezzo nel mercato delle obbligazioni ad alto rendimento è stata paragonabile a quella delle obbligazioni di elevata qualità. Negli ultimi dieci anni le insolvenze sono state mediamente soltanto pari al 2,2% annuo dei titoli in essere, con oscillazioni fra lo 0,2 e il 6,7%. Sebbene queste cifre sottovalutino il tasso di insolvenza delle singole emissioni a causa della rapida crescita del volume di titoli in essere in questo periodo, i rendimenti totali su un portafoglio ipotetico di "junk bonds" che tenga conto di questo fattore hanno costantemente superato quelli di un portafoglio comparabile di obbligazioni societarie standard. Tuttavia, dato che il mercato dei titoli ad alto rendimento era molto più limitato all'epoca dell'ultima recessione, si può dire che esso non è ancora realmente passato al vaglio di una decisa contrazione dell'attività economica.

Grado di indebitamento e finanziamento delle imprese non finanziarie

Nel dicembre dello scorso anno la RJR-Nabisco, il gigante del tabacco e degli alimentari, è stata acquistata, e ritirata dal listino di Borsa, da un gruppo di investitori per l'importo di \$ 25 miliardi, una somma senza precedenti e fino ad allora inimmaginabile. Non meno dei quattro quinti del capitale necessario all'acquisizione era costituito da fondi presi a prestito, forniti per il 70% da banche. Questa transazione ha segnato il culmine dell'ondata di fusioni ed acquisizioni in atto negli Stati Uniti dai primi anni ottanta, cui le LBO hanno fornito un crescente contributo. Essa ha anche rappresentato l'esempio più notevole del crescente grado di indebitamento (o indice di leva finanziaria) delle società non finanziarie americane nel corso del periodo predetto. Per tale aspetto l'operazione ha richiamato l'attenzione sulle implicazioni di questo processo in termini di vulnerabilità finanziaria, di efficienza e competitività delle imprese, nonché per l'auspicabilità di un'azione di risposta a livello delle politiche.

Come mostra la prima tabella di pagina 91, sulla base di un indicatore comunemente impiegato per misurare l'indice di leva finanziaria (rapporto fra debiti e attività totali a valori contabili) il grado di indebitamento delle società non finanziarie USA è in effetti fortemente aumentato dagli inizi degli anni ottanta. E benché il suo livello attuale non si discosti di molto da quello raggiunto nei primi

Il grado di indebitamento delle imprese è salito soltanto negli Stati Uniti...

Rapporto indebitamento lordo/attività totali (valori contabili)						
Paesi	1970	1975	1980	1985	1986	1987
A basso quoziente di indebitamento						
Stati Uniti ¹	0,49	0,45	0,44	0,48	0,50	0,51
Regno Unito ¹	0,53	0,54	0,53	0,53	0,53	n.d.
Canada ²	0,54	0,61	0,59	0,58	0,57	0,57
Ad alto quoziente di indebitamento						
Giappone ²	0,85	0,85	0,84	0,81	0,81	n.d.
Germania ²	0,65	0,65	0,66 ³	0,63	0,62	0,60 ³
Francia ²	0,66	0,70	0,69 ³	0,71	0,67	n.d.
Italia ⁴	0,66	0,68	0,65	0,68 ⁵	n.d.	n.d.

¹ Imprese non finanziarie, su base consolidata o parzialmente consolidata. ² Imprese private non finanziarie, su base parzialmente consolidata o non consolidata. ³ Discontinuità nella serie. ⁴ Grandi imprese del settore della trasformazione industriale su base non consolidata. ⁵ 1983.

Fonti: OCSE, Financial Statistics; conti finanziari nazionali.

anni settanta, la recente tendenza ascendente è stata particolarmente accentuata e dà ben pochi segni di rallentamento. Inoltre, questa tendenza è peculiare degli Stati Uniti, almeno nell'ambito dei paesi qui considerati.

... pur rimanendo basso secondo i parametri internazionali

Al tempo stesso, il livello di indebitamento delle società USA appare relativamente basso ad un raffronto internazionale. Esso si avvicina a quello osservabile in Canada e nel Regno Unito, mentre è significativamente inferiore ai valori presenti negli altri paesi del Gruppo dei Sette. Naturalmente alcune delle differenze possono in parte essere dovute alle caratteristiche del campione e alle diverse pratiche contabili, ma è improbabile che questi fattori siano di portata tale da invalidare il quadro di fondo che emerge dai dati.

La specificità degli Stati Uniti è ampiamente confermata se il capitale proprio è misurato ai valori di mercato anziché di bilancio (tabella seguente). In questo caso l'indice di leva finanziaria delle società USA ha mostrato valori sostanzialmente stabili durante gli anni ottanta, mentre lo stesso indice ha avuto una generale tendenza calante negli altri paesi, specie in Giappone. Il differente andamento mostrato dalle stime a seconda che il capitale sia computato al

Rapporto indebitamento lordo/attività totali (valori di mercato ¹)						
Paesi	1970	1975	1980	1985	1986	1987
A basso quoziente di indebitamento						
Stati Uniti	0,45	0,52	0,50	0,50	0,49	0,51
Regno Unito	0,51	0,64	0,63	0,52	0,48	0,48
Canada	0,50	0,58	0,54	0,47	0,45	0,45
Ad alto quoziente di indebitamento						
Giappone	0,86	0,83	0,84	0,73 ²	0,63	0,59
Germania	0,72	0,76	0,81	0,71	0,70	0,77

¹ Società private non finanziarie (per la Germania, tutte le aziende di produzione); attività totali calcolate come somma dell'indebitamento lordo più capitale proprio a valori di mercato. ² Discontinuità nella serie.

Fonti: conti finanziari nazionali e stime BRI.

valore di bilancio o a quello di mercato rispecchia principalmente la generale sostenutezza dei corsi azionari a partire dal 1982. Le cifre confermano il sostanziale dualismo fra i paesi con basso indice di leva, come Stati Uniti, Canada e Regno Unito, e quelli restanti.

I fattori alla base dei differenti livelli degli indici di leva finanziaria nei due gruppi di paesi sono stati oggetto di numerose analisi. E' possibile addurre come spiegazione lo sviluppo relativamente precoce dei mercati azionari nei paesi con bassi indici, sviluppo che è stato invece ritardato altrove da diversi impedimenti istituzionali. Tuttavia, almeno a partire dai primi anni sessanta, l'importanza del mercato azionario come canale di finanziamento appare di fatto minore negli Stati Uniti, e probabilmente anche nel Regno Unito, rispetto ad alcuni paesi con elevato quoziente di indebitamento, il che starebbe ad indicare un più ampio ricorso, come fonte di finanziamento, agli utili reinvestiti. In alternativa, un possibile fattore esplicativo può essere individuato nella diversità delle strutture delle imposte dirette a carico delle imprese e delle persone fisiche. Ma se è possibile riscontrare situazioni in cui le considerazioni di ordine tributario sono state importanti nel determinare le scelte di finanziamento sul piano della singola azienda, a livello di settore esse non paiono costituire il fattore determinante delle differenze fra i paesi nel grado di indebitamento. Quanto meno sulla base delle aliquote di imposta nominali tipiche che si applicano ai redditi societari e delle persone fisiche, pare esservi una correlazione alquanto labile fra la graduatoria dei paesi considerati in termini di vantaggio fiscale del ricorso al credito rispetto al capitale di rischio, e l'indice di leva osservato (tabella alla pagina seguente). Una spiegazione alternativa potrebbe essere la più rapida crescita economica, e quindi il maggiore fabbisogno di investimenti nei paesi con indice elevato, durante il periodo postbellico, congiuntamente alla presenza di vincoli istituzionali al reperimento di capitale di rischio.

Quale che sia l'incidenza dei fattori ora citati, essi non riescono a spiegare come le imprese nei paesi a più alto indice di leva siano state in grado di sopportare un onere debitorio considerevolmente maggiore. Alcune caratteristiche strutturali di tali paesi, in gran parte attinenti alla natura delle relazioni investitore-impresa, possono di fatto fornire una certa chiave interpretativa. Fra queste caratteristiche se ne possono citare tre in particolare: la compresenza nei portafogli degli investitori di strumenti di debito e di capitale; il minor grado di dispersione dei portafogli azionari e creditizi; l'azione delle politiche governative.

Sia in Germania sia in Giappone le banche detengono tradizionalmente cospicue partecipazioni azionarie in imprese non finanziarie (tabella a pagina 94). In Giappone esse posseggono circa un quinto dello stock di azioni; in Germania ne detengono soltanto il 10% circa, ma di fatto esercitano un controllo assai maggiore attraverso il sistema del voto per procura. In entrambi i paesi l'influenza delle banche è poi accresciuta dal fatto che una cospicua quota del capitale azionario – circa un terzo in Giappone e due quinti in Germania – è detenuta dalle imprese non finanziarie stesse. Per giunta le banche possono talvolta essere rappresentate nei consigli di amministrazione di queste ultime. Siffatte circostanze non soltanto facilitano il "monitoraggio" della situazione economico-finanziaria delle imprese mutuatrici e il controllo delle politiche di queste, ma tendono anche a ridurre l'incentivo delle istituzioni creditizie a forzare il falli-

Taluni fattori favoriscono la capacità di indebitamento nei paesi ad elevato indice di leva finanziaria:

la contestuale detenzione di azioni e di strumenti debitori;

Tassazione e indice di leva finanziaria; 1985					
Paesi	Rapporti di redditività al netto delle imposte ¹		Graduatoria del vantaggio fiscale dell'indebitamento rispetto a:		Graduatoria in termini di indebitamento ²
	dividendi/interessi	plusvalenze/interessi	aumenti di capitale	utili non distribuiti	
A basso indice di leva					
Stati Uniti	0,54	0,76	2	5	7
Regno Unito	0,68	0,72	6	4	6
Canada	0,66	0,67	5	2	5
Ad alto indice di leva					
Giappone	0,49	0,63	1	1	1
Germania	1,00	0,82	7	6	4
Francia	0,66	0,93	4	7	2
Italia	0,61	0,71	3	3	3

¹ Rapporto fra reddito da azioni (dividendi o plusvalenze di capitale) e reddito da interessi percepito da un investitore individuale tipico in un'impresa societaria, al netto delle imposte a carico della società e della persona fisica. Valori inferiori all'unità indicano che il finanziamento creditizio è preferito al finanziamento di capitale nella forma di nuove emissioni azionarie (dividendi) o di utili non distribuiti (plusvalenze di capitale). I rapporti sono stati stimati sulla base delle aliquote d'imposta nominali rappresentative. Le aliquote sulle plusvalenze di capitale sono corrette per tenere conto del differimento del realizzo di tali guadagni. Le stime vanno interpretate con cautela poiché esse non considerano le opportunità di arbitraggio e tutta la varietà di forme impositive che possono, direttamente o indirettamente, influire sulle scelte di finanziamento (ad esempio, imposte sul patrimonio netto e tasse sulle transazioni di mercato mobiliare). ² Valori contabili (si veda la prima tabella di pagina 91).

Fonte: stime BRI.

mento e la liquidazione delle società debitrice in periodi di tensioni finanziarie. Esse creano pertanto un contesto più favorevole al finanziamento creditizio.

Una concentrazione del capitale azionario e ancor più degli strumenti debitori nelle mani di un numero relativamente ristretto di investitori può favorire il ricorso al capitale di prestito in quanto facilita l'appianamento di crisi finanziarie. Tale concentrazione tende a restringere le opportunità di *free riding*, ossia la possibilità di trarre vantaggio dalla composizione di una crisi senza dover sopportare un corrispondente onere in termini di costo. Essa può ridurre l'incentivo degli investitori a forzare il fallimento (se creditori) o ad astenersi dall'apportare nuovi fondi (se azionisti). La concentrazione dei portafogli creditizi può inoltre favorire l'instaurarsi di relazioni più stabili fra mutuatario e prestatore, le quali, grazie all'accresciuto flusso di informazioni, possono rendere l'istituzione creditizia più tollerante a riguardo del grado di indebitamento.

Un certo numero di indicatori evidenzia in effetti una maggiore concentrazione dei portafogli azionari nei paesi con più alto indice di leva finanziaria (tabella a pagina 94). In questi ultimi le imprese non finanziarie detengono una quota importante del capitale azionario complessivo e le acquisizioni di controllo ostili sono estremamente rare. Per contro, nei paesi con basso indice di leva una parte cospicua delle azioni è detenuta dal settore famiglie e anche gli investitori istituzionali tendono a preferire la diversificazione al controllo. Per quanto concerne il finanziamento creditizio, il limitato ricorso a strumenti debitori negoziabili rispetto ai prestiti bancari nei paesi ad alto indice di leva implica una

la concentrazione di portafogli azionari e creditizi;

minore frammentazione del debito e una maggiore importanza delle relazioni consolidate.

I dati relativi al Giappone mostrano come in questo paese la concentrazione dell'indebitamento sia particolarmente forte: la "principale banca" dei gruppi aziendali del settore non finanziario (Keiretsu) attualmente fornisce essa sola da un quinto a un terzo dei fondi mutuati a tali gruppi, ancorché la quota fosse sensibilmente più ampia negli anni sessanta. E' altresì significativo il fatto che il recente maggiore ricorso ai mercati mobiliari in Giappone, in parte sulla scia della deregolamentazione, abbia assunto in gran parte la forma di emissioni di titoli ibridi (obbligazioni convertibili o con *warrant*) e abbia coinciso con una riduzione del quoziente di indebitamento. Analogamente, il generale rafforzamento della posizione patrimoniale netta delle imprese negli anni ottanta è avvenuto in diversi paesi, in particolare Germania e Italia, parallelamente a un allentamento dei legami con le istituzioni creditizie.

In almeno tre dei quattro paesi con alto indice di leva (Italia, Francia e Giappone) la politica governativa pare aver costituito un importante fattore addizionale della maggiore capacità di indebitamento. Lo Stato ha fatto affidamento sulle istituzioni creditizie (soprattutto quelle specializzate nel credito a lungo termine) per fornire assistenza finanziaria all'industria attraverso varie

e l'intervento dei pubblici poteri

Indicatori della struttura finanziaria; 1985							
Voci	Paesi a basso indice di leva finanziaria			Paesi ad alto indice di leva finanziaria			
	Stati Uniti	Regno Unito	Canada	Giappone	Germania	Francia	Italia
	in percentuale						
Composizione dell'indebitamento delle società ¹ :							
banche all'interno	32	62	40	53	73	58	56
altre istituzioni creditizie interne	9	6	21	38	5	18	29
titoli	56	19	32	8	4	15	7
altre passività ²	4	13	6	2	17	10	7
Totale capitale azionario ³ detenuto da:							
imprese non finanziarie	— ⁴	10	1	30	43	41	66
banche ⁵	0	0	4	17	8	4	3 ⁶
altre istituzioni finanziarie	28	52	21	22	9	8	3
famiglie	67	24	69	23	18	24	13
amministrazioni pubbliche	—	5	2	0	9	10	9
altri ²	4	10	4	7	13	13	5
Per memoria:							
capitalizzazione di borsa (in percentuale del PIL) ⁷	49	64	43	57	24	13	13
¹ Passività contratte sul mercato creditizio, esclusi i crediti mercantili. ² Principalmente verso non residenti. ³ Di società finanziarie e non finanziarie; per il Giappone, esercizio contabile. ⁴ Su base consolidata. ⁵ Per il Regno Unito, "settore monetario". ⁶ Soltanto azioni di imprese finanziarie. ⁷ In presenza di partecipazioni detenute da imprese non finanziarie la capitalizzazione di mercato appare artificialmente elevata. Fonti: conti finanziari nazionali; Borsa di Tokyo; Morgan Stanley International e stime BRI.							

Questi fattori
non sono rilevanti
negli Stati Uniti...

forme, come i prestiti agevolati e/o assistiti da garanzia statale. Esso ha inoltre svolto un ruolo attivo in qualità di proprietario o comproprietario di imprese, sia finanziarie sia non finanziarie (Italia e Francia), nel perseguimento di obiettivi di interesse pubblico. Ciò ha consentito talvolta il ripianamento di perdite.

Vi sono ben poche indicazioni che l'aumento del debito delle imprese negli USA si sia accompagnato ad una convergenza verso quelle caratteristiche dei paesi con più alto indice di leva finanziaria che sarebbero indicative di una maggiore capacità di indebitamento. Nel corso degli anni ottanta non vi è stato infatti un maggior ricorso agli intermediari creditizi a scapito dei mercati finanziari. Di fatto, fra il 1982 e il 1988 la percentuale dei titoli sul totale del finanziamento delle imprese attraverso il mercato creditizio è salita dal 54 al 56% e una quota crescente è stata costituita dalle obbligazioni ad alto rendimento. Sono state proprio le fusioni ed acquisizioni finanziate con capitale di credito, rare nei paesi con elevato indice di leva, ad avere in ampia misura determinato l'aumento dell'indebitamento. Secondo talune prime stime, circa la metà della crescita del debito delle società USA fra il 1982 e il 1988 potrebbe essere dovuta ad operazioni di fusione e incorporazione, e oltre un decimo alle sole LBO. Un ruolo importante è stato svolto anche dai programmi di riacquisto di azioni proprie, spesso in risposta a minacce di acquisizione.

Al tempo stesso sono riscontrabili anche negli Stati Uniti taluni aspetti dei rapporti fra investitore e impresa che favoriscono la capacità di ottenere credito. Non sorprende che essi appaiano nelle transazioni con più elevata componente debitoria, come le LBO, dove al completamento dell'operazione il rapporto debito/attività si situa tipicamente fra l'80 e il 95%. A transazione conclusa il capitale azionario dell'impresa è tenuto sotto stretto controllo da parte di un limitato numero di investitori. Inoltre, alcune istituzioni paiono detenere simultaneamente strumenti debitori e titoli azionari o convertibili in azioni, anche se a tale riguardo non si dispone di precise statistiche. Comunque, la pratica di cedere quote del prestito originario per ridurre l'esposizione della banca agente (partecipazioni secondarie), se da un lato protegge le banche, dall'altro si traduce in una frammentazione di fatto della titolarità dei crediti che può non favorire una risoluzione atraumatica di situazioni di crisi finanziaria dell'impresa.

... ma altri
elementi riducono
il rischio

L'attenuazione del rischio connesso alle strutture con elevato grado di indebitamento si basa in parte sui nuovi strumenti finanziari e sul discernimento degli amministratori e degli specialisti finanziari. Il rischio di interesse può essere ridotto mediante il più ampio ricorso a strumenti innovativi come gli *swaps* ed i *caps* di tasso di interesse, i *futures* e le opzioni. Nel caso specifico delle LBO la copertura a termine di parte dell'esposizione ad aumenti dei tassi di interesse è pratica comune e viene spesso posta come condizione dalle banche per la concessione del credito. Il rischio in termini di flussi monetari connesso ad una recessione potrebbe poi essere minore di quanto lascino supporre le cifre aggregate dell'indebitamento, poiché l'aumento di quest'ultimo e del grado di leva finanziaria è stato maggiore in settori meno sensibili agli andamenti congiunturali, come quello dei beni di consumo non durevoli. Circa il 60% delle LBO avrebbe avuto luogo appunto in questi settori, e in particolare nei comparti dei prodotti alimentari e del tabacco e della distribuzione al dettaglio, poiché una delle caratteristiche primarie delle imprese oggetto di LBO è la stabilità dei flussi monetari.

In definitiva, la crescita di fondo della capacità di sostenere l'onere debitorio, specialmente nel caso di transazioni con prevalente finanziamento creditizio, dipende essenzialmente dalla misura in cui le nuove strutture incrementano la redditività aziendale. Il flusso di esborsi contrattuali connessi al più elevato indebitamento potrebbe restringere la discrezionalità degli amministratori nel perseguire obiettivi non orientati al profitto, forzandoli a dismettere attività suscettibili di più fruttuosi impieghi alternativi oppure a sottostare ad un più attento scrutinio da parte del mercato dei capitali allorché si presenta la necessità di attingervi nuove risorse. La maggiore ampiezza dei pacchetti azionari detenuti dagli amministratori nelle imprese oggetto di LBO realizzate su iniziativa di questi ultimi (circa un quinto delle LBO complessive) potrebbe renderli più attenti a considerazioni di profitto e permettere loro di mettere a frutto le presunte migliori informazioni circa il valore potenziale dell'azienda. Tuttavia, l'evidenza empirica sulla redditività dell'accresciuta leva finanziaria è ancora controversa e provvisoria, e non è comunque tale da dissipare i timori circa la fragilità delle nuove strutture aziendali in un contesto economico meno favorevole. Da questo punto di vista i numerosissimi casi di declassamento del merito creditizio in un periodo di crescita economica relativamente forte non costituiscono un fenomeno particolarmente incoraggiante.

Il maggiore quoziente di indebitamento delle imprese non finanziarie fa sorgere questioni di politica economica a riguardo sia delle stesse imprese sia del sistema finanziario. Per quanto concerne le prime, nella misura in cui una struttura finanziaria più rischiosa è ritenuta indesiderabile, sarebbe opportuno, nel più lungo periodo, allontanarsi da un sistema tributario che agevola il ricorso al capitale di prestito, a favore di un sistema più neutro nei riguardi delle scelte di finanziamento.

A livello di sistema finanziario, la principale preoccupazione è l'esposizione al rischio del settore bancario statunitense. Si è stimato che a fine giugno 1988 circa il 10% dei prestiti bancari ad imprese mercantili ed industriali fosse collegato a LBO. Prescindendo dai crediti di prefinanziamento, la scadenza dei fondi mutuati per una operazione di LBO va tipicamente da quattro a nove anni. Non è peraltro chiaro in quale misura i detentori finali di questi crediti a medio-lungo termine siano costituiti da banche USA e non invece da banche estere. Certo, il riferimento all'eventualità di un ripetersi di crisi del tipo di quelle osservate per la situazione debitoria dei paesi in via di sviluppo è fuorviante, se non altro per il maggiore controllo esercitabile sulle politiche dei mutuatari e per le garanzie reali pretese dalle banche. Al tempo stesso però, la novità e complessità delle transazioni finanziarie in discorso, e il fatto che queste non siano ancora passate al vaglio di condizioni economiche sfavorevoli, rendono necessaria una stretta disciplina prudenziale. Le autorità di vigilanza si sono già mosse in questa direzione, soprattutto intensificando l'attività di controllo preventivo.

Le acquisizioni con prevalente finanziamento creditizio non sono state fenomeno diffuso al di fuori degli Stati Uniti. L'unica parziale eccezione è costituita dal Regno Unito, dove le LBO sono aumentate di numero e di dimensione, pur restando su livelli ben lontani da quelli degli Stati Uniti: si stima che le oltre 300 LBO realizzate nel 1988 abbiano totalizzato un ammontare non di molto superiore a \$ 5 miliardi. E' tuttavia aumentata, parallelamente alla dimensione

La vulnerabilità di fronte a una recessione economica dà adito a fondati timori

Questioni di politica economica

Le questioni che si pongono al di fuori degli Stati Uniti

delle operazioni, la partecipazione delle banche estere nelle LBO realizzate negli USA. Le banche giapponesi, in particolare, sono state assai attive negli ultimi tempi, avendo fornito, a quanto risulta, circa il 45% del finanziamento bancario erogato per la maggiore operazione di LBO finora conclusa.

In Europa, sebbene le acquisizioni finanziate prevalentemente con capitale di prestito siano state rare, si è comunque assistito ad un'ondata di ristrutturazioni societarie. A differenza di quanto avvenuto negli Stati Uniti, queste operazioni sono state principalmente motivate da considerazioni strategiche di più lungo periodo, hanno per lo più dato luogo ad aziende di maggiori dimensioni, hanno spesso aumentato la concentrazione in settori piuttosto frammentati e sono state raramente di natura ostile. L'elevato grado di indebitamento, che riduce la possibilità di una sua ulteriore crescita, le numerose barriere normative e istituzionali che si frappongono alle acquisizioni ostili, specie internazionali, e forse anche la prospettiva del mercato unico entro la fine del 1992 hanno costituito le principali determinanti di tale processo. La prospettiva del 1992 dovrebbe presumibilmente dare ulteriore impulso all'ondata di ristrutturazioni. Essa ha altresì accresciuto la consapevolezza del bisogno di una maggiore uniformità fra i vari paesi europei nel quadro normativo concernente le acquisizioni, in particolare quelle intraprese contro la volontà degli amministratori in carica.

La regolamentazione della struttura finanziaria delle banche

Nuovo accordo internazionale sull'adeguatezza patrimoniale delle banche

Nel luglio 1988 il Comitato per la regolamentazione bancaria e le procedure di vigilanza dei paesi del Gruppo dei Dieci e Lussemburgo (Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria) è pervenuto ad un Accordo sulla convergenza internazionale nella misurazione del capitale proprio delle banche e nell'applicazione di coefficienti patrimoniali minimi (qui di seguito denominato Accordo sulla convergenza). Le origini di tale accordo possono essere fatte risalire ai primi anni ottanta, quando le autorità di vigilanza bancaria in diversi paesi del Gruppo dei Dieci furono poste di fronte ai problemi di un sostanziale deterioramento nella qualità dei crediti bancari verso i paesi in via di sviluppo, nonché della rapida liberalizzazione finanziaria che tendeva ad accrescere la concorrenza fra le istituzioni creditizie e ad ampliare le loro opportunità di impieghi ad elevato rischio. A ciò si aggiungeva il fatto che in taluni paesi il grado di indebitamento delle banche era salito a livelli storicamente alti. Di conseguenza, le autorità di vigilanza si persuasero della necessità di rafforzare la solidità delle banche innalzandone i requisiti minimi di capitale proprio.

I primi passi in questa direzione, basati sull'applicazione di quozienti di indebitamento semplici in alcuni paesi e indici ponderati in base alla rischiosità delle categorie dell'attivo di bilancio in altri, ottennero risultati alquanto soddisfacenti. Tuttavia divenne ben presto evidente che per conseguire ulteriori progressi sarebbe stato necessario elaborare un più sofisticato metodo per la valutazione dell'adeguatezza patrimoniale e realizzare un maggiore coordinamento fra gli organi di vigilanza dei diversi paesi. Il più raffinato metodo di misurazione si rendeva necessario per evitare la possibilità che coefficienti patrimoniali più stringenti tendessero a esercitare effetti distorsivi sulle scelte di portafoglio delle banche. Ad esempio, si era constatato che l'impiego di un indice di indebitamento semplice aveva scoraggiato le banche a detenere attività liquide a basso

rischio, mentre le misure basate unicamente sulle poste iscritte a bilancio avevano incentivato una sostituzione di queste ultime con impegni e rischi "fuori bilancio". Il maggiore coordinamento internazionale era necessario per evitare che, con l'innalzamento dei coefficienti patrimoniali, le diversità nelle definizioni e nei requisiti di capitale accentuassero le disuguaglianze concorrenziali fra le banche dei vari paesi.

L'Accordo sulla convergenza ha cercato di soddisfare tali esigenze stabilendo uno schema comune ai paesi del Gruppo dei Dieci per la misurazione del capitale proprio delle banche e per la fissazione di requisiti minimi di adeguatezza patrimoniale in rapporto all'esposizione creditizia.

Nel definire la base di capitale di una banca l'Accordo opera un'importante distinzione fra "patrimonio primario" – comprendente il capitale azionario e le riserve palesi – il quale deve essere almeno pari al 50% del patrimonio totale riconosciuto, e "patrimonio supplementare", costituito da altri tipi di riserve e da taluni strumenti debitori. Al patrimonio primario è data particolare rilevanza poiché esso è concordemente riconosciuto come capitale di qualità superiore, avendo una dimensione nominale nota e relativamente stabile ed essendo atto ad assorbire le eventuali perdite di una banca in condizioni di continuità funzionale. L'incidenza relativa del patrimonio primario sul totale dei mezzi di finanziamento di una banca costituisce una variabile-chiave che determina le decisioni degli azionisti e in particolare le loro preferenze in termini di rischio-rendimento del portafoglio.

Particolare enfasi
posta sul capitale
primario

Nell'Accordo sulla convergenza l'esposizione creditizia di una banca è valutata sommando differenti categorie generali di attività e di impegni "fuori bilancio" ponderati in base al grado di rischio. I coefficienti di ponderazione, che sono in massima parte specificati nell'Accordo, sono scelti in funzione del presunto rischio creditizio delle varie forme di esposizione. Infine, l'adeguatezza patrimoniale è misurata rapportando il capitale riconosciuto all'esposizione creditizia globale ponderata nel modo predetto. L'Accordo sulla convergenza stabilisce un periodo di transizione durante il quale le banche sono tenute ad adeguare progressivamente il proprio capitale ai requisiti prescritti, fino a raggiungere un coefficiente patrimoniale minimo dell'8% entro la fine del 1992.

Le attività sono
ponderate in
ragione del rischio

La disciplina prevista dall'Accordo si applica solo alle banche operanti internazionalmente dei paesi del Gruppo dei Dieci e Lussemburgo. Tuttavia, iniziative parallele assunte da altre autorità di vigilanza nazionali faranno sì che di fatto i principi fondamentali troveranno applicazione in un'ampia gamma di paesi esterni al Gruppo. Gli Stati Uniti ed i paesi membri della Comunità europea intendono applicare tali principi a tutte le banche. In Giappone le disposizioni dell'Accordo saranno vincolanti solo per trentacinque banche con filiali o filiazioni all'estero, mentre le altre istituzioni bancarie, fra cui la maggioranza delle banche "regionali", avranno la possibilità di optare per la regolamentazione nazionale esistente in materia di adeguatezza patrimoniale.

I principi fonda-
mentali trove-
ranno ampia
applicazione

Attualmente l'Accordo sulla convergenza considera l'adeguatezza di capitale soltanto in relazione al rischio creditizio e non alle altre forme di rischio di mercato, quali il rischio di interesse e di cambio. E' altresì importante notare che, per ragioni di ordine pratico, la misurazione del patrimonio è in gran parte basata sulla valutazione contabile di attività e passività. Tuttavia, l'eventuale inclu-

Soltanto il rischio
creditizio
è contemplato

sione di parte delle plusvalenze azionarie non realizzate fra i componenti del patrimonio supplementare implica che le fluttuazioni nel valore di mercato delle attività possano in alcuni casi influire sensibilmente sulla dimensione del capitale riconosciuto delle banche.

Alcune conseguenze sono già osservabili

Anche se la pubblicazione delle proposte del Comitato risale soltanto al dicembre 1987, già da tempo erano state avviate iniziative volte a realizzare un accordo internazionale sull'adeguatezza patrimoniale delle banche basato sull'esposizione al rischio. Pertanto, benché le autorità nazionali di vigilanza abbiano iniziato solo di recente a dare attuazione all'Accordo sulla convergenza, è già possibile individuare talune conseguenze dell'applicazione della sua metodologia di base. Ad esempio, nel 1987 le banche giapponesi sono state autorizzate a raccogliere nuovo capitale mediante emissioni interne di obbligazioni convertibili. In Giappone e in Francia le autorità hanno allentato i vincoli alla trasformazione in strumenti negoziabili di talune categorie di attività bancarie, mentre nel 1988 negli Stati Uniti le banche hanno aumentato di oltre il 50%, per un ammontare totale di \$ 15,3 miliardi, le emissioni di titoli assistiti da garanzia su attività patrimoniali. Vi sono inoltre indicazioni che le banche giapponesi stiano progressivamente abbandonando il sistema dei depositi "compensativi", che esse investano una più larga parte dei fondi in titoli di Stato con coefficiente di rischio nullo e stiano incrementando il ricorso agli schemi di garanzia governativa.

Stime del fabbisogno addizionale di capitale proprio

All'epoca in cui fu annunciato l'Accordo sulla convergenza sono state elaborate varie stime dell'ammontare di nuovo capitale primario che le banche nei singoli paesi avrebbero dovuto reperire per rispettare il coefficiente patrimoniale finale dell'8%. Siffatte stime dipendono fortemente dalle ipotesi formulate in merito alla futura crescita del bilancio e agli accantonamenti per perdite su crediti. Per quanto riguarda gli Stati Uniti emergeva che la maggior parte delle piccole banche e delle istituzioni "sovraregionali" avrebbe facilmente ottemperato al requisito dell'8%, così come numerose banche maggiori. Ciò nondimeno il fabbisogno aggregato di nuovo capitale per le dodici più grandi banche USA veniva variamente stimato fra \$ 5 e 15 miliardi. Secondo le proiezioni fatte per le trentacinque banche giapponesi attive a livello internazionale, il loro fabbisogno complessivo di nuovo capitale primario è di 6-8 mila miliardi di yen (circa \$ 45-60 miliardi). Una cifra di questo ordine di grandezza appare ora raggiungibile alla luce della sostenutezza del mercato azionario nipponico e del fatto che le banche giapponesi paiono godere di una più elevata valutazione sul mercato interno rispetto alle banche situate in taluni altri paesi. Nell'esercizio terminante nel marzo 1989 le maggiori banche giapponesi sono state in grado di raccogliere nuove risorse sotto forma di azioni e di obbligazioni convertibili per un totale di yen 3.700 miliardi. Nemmeno le banche maggiori nel Regno Unito, in Germania e in Svizzera dovrebbero avere problemi nel soddisfare la prescrizione dell'8%. Per contro, talune banche francesi a capitale pubblico potrebbero incontrare difficoltà nel reperire i necessari mezzi propri addizionali a causa delle restrizioni all'apporto di capitale azionario privato.

Come le banche dovrebbero risultare rafforzate

I più elevati requisiti patrimoniali dovrebbero rafforzare le singole banche in due modi: nei riguardi dei creditori della banca, accrescendo le risorse in grado di coprire le perdite, sia che l'istituzione mantenga la sua operatività, sia che essa debba essere posta in liquidazione; nei riguardi degli azionisti della banca,

riducendo l'attrattività di investimenti ad elevato rischio. Questo secondo meccanismo si basa sull'interazione fra la fissazione di requisiti patrimoniali minimi e le altre forme di intervento delle autorità nell'attività bancaria.

Data la vitale importanza del sistema bancario per l'economia di un paese e la necessità di preservare la fiducia dei depositanti, varie autorità nazionali hanno predisposto specifici strumenti, come i sistemi di assicurazione dei depositi o i meccanismi per l'erogazione di liquidità di emergenza, affinché non si producano ingiustificate "corse agli sportelli" e siano ridotti al minimo i danni al sistema finanziario se ciò dovesse comunque accadere. Tuttavia, proteggendo parzialmente i creditori da taluni dei rischi connessi alle decisioni di investimento delle banche, tali interventi dell'autorità pubblica possono tendenzialmente costituire un'interferenza nei normali meccanismi del mercato.

In particolare, i creditori potrebbero divenire più indifferenti alla tendenza di una banca orientata al profitto a scegliere investimenti rischiosi con un'elevata potenzialità reddituale. Gli azionisti traggono vantaggio dalla scelta di tali investimenti poiché fruiscono appieno della loro remuneratività se questi hanno buon esito, mentre sono chiamati a sopportare una perdita limitata in caso di fallimento. I creditori porrebbero normalmente un freno a questa tendenza richiedendo più elevati rendimenti nel caso in cui crescesse il rischio di insolvenza nel portafoglio della banca. Tuttavia, in presenza di una rete di salvataggio i costi di un dissesto, e quindi il compito di sorvegliare e tenere sotto controllo l'esposizione al rischio di una banca, sono in parte trasferiti agli organi ufficiali.

Le autorità di vigilanza fanno ricorso a quattro strumenti principali per assolvere questo compito: raccolgono un'amplessissima messe di dati sull'attività delle banche; impongono restrizioni dirette allo spazio operativo delle aziende bancarie, fissando ad esempio massimali in termini di esposizioni singole e, in alcuni paesi, stabilendo limitazioni all'attività in titoli e assicurativa; pretendono che i responsabili della gestione delle aziende bancarie posseggano requisiti di esperienza e capacità professionale e siano così inclini a imporre una certa disciplina nel perseguimento dell'obiettivo di incrementare la ricchezza degli azionisti; prescrivono l'osservanza di coefficienti patrimoniali minimi affinché la parte di rischio sopportata dagli azionisti non scenda al disotto di una certa soglia. L'innalzamento dei requisiti di capitale accresce questa parte e riduce quindi il vantaggio riveniente agli azionisti di una banca dagli investimenti a più alto rischio. L'analisi della crisi delle casse di risparmio USA condotta nel seguente paragrafo illustra in modo chiaro come le istituzioni finanziarie beneficianti di certe forme di sostegno pubblico possano sviluppare una pericolosa propensione per gli impieghi ad elevata rischiosità, quando è loro consentito di operare senza una base di capitale e una vigilanza prudenziale adeguate.

L'Accordo sulla convergenza può altresì agire in senso moderatore sulla propensione al rischio grazie alla maggiore uguaglianza concorrenziale che esso istituisce fra le banche di diversa nazionalità. Ciò potrebbe contribuire a porre termine alla situazione in cui una banca che si trovi in posizione di svantaggio concorrenziale nei propri mercati tradizionali, a causa dei requisiti patrimoniali relativamente elevati, si possa sentire costretta a ricercare impieghi più remunerativi – e quindi più rischiosi – al fine di sopravvivere.

Anche se la base concettuale dell'Accordo sulla convergenza ha trovato

Sono state espresse talune perplessità:

ampio riconoscimento, al suo riguardo sono state espresse talune perplessità. Si è infatti argomentato che esso accrescerà i costi dell'intermediazione bancaria, ponendo così le banche in una situazione di svantaggio concorrenziale rispetto agli intermediari non bancari; che l'applicazione di una serie di coefficienti di rischio pubblicati si tradurrà in un sistema di allocazione ufficiale del credito; che esso accrescerà, anziché diminuire, l'assunzione di rischi da parte delle banche.

accresciuti costi di finanziamento per le banche;

Una delle conseguenze dell'assistenza fornita in modo esplicito o implicito alle banche dall'autorità pubblica è quella di rendere l'indebitamento particolarmente attrattivo come forma di finanziamento. Ciò perché i creditori non pretendono dalle banche di essere compensati per quella parte del rischio che viene assunta dallo Stato. Dato che più elevati requisiti patrimoniali riducono la misura in cui le banche possono fare ricorso all'indebitamento, l'argomento secondo cui l'Accordo sulla convergenza tenderebbe ad accrescere i costi bancari è fondato. Tuttavia, la posizione concorrenziale del sistema bancario che ne risulta potrebbe senz'altro essere più in linea con quella che esisterebbe qualora non fosse necessario l'intervento dell'autorità pubblica, sotto forma di vigilanza prudenziale e di "rete di salvataggio".

rischio di un'allocazione del credito;

Il nuovo sistema di ponderazione delle attività in ragione del rischio avrà verosimilmente un impatto sostanziale sulle scelte di portafoglio delle banche (si veda anche il Capitolo V). Esso è comunque meno distorsivo che un semplice quoziente patrimoniale che si applichi in modo indifferenziato a tutte le esposizioni. Inoltre l'Accordo sulla convergenza mira unicamente a stabilire dei coefficienti patrimoniali minimi, mentre il sistema di ponderazione delle attività in base al rischio costituisce uno soltanto fra gli strumenti che le autorità di vigilanza impiegheranno per controllare l'esposizione al rischio delle banche e reagire alle sue variazioni. Pertanto, di fronte al caso di una banca che cerchi di sfruttare la relativa semplicità del sistema di ponderazione scegliendo sistematicamente attività ad elevato rischio e rendimento ma con basso coefficiente di capitale è probabile che, almeno in alcuni paesi, le autorità nazionali richiedano alla banca in questione di mantenere un livello di patrimonializzazione superiore al valore minimo stabilito nell'Accordo sulla convergenza. A condizione che gli organi di vigilanza abbiano cura di non fare eccessivo affidamento sulla capacità del nuovo sistema di adeguarsi automaticamente al mutare dei comportamenti delle banche nell'assunzione del rischio, e a condizione che le banche stesse abbiano piena consapevolezza del modo in cui è previsto che operi il sistema, il rischio che si produca un'allocazione ufficiale del credito sembrerebbe modesto.

impatto sull'assunzione di rischio da parte delle banche

A priori non si può dire con certezza quali effetti avrà l'Accordo sul comportamento delle banche nell'assunzione del rischio. Ciò dipenderà da svariati fattori, come la dimensione dell'azienda bancaria, gli obiettivi dei suoi amministratori ed azionisti, la natura della "rete di salvataggio" approntata dalle autorità e del quadro normativo vigente prima dell'attuazione dell'Accordo, le condizioni alle quali la banca può reperire nuove risorse di capitale e i suoi vantaggi concorrenziali rispetto agli intermediari finanziari non bancari. Uno dei timori espressi è che, accrescendo il costo dell'intermediazione bancaria, i più elevati requisiti di capitale possano incoraggiare la tendenza verso la "cartolarizzazione" delle attività finanziarie. Poiché sono le attività di alta qualità ad essere le più atte ad una siffatta trasformazione, ne potrebbe derivare uno

scadimento della qualità media degli attivi bancari. Tuttavia, la precedente trattazione degli effetti che l'Accordo sulla convergenza si prefigge di ottenere fornisce alcune solide argomentazioni all'asserto che un innalzamento dei coefficienti patrimoniali riduca in generale gli incentivi all'assunzione di rischio da parte delle banche.

La crisi delle "Savings and Loan Associations" negli Stati Uniti

Nel 1988 le difficoltà delle "Savings and Loan Associations" (SLA) statunitensi sono divenute oggetto di preoccupazione generale. Il settore delle SLA, specializzato nella concessione di mutui ipotecari, soprattutto all'edilizia residenziale, è costituito da circa 3.000 aziende con attività per complessivi \$ 1.300 miliardi, equivalenti a circa il 30% delle attività di tutte le istituzioni raccoglitrice di depositi negli Stati Uniti. All'inizio del 1988 ben 515 istituti, titolari di quasi un sesto delle attività di bilancio delle aziende della categoria, si trovavano in stato di insolvenza. Nel corso dell'anno la Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC) è incorsa in passività valutate intorno ai \$ 40 miliardi nel liquidare o nel sovvenzionare la vendita di oltre 200 istituzioni fallite i cui depositi erano assicurati presso la FSLIC stessa. Ciò nonostante, agli inizi del 1989 il Federal Home Loan Bank Board (FHLBB), il principale organo regolamentatore del settore delle SLA, stimava che altre 580 aziende avrebbero richiesto l'assistenza finanziaria federale per un ammontare di circa \$ 38 miliardi.

La dimensione del problema delle SLA negli Stati Uniti

Il nuovo Governo si è trovato ad affrontare due problemi in questo ambito. In primo luogo, si doveva provvedere al finanziamento sia delle passività che la FSLIC aveva contratto nel 1988, sia di quelle che essa si sarebbe accollate intervenendo in aiuto delle restanti istituzioni in difficoltà. Il Governo ha proposto uno schema di rifinanziamento di \$ 90 miliardi per consentire alla FSLIC di far fronte a tali occorrenze.

Le proposte di riforma avanzate dal Governo

In secondo luogo, era necessario porre in atto adeguate misure di salvaguardia per evitare il ripetersi della crisi. La gestione delle SLA negli ultimi otto anni aveva messo in luce vari punti deboli nel quadro normativo del settore e di conseguenza il Governo ha proposto di apportarvi cambiamenti sostanziali. La responsabilità per l'amministrazione della tutela assicurativa dei depositi delle SLA sarebbe trasferita alla Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), l'organo indipendente che provvede all'assicurazione dei depositi delle banche commerciali USA, pur mantenendo separati i fondi di assicurazione per le due categorie di istituzioni creditizie. L'autonomia degli enti preposti alla regolamentazione delle SLA verrebbe ridotta, ponendo l'esercizio delle restanti funzioni del FHLBB sotto la supervisione del Tesoro USA. Inoltre, le SLA sarebbero assoggettate ad un sistema di coefficienti patrimoniali basati sull'esposizione al rischio analoghi a quelli applicabili alle banche commerciali. Al momento della stesura della Relazione, il Congresso pare propenso ad accettare le proposte fondamentali pur moderando l'inasprimento dei requisiti patrimoniali.

Prima degli anni ottanta il settore delle SLA aveva fornito prestazioni soddisfacenti. Le perdite totali sopportate dalla FSLIC nel periodo 1934-1979 erano state soltanto di poco superiori a \$ 300 milioni. Per contro, le perdite negli anni ottanta sono probabilmente di oltre 200 volte maggiori. I primi problemi di una certa importanza sono sorti nel 1980. Poiché a quell'epoca l'80% delle attività

Le cause storiche della crisi:

lo shock dei tassi
di interesse;

detenute dalle SLA era costituito da mutui ipotecari a tasso fisso, mentre il passivo era rappresentato principalmente da depositi a breve, l'eccezionale aumento dei tassi di interesse nominali dette luogo a enormi perdite. Con il calo dei tassi di interesse a partire dal 1982 buona parte delle istituzioni poté riprendersi, ma molte di esse rimasero in condizioni di insolvenza e di non-redditività.

Le istituzioni insolventi poterono continuare ad attrarre mezzi fiduciari in virtù del loro accesso al sistema di tutela assicurativa dei depositi. Il numero delle aziende insolventi, ma tuttavia in esercizio, passò da 85 alla fine del 1981 a 237 alla fine del 1982, per poi salire a ben 445 alla fine del 1984. Ma mentre nel 1982 l'organo di vigilanza decretò la chiusura di 63 istituzioni, soltanto 36 subirono tale sorte nel 1983 e 22 nel 1984.

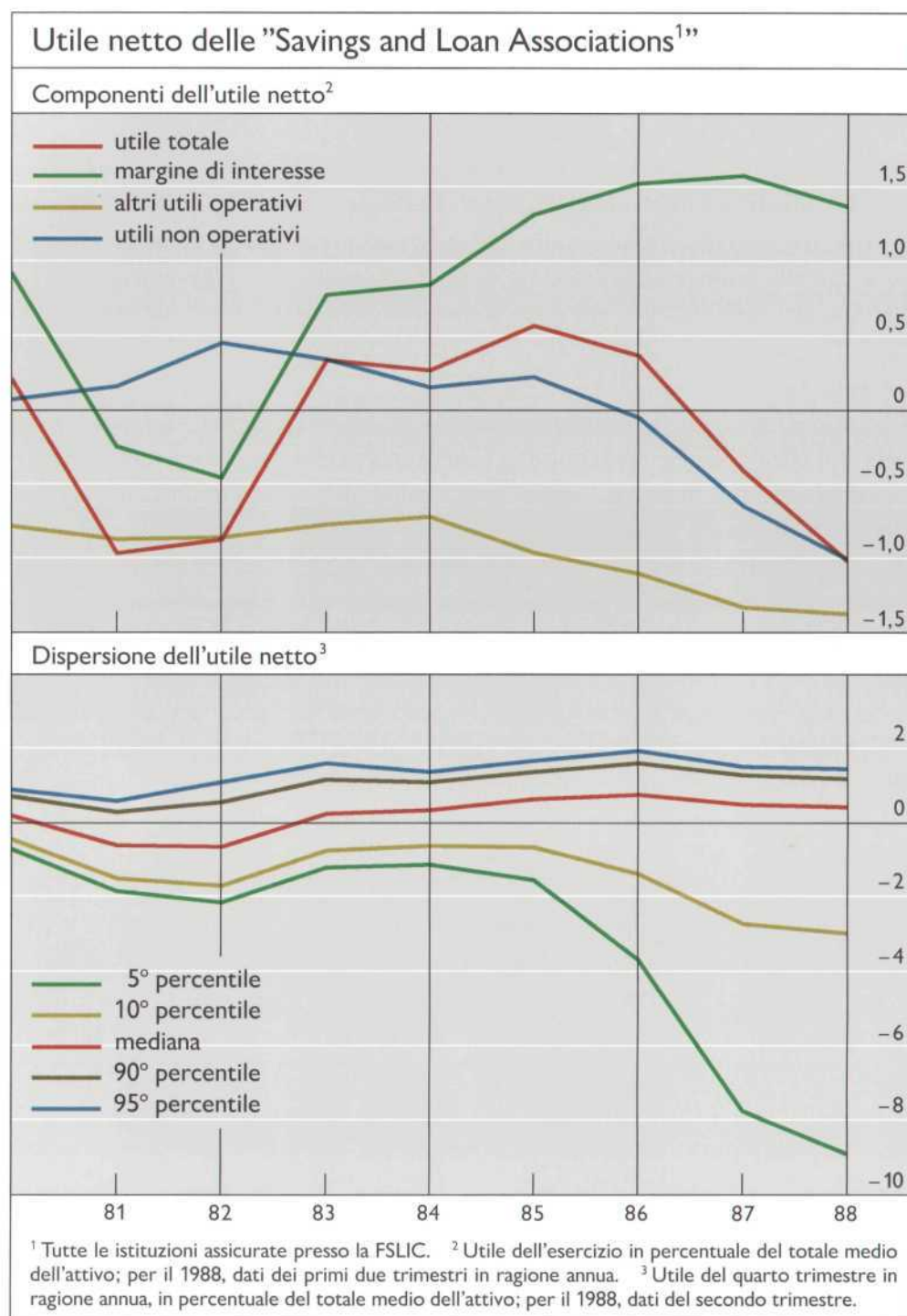
la mancata
chiusura delle
istituzioni
insolventi;

In quel periodo due ragioni principali indussero gli organi di controllo ad adottare una politica di "tolleranza", permettendo a istituzioni insolventi di continuare ad operare. In primo luogo, i mezzi disponibili presso il fondo di assicurazione non sarebbero probabilmente bastati a coprire le passività risultanti dalla chiusura di tutte le aziende insolventi. Alla fine del 1982 la FSLIC disponeva di riserve per complessivi \$ 6,3 miliardi. A quell'epoca, sulla base dei criteri valutativi delle "Generally Accepted Accounting Practices", risultavano insolventi 237 istituzioni con un patrimonio netto a valori contabili di -\$2,2 miliardi, crediti in sofferenza per oltre \$6 miliardi e un valore di mercato stimato di circa -\$11 miliardi. In secondo luogo, poiché l'andamento del settore nel suo insieme stava migliorando, gli organi di controllo furono portati a ritenere che consentendo alle istituzioni marginali di continuare ad operare le difficoltà si sarebbero attenuate.

Queste invece si sono aggravate. Anche se la redditività del settore a livello aggregato ha segnato un ulteriore miglioramento sino alla fine del 1985, il numero delle aziende insolventi è andato costantemente aumentando, raggiungendo le 470 unità alla fine del 1985 e le 515 alla fine del 1987. La porzione delle attività detenute dalle istituzioni insolventi si è accresciuta da oltre il 9% alla fine del 1982 a quasi il 15% alla fine del 1987. Inoltre, a partire dal 1986 è fortemente peggiorata la redditività delle istituzioni marginali. Nel diagramma inferiore del grafico di pagina 104 si può osservare che alla fine del 1986 il 5% delle SLA con i peggiori risultati di gestione presentava perdite in ragione annua superiori al 2% dell'attivo, e a metà 1988 questo saggio di perdita era salito a oltre l'8%. Per contro, il valore mediano dei risultati economici del settore si è mantenuto relativamente stabile, essendo stati realizzati utili netti nell'arco dell'intero periodo.

A differenza di quanto avvenuto nei primi anni ottanta, le ingenti perdite in cui sono incorse le SLA a partire dal 1985 sono dovute quasi interamente a un calo di qualità del portafoglio. Come mostra il diagramma superiore del grafico, mentre nel 1981 e 1982 le perdite derivavano da un margine di interesse negativo connesso al forte aumento del costo della provvista, in seguito esse risultavano principalmente da un calo degli utili netti non operativi dovuto quasi esclusivamente a perdite su crediti.

Agli inizi del 1988 era ormai divenuto più che evidente che la mancata chiusura delle istituzioni insolventi stava di fatto accrescendo le perdite che il fondo di assicurazione avrebbe dovuto coprire. Inoltre, il riferimento fatto in passato alla contabilità a costi storici aveva comportato una notevole sottovaluta-



zione del problema della qualità dell'attivo. Di conseguenza, nel 1988 gli organi di controllo hanno aumentato fortemente il numero delle chiusure: 205 istituzioni hanno dovuto cessare l'attività, mentre altre 18 hanno ricevuto assistenza finanziaria, con un costo complessivo di \$ 38 miliardi. Questi esborsi sono stati finanziati quasi interamente con l'emissione di diversi tipi di strumenti debitori da parte della FSLIC.

Vi sono tre fattori principali alla base del deterioramento qualitativo delle attività delle SLA nella seconda metà degli anni ottanta. In primo luogo, nel 1983 e 1984 diverse istituzioni cercarono di ripristinare i livelli di redditività espandendo rapidamente il proprio bilancio e innalzando il saggio atteso di rendi-

incaute politiche di espansione;

mento sugli impieghi. Durante questi due anni le attività del settore aumentarono del 40%, un tasso di crescita all'incirca doppio rispetto a quello delle attività delle banche commerciali e del PNL nominale nell'arco dello stesso periodo. Per poter realizzare questa rapida espansione degli impieghi, tuttavia, fu necessario in molti casi abbassare sensibilmente i parametri selettivi in termini di bontà di firma degli affidati.

fattori economici
avversi;

In secondo luogo, il calo di prezzo dei terreni agricoli connesso al rallentamento dell'inflazione dei primi anni ottanta e la notevole flessione del prezzo del petrolio nell'ultima parte del 1985 causarono gravi problemi economici nelle regioni sud-occidentali degli Stati Uniti. Tali difficoltà economiche regionali ebbero un considerevole impatto sulle SLA e sulle altre istituzioni creditizie ivi operanti poiché le restrizioni poste all'attività bancaria interstatale avevano reso difficile la diversificazione geografica degli impieghi.

fraudolenza;

Infine, nelle istituzioni in difficoltà erano emersi diffusi fenomeni di frodololenza. Gran parte delle frodi contestate erano attinenti a un'eccessiva concentrazione dei prestiti in favore di mutuatari in qualche modo collegati all'amministrazione delle istituzioni insolventi. Un'indagine conoscitiva sulle SLA poste in liquidazione nel 1988 indicava che vi erano state rilevanti violazioni dei massimali sugli affidamenti a singoli obbligati e delle restrizioni alle operazioni con soggetti collegati in circa la metà degli istituti responsabili delle più ampie perdite per la FSLIC.

"moral hazard";

L'eccessiva assunzione di rischio nel settore delle SLA statunitensi durante gli anni ottanta è un chiaro esempio del problema di *moral hazard* risultante dal sostegno fornito dall'autorità pubblica alle istituzioni raccogliatrici di depositi. A partire dal 1982 i proprietari di talune di queste istituzioni maturarono la convinzione che, date le perdite già accumulate, vi erano ben poche speranze di ripristinare la redditività seguendo prudenti criteri di gestione bancaria. Una politica di impieghi ad elevato rischio e di rapida crescita del bilancio, in quanto atta ad operare una manovra di leva sul valore di mercato dell'assicurazione dei depositi, appariva in effetti come l'unica strategia che desse una certa speranza di ottenere un rendimento positivo sugli investimenti già in essere. Gli organi preposti alla vigilanza e regolamentazione del settore tralasciarono di porre un freno a quest'attività mediante la chiusura degli istituti insolventi o con l'esercizio dei loro poteri per limitare l'assunzione di rischio.

e carenze nel
quadro normativo

In notevole misura questa mancata azione può essere attribuita ad una certa incoerenza fra i diversi obiettivi dell'intervento governativo nel settore in parola, nonché alla concentrazione delle responsabilità per l'attuazione di tale intervento in un solo ente indipendente, il FHLBB. Quest'ultimo ha tre ordini di competenze: esso è il principale organo di vigilanza e di regolamentazione, amministra la concessione della copertura assicurativa dei depositi attraverso i suoi poteri di supervisione sulla FSLIC e gestisce l'erogazione di credito agevolato alle SLA tramite il Home Loan Bank System. Pertanto, mentre la principale funzione di quest'ultimo è di promuovere l'attività del settore creditizio in questione, uno degli obiettivi primari della FSLIC dovrebbe essere quello di impedire un'eccessiva assunzione di rischio. Questa funzione duale di promozione e di moderazione nei riguardi dell'attività delle SLA fa sì che il FHLBB non abbia un chiaro obiettivo istituzionale cui orientare la sua azione.

Le traversie del settore delle SLA negli Stati Uniti nel corso degli ultimi

otto anni hanno portato alla luce altre manchevolezze nell'assetto normativo di tale settore. In primo luogo, agli inizi degli anni ottanta fu allargato l'accesso all'assicurazione dei depositi e si abbassarono considerevolmente i requisiti patrimoniali. Queste modifiche miravano a mitigare i gravi – seppure temporanei – problemi di redditività che praticamente tutte le istituzioni del settore lamentavano allora; tuttavia esse consentirono ad un piccolo segmento del mercato di perseguire quelle strategie di investimento ad alto rischio che sono all'origine di molte delle difficoltà oggi presenti.

Inoltre, gli inadeguati premi assicurativi e l'assenza di canali alternativi di rifinanziamento delle passività dei fondi di assicurazione hanno reso più difficoltosa la risoluzione dei problemi del settore. Allorché, agli inizi degli anni ottanta, le perdite potenziali superavano di gran lunga le riserve del FSLIC, gli organi di controllo avrebbero difficilmente potuto reperire le risorse necessarie per liquidare tutte le istituzioni insolventi.

Infine, per continuare a fruire dei vantaggi collegati al loro *status* (principalmente agevolazioni fiscali) le SLA devono detenere un'ampia quota del proprio attivo sotto forma di prestiti ipotecari. La persistente preferenza dei mutuatari statunitensi per i mutui ipotecari a tasso fisso rende più problematica la gestione del rischio di interesse. Dagli inizi degli anni ottanta le modifiche normative e la maggiore attenzione portata a questo problema da parte degli amministratori delle SLA hanno ridotto, ma non eliminato, l'esposizione di questi istituti al rischio di interesse. Ciò induce a ritenere che il mantenimento di un sistema separato di istituzioni bancarie specializzate nel credito immobiliare può essere un modo oneroso di promuovere il finanziamento dell'edilizia abitativa. Infine, le restrizioni poste negli Stati Uniti all'attività bancaria interstatale possono accrescere il rischio di insolvenza nel sistema bancario, in quanto rendono difficile una diversificazione territoriale degli impieghi.

Vale la pena notare che se la portata dei problemi nel settore delle SLA negli Stati Uniti non ha riscontro altrove, altrettanto non si può dire della natura di fondo dei problemi medesimi. Ad esempio, le autorità francesi hanno dovuto affrontare situazioni analoghe lo scorso anno a riguardo di due banche in dissesto. I problemi di *moral hazard* sorgono ogniqualvolta gli sforzi dell'autorità pubblica, volti ad assicurare la continuità funzionale delle istituzioni finanziarie, incoraggiano operazioni ad alto rischio i cui costi potenziali non sono sopportati appieno dai creditori dell'istituzione. Un'azione di vigilanza e una base di capitale adeguate riducono il potenziale costo sociale di tale comportamento.

Sviluppi del mercato mobiliare di Londra successivamente al "Big Bang"

La riforma della regolamentazione concernente gli operatori e le procedure di negoziazione della Borsa valori di Londra, nota come "Big Bang", fu portata a termine nell'ottobre 1986. Il suo obiettivo principale era quello di accrescere il livello di concorrenzialità del mercato interno londinese delle azioni e dei titoli di Stato nell'aspettativa che ciò avrebbe contribuito ad abbassare i costi di intermediazione, a contenere la crescita del mercato fuori-borsa, a stimolare lo sviluppo delle istituzioni finanziarie a capitale britannico e a preservare il ruolo di Londra come centro finanziario internazionale.

Gli obiettivi
del "Big Bang"

A distanza di un anno erano stati realizzati notevoli progressi...

Già nell'estate del 1987 apparivano compiuti considerevoli progressi nel conseguimento di questi obiettivi. Diversi indicatori, come i quantitativi trattati, le percentuali di commissione, gli scarti denaro/lettera ed il numero di *market-makers* per titolo, segnalavano un deciso miglioramento nella qualità del mercato azionario e dei titoli di Stato. Vi era stato un massiccio ingresso di società di intermediazione a capitale straniero sia nei mercati direttamente interessati dalla riforma, sia in diversi altri mercati finanziari con base a Londra, mentre avevano preso forma numerose banche di investimento integrate di proprietà britannica. La piazza londinese era riuscita ad attrarre una considerevole quota del mercato secondario di taluni titoli azionari e di Stato emessi in altri paesi europei. Le operazioni di *back-office* costituivano la sola area in cui i progressi non apparivano soddisfacenti.

... ma dopo la crisi è stato perduto terreno

Tuttavia, gli sviluppi intervenuti a partire dalla crisi dell'ottobre 1987 hanno pregiudicato molti dei risultati fino ad allora conseguiti. Nel mercato azionario il valore complessivo delle transazioni ha subito una netta flessione e, secondo alcuni indicatori, anche uno scadimento di qualità. Al tempo stesso i più bassi proventi da commissioni e le perdite di negoziazione hanno reso pesantemente esposti gli operatori con elevati costi fissi. Secondo una stima, agli inizi del 1989 le perdite aggregate degli operatori primari in azioni procedevano a un ritmo di £ 500-600 milioni l'anno. Inoltre, anche per effetto delle difficili condizioni di mercato, a fine 1988 gli operatori primari in titoli di Stato britannici avevano complessivamente accumulato perdite equivalenti al 30% della loro capitalizzazione nell'ottobre 1986.

Di conseguenza alcune imprese si sono ritirate del tutto da particolari settori del mercato, mentre altre hanno ridotto il volume delle loro operazioni. Inoltre, sono state avanzate richieste di revisione delle procedure di mercato al fine di accrescere la redditività di base dell'attività di *market-making*. L'organo di borsa ha reagito revocando l'obbligo posto agli operatori primari in azioni di negoziare fra di loro i titoli ai prezzi quotati pubblicamente e consentendo che le transazioni di grandi dimensioni fossero notificate il giorno successivo anziché immediatamente. Non sono invece stati modificati gli obblighi degli operatori primari in titoli di Stato.

Tre possibili cause del deterioramento

Una possibile spiegazione di questi sviluppi è che il mercato londinese sia semplicemente coinvolto nel ridimensionamento su scala mondiale dei mercati mobiliari innescato dalla crisi borsistica del 1987, dopo l'abnorme espansione del mercato azionario avutasi durante il periodo di tendenza al rialzo dei corsi degli anni 1982-87. Questa interpretazione è confortata dagli andamenti osservati negli Stati Uniti, dove il settore dell'intermediazione mobiliare ha subito pesanti perdite nette in termini di posti di lavoro e alcune imprese straniere si sono ritirate dall'attività di operatori primari in titoli del Tesoro USA. Un'altra spiegazione possibile è che il mercato di Londra stia subendo eccezionali pressioni esterne, come ad esempio l'impatto concorrenziale della modernizzazione dei mercati mobiliari dell'Europa continentale e gli effetti indiretti sul mercato interno del ridimensionamento, da tempo previsto, del mercato euroobbligazionario.

Infine si può argomentare che il tipo di liberalizzazione attuato con il "Big Bang" avrebbe comunque dato luogo ad una rapida espansione dei mercati

mobiliari londinesi seguita da una crisi di assestamento, anche in assenza del crollo borsistico o di pressioni esterne. L'approccio seguito con il "Big Bang" si pone in netto contrasto con altre strategie di liberalizzazione, segnatamente quella adottata in Giappone, dove ogni mossa è graduata in modo da rendere minimi i contraccolpi sulla posizione concorrenziale delle diverse categorie di intermediari. Da un lato, un approccio del tipo "Big Bang" ha il vantaggio di permettere alle forze di mercato di determinare il numero e la composizione degli operatori in ciascun mercato e può permettere alle autorità di intervenire sulla scorta di un più chiaro quadro di riferimento nel fissare severi requisiti minimi per il funzionamento dei mercati. D'altro canto, vi è il rischio che le perdite subite dagli intermediari nel processo di aggiustamento risultino, una volta che si sia infine stabilito l'assetto di equilibrio, in una disponibilità di risorse di *market-making* inferiore a quella che si avrebbe avuta con un approccio liberalizzatore più gradualistico. Il pericolo è accentuato dalla possibilità che le autorità possano inizialmente sottostimare i costi sopportati dagli operatori per mantenere determinati *standards* di trasparenza e liquidità.

Il mercato unico europeo dei servizi finanziari

Il progetto per la creazione di un mercato unico entro la Comunità Europea per la fine del 1992 comprende circa 300 provvedimenti normativi particolareggiati e di ampia portata diretti a facilitare il libero flusso di beni, servizi, lavoro e capitale fra i dodici paesi membri della Comunità e a realizzare così i benefici economici di una maggiore concorrenza, delle economie di scala e delle economie di diversificazione. Oltre la metà delle riforme proposte è già stata concordata. Restano tuttavia ancora da definire molti degli aspetti più problematici.

Il settore dei servizi finanziari, comprendente i servizi bancari, assicurativi e di investimento, potrebbe risultare uno degli elementi più importanti del progetto di mercato unico. Si è stimato che i benefici a medio termine delle riforme in questo settore potrebbero ammontare all'1,5% del PIL aggregato della CEE, ossia a un terzo dei benefici totali che ci si attende dalla realizzazione del mercato unico.

Le proposte normative per il mercato unico attinenti ai servizi finanziari possono essere concettualmente raggruppate sotto quattro titoli: vigilanza prudenziale, movimenti dei capitali, fusioni e acquisizioni societarie e imposizione fiscale. I vari progetti di direttive in materia di vigilanza prudenziale sono pervenuti a uno stadio avanzato di elaborazione, e nel giugno 1988 è stata concordata la direttiva sui movimenti di capitali che fissa una sequenza temporale per la completa abolizione dei controlli valutari nella maggior parte dei paesi membri. E', per contro, ancora incerta la fisionomia che potranno assumere i futuri accordi in materia di fusioni e acquisizioni societarie e di armonizzazione fiscale (in particolare IVA, imposte sugli utili, imposta cedolare, imposta sulla cifra d'affari). Nella normativa del mercato unico europeo non sono contemplati gli strumenti di controllo monetario, come ad esempio gli obblighi di riserva.

La proposta di II Direttiva sul coordinamento della disciplina bancaria, che definisce il sistema proposto di vigilanza sugli enti creditizi, è basata su tre principi: in primo luogo, "il controllo nel paese di origine", che si estrinseca in un unico "passaporto" comunitario che consente alle banche autorizzate ad operare

I servizi finanziari costituiscono un elemento-chiave del progetto di mercato unico

Un nuovo sistema di vigilanza prudenziale

in uno dei paesi membri di costituire filiali e di offrire servizi in tutti i paesi CEE; in secondo luogo, l'indicazione di un ampio ventaglio di attività bancarie (con l'esclusione tuttavia dei servizi assicurativi) cui si applica il passaporto; in terzo luogo, l'armonizzazione dei criteri di vigilanza "essenziali", segnatamente la definizione del capitale e di coefficienti minimi di adeguatezza patrimoniale. La proposta di Direttiva sui servizi di investimento, il cui scopo principale è quello di provvedere alla vigilanza sulle imprese non bancarie di intermediazione mobiliare, è ispirata a principi analoghi (sebbene la responsabilità per il controllo dell'osservanza delle regole che presiedono all'attività nei mercati mobiliari sia demandata alle autorità del paese ospitante). Per contro, il principio del passaporto unico si applica al settore assicurativo limitatamente alle grosse operazioni sul piano internazionale, mentre la costituzione di filiali e l'attività assicurativa transnazionale minore resta soggetta all'autorizzazione dei singoli paesi membri.

Alcune probabili
conseguenze

Il sistema di vigilanza sopra descritto è diretto a migliorare l'accesso delle istituzioni finanziarie ai singoli mercati nazionali eliminando la necessità di autorizzazioni multiple e riducendo al minimo le sovrapposizioni di competenza fra le autorità di vigilanza nazionali. Il fatto che rimangano sensibili difformità negli assetti regolamentativi dei vari paesi membri è in linea con la filosofia di fondo dell'intero progetto di mercato unico e rispecchia una scelta deliberata di politica. Si riconosce tuttavia che potrà rendersi necessario un ulteriore sforzo di armonizzazione qualora tali differenze dovessero condurre a gravi distorsioni del mercato.

Lo schema proposto di controlli prudenziali fungerà probabilmente da catalizzatore nel processo di mutazione strutturale dei mercati finanziari europei. Ad esempio, in base al principio dell'autorizzazione unica le banche plurifunzionali abilitate ad agire da garanti per il collocamento di titoli o a effettuare operazioni di *leasing* nel proprio paese di origine potranno svolgere tali attività in tutti gli altri paesi membri, ossia anche in quelli che attualmente non consentono alle proprie banche di operare in questa veste. Di conseguenza è probabile che il mercato integrato tenderà a convergere verso il modello della "banca universale". Questa tendenza non potrà tuttavia estendersi all'assunzione da parte delle banche di partecipazioni stabili in imprese non finanziarie, poiché il progetto di normativa limita le partecipazioni singole e complessive rispettivamente al 10 e al 50% del patrimonio di ciascuna banca.

Più in generale, l'istituzione di nuovi legami transnazionali fra le banche CEE basati su partecipazioni reciproche si è già delineata come una possibile tendenza, al pari della creazione di nuovi collegamenti fra le banche e le compagnie di assicurazione. D'altro canto, le possibilità di vere e proprie acquisizioni appaiono piuttosto limitate. Si è stimato che fra le 162 maggiori banche europee soltanto una su otto costituisce un potenziale bersaglio di acquisizioni.

La dimensione
esterna

Non poche controversie sono sorte attorno alla dimensione esterna del mercato unico europeo. I paesi e le imprese al di fuori della CEE hanno espresso il timore che la liberalizzazione nell'ambito comunitario possa comportare un rafforzamento delle barriere commerciali nei confronti del resto del mondo, ma questa ipotesi è stata fermamente riusata sia dalla Commissione sia dai singoli paesi membri della CEE. I servizi finanziari in generale, e la proposta di II Direttiva sul coordinamento della disciplina bancaria in particolare, occupano una

posizione centrale in questo dibattito poiché il progetto di direttiva costituisce la prima proposta normativa nel quadro del mercato unico che incorpora una clausola di reciprocità.

Secondo la più recente proposta della Commissione la clausola di reciprocità della II Direttiva conferirebbe alla Commissione stessa la facoltà di limitare o bloccare la creazione o acquisizione di nuove filiazioni bancarie all'interno della Comunità da parte di istituzioni extracomunitarie qualora, a giudizio della Commissione, non sia soddisfatta la condizione che le banche dei paesi CEE godano, nel paese di origine della casa madre, di un effettivo trattamento paritetico rispetto alle istituzioni creditizie locali. Qualora questo trattamento paritetico fosse riconosciuto ma, secondo il giudizio della Commissione, ciò non fornisse il medesimo accesso al mercato e le stesse opportunità concorrenziali concesse dalla Comunità alle banche extracomunitarie, la Commissione potrebbe proporre di avviare trattative con il paese in causa. La Commissione ha altresì indicato che la clausola di reciprocità non si applicherebbe retroattivamente alle filiazioni extracomunitarie istituite prima del 1993, né essa sarebbe impiegata per costringere altri paesi ad adottare una struttura finanziaria analoga a quella della Comunità. Al momento della stesura della Relazione i paesi membri non avevano ancora deciso quale forma avrebbe dovuto assumere la clausola di reciprocità e addirittura se una clausola siffatta dovesse essere inserita nella Direttiva.

La clausola di reciprocità proposta dalla Commissione CEE ...

Quasi tutti i paesi CEE dispongono già di taluni poteri di reciprocità in materia di servizi finanziari (sebbene in alcuni casi si riferiscano soltanto all'attività assicurativa). Siffatti poteri si riscontrano anche in Canada, in Svizzera, in Giappone e in alcuni stati USA, mentre a livello federale negli Stati Uniti si applica una politica di trattamento paritetico non condizionale nei riguardi delle banche a capitale straniero. L'istituzione di clausole di reciprocità sul piano comunitario può in certa misura essere vista come un mantenimento dello *status quo*, poiché la possibilità per le filiali bancarie di emanazione extracomunitaria di accedere al passaporto unico europeo indebolirebbe notevolmente l'efficacia delle politiche di reciprocità mantenute da singoli paesi membri. D'altra parte, l'introduzione di nuove condizioni di reciprocità a livello comunitario non è esente da rischi, quantunque l'intento di fondo sia quello di promuovere il processo di liberalizzazione finanziaria internazionale. Gli altri paesi potrebbero infatti adottare un atteggiamento di ritorsione, e qualora una delle due parti prendesse provvedimenti in un caso specifico, si potrebbe innescare un circolo vizioso comportante una progressiva restrizione dell'accesso al mercato.

... è oggetto di controversia

Una possibile soluzione di questo problema potrebbe emergere dall'attuale tornata di negoziati in seno al GATT, ove si sta cercando di definire uno schema multilaterale comprendente l'interscambio di servizi finanziari. In caso di esito positivo ciò ridurrebbe il margine per negoziati bilaterali sulla reciprocità. Inoltre, le riforme avviate autonomamente in importanti mercati finanziari extracomunitari, come la graduale eliminazione dei vincoli posti negli Stati Uniti alla creazione di dipendenze a livello interstatale e l'eventuale ulteriore allentamento delle restrizioni all'operatività delle banche sul mercato mobiliare negli Stati Uniti e in Giappone, potrebbero contribuire a ridurre i potenziali conflitti con il procedere dell'integrazione globale dell'attività finanziaria.

V. I mercati internazionali dei capitali

Aspetti salienti

Benché fosse opinione diffusa che la crisi borsistica avrebbe preluso a un ristagno dei mercati internazionali dei capitali, tali previsioni non si sono di fatto concretizzate. Dopo la forte caduta avutasi negli ultimi mesi del 1987, lo scorso anno l'attività di emissione sul mercato obbligazionario internazionale è ritornata su livelli elevati. L'espansione del credito bancario internazionale, pur segnando un certo rallentamento rispetto al ritmo eccezionalmente rapido del 1987, è rimasta comunque assai sostenuta. Al netto degli effetti di cambio, delle duplicazioni e dei rimborsi, il volume totale del nuovo credito intermediato dai mercati internazionali dei capitali può essere stimato a \$ 315 miliardi. Esso risulta inferiore di \$ 65 miliardi alla crescita del 1987, ma decisamente al disopra della media degli anni precedenti.

Alcuni fattori generali e altri più specifici hanno caratterizzato la crescita dei mercati internazionali dei capitali nel 1988. La diffusa e inattesa accelerazione dell'attività economica mondiale e la connessa espansione dei volumi dell'interscambio hanno sostenuto la domanda di credito internazionale nonostante la forte ascesa dei tassi di interesse a breve. La ripresa dei mercati azionari, l'esuberanza dell'attività di fusione e di acquisizione, il fabbisogno di risorse di capitale da parte delle banche a seguito delle nuove direttive internazionali di vigilanza prudenziale, sono ulteriori fattori che hanno dato impulso alla domanda di credito. Inoltre, le incertezze connesse al regime normativo e fiscale hanno prodotto ampi spostamenti delle operazioni dai mercati interni a quelli internazionali. D'altra parte, a differenza di quanto avvenuto nel 1987, il finanziamento degli squilibri correnti tra i maggiori paesi industriali è avvenuto prevalentemente al di fuori dei mercati bancari e obbligazionari internazionali.

Per certi aspetti, lo scorso anno l'attività è stata meno sostenuta di quanto facciano ritenere gli aggregati creditizi lordi. Il volume delle contrattazioni sui mercati secondari dei titoli internazionali è diminuito sensibilmente, nonostante la ripresa delle nuove emissioni. Il credito finale si è fortemente concentrato su determinati gruppi di mutuatari. In un contesto caratterizzato dalla continua evoluzione dei servizi finanziari, da modifiche al quadro normativo e fiscale e da una bassa redditività in molti comparti dell'intermediazione finanziaria, le banche e altre istituzioni finanziarie hanno ridimensionato la loro presenza sui vari mercati. Nel settore bancario internazionale, in particolare, l'espansione è stata quasi esclusivamente dovuta alle istituzioni giapponesi, mentre altrove vi è stata una sensibile contrazione dell'attività.

Sotto il profilo della situazione debitoria internazionale, il 1988 è stato un anno ricco di eventi, ma per certi aspetti anche deludente. Nonostante il contesto internazionale eccezionalmente propizio, le condizioni economiche di

molti paesi debitori, in particolare nell'America Latina e nell'Africa sub-sahariana, hanno continuato a deteriorarsi. In molti di questi paesi, l'inflazione si è accelerata ed è ulteriormente diminuito il reddito pro capite. Il peggioramento delle ragioni di scambio e il forte rialzo dei tassi di interesse sul dollaro hanno aggravato l'onere reale del servizio del debito. E' proseguito il ristagno dell'attività di investimento, rendendo più remota la possibilità che i paesi fortemente indebitati possano risolvere i loro problemi attraverso la crescita. Di conseguenza, il dibattito si è sempre più concentrato su un vero e proprio alleggerimento del debito. In un primo momento le riduzioni dell'indebitamento erano state prevalentemente contemplate nell'ambito dei negoziati tra banche e paesi debitori e si basavano soprattutto su incentivi di mercato. In una sua recente iniziativa il Segretario al Tesoro degli Stati Uniti ha avanzato la proposta di avvalersi delle risorse del FMI e della Banca Mondiale per incoraggiare e sostenere finanziariamente tali negoziazioni. Pur non essendo ancora chiari i contorni esatti di questa nuova strategia, nondimeno essa ha dato un suggello ufficiale al principio dell'alleggerimento del debito, accrescendo le aspettative dei paesi debitori. Indipendentemente dalle sue modalità di attuazione, questa nuova iniziativa è destinata ad avere profonde ripercussioni sulla futura fisionomia della situazione debitoria internazionale.

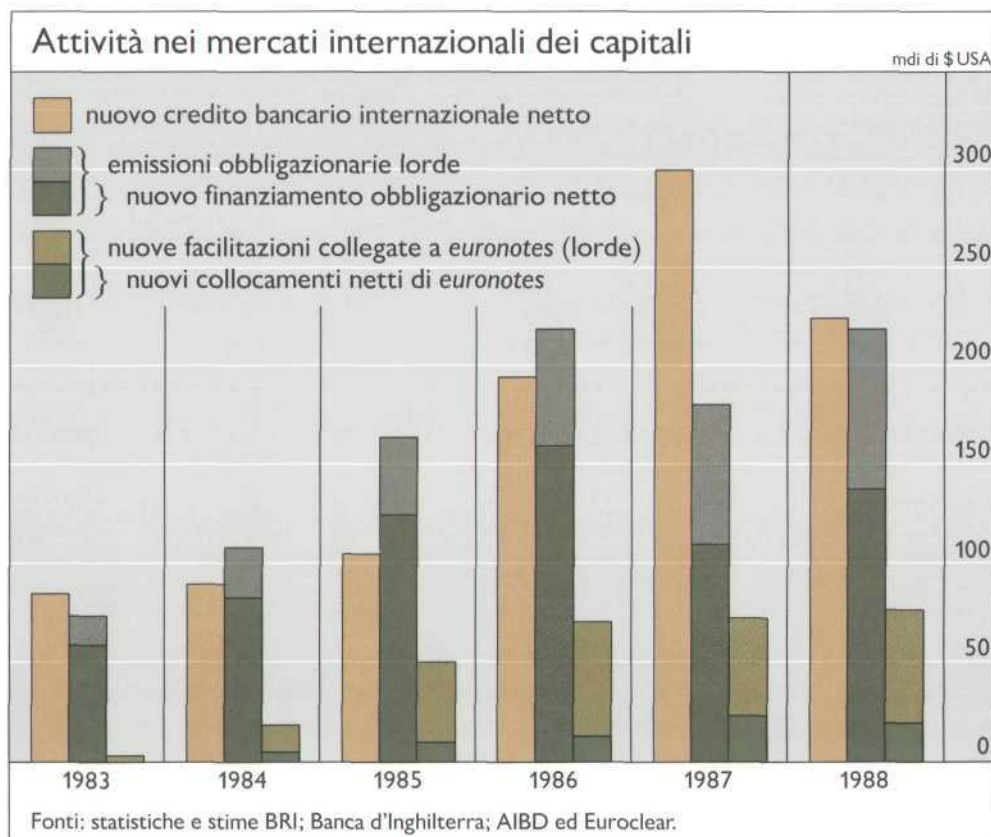
L'intermediazione finanziaria internazionale in un periodo di forte fluidità

Lo scorso anno i mercati internazionali dei capitali hanno continuato a espandersi rapidamente, anche se il volume complessivo del nuovo credito è stato leggermente inferiore a quello del 1987. Nel settore bancario internazionale le posizioni creditorie esterne e i crediti in valuta sull'interno sono aumentati del 10% rispetto a un tasso del 17% nel 1987. Questo rallentamento origina in ampia misura dagli sviluppi sul mercato interbancario, dove l'attività, che nel 1986 e 1987 aveva registrato una fortissima espansione, si è notevolmente ridotta lo scorso anno. L'apertura del "Japan Offshore Market" nel dicembre 1986 aveva messo in moto ampi flussi di nuovi fondi tra le banche operanti in Giappone e gli altri maggiori centri finanziari. Agli inizi del 1988 questo processo pare essersi esaurito, anche se le operazioni di arbitraggio tra il mercato interno e quello dell'euroyen hanno dato talora forte impulso all'attività interbancaria. Un altro fattore di portata più generale è costituito dall'entrata in vigore delle nuove direttive internazionali in materia di adeguatezza patrimoniale, che hanno agito nel senso di incentivare le banche a ridimensionare il volume dei propri bilanci. Altri sviluppi che paiono aver contribuito al rallentamento dell'attività interbancaria sono stati i ridotti margini disponibili per l'assunzione di posizioni scoperte di tasso di interesse a seguito dell'appiattimento delle curve dei rendimenti, la maggiore stabilità dei cambi e il minor volume delle acquisizioni ufficiali di dollari canalizzate verso il sistema bancario internazionale.

Escludendo le duplicazioni derivanti dalle operazioni interbancarie, si può stimare che l'ammontare totale del credito intermediato dal sistema bancario internazionale si sia accresciuto di \$ 225 miliardi lo scorso anno, rispetto a un aumento di ben \$ 300 miliardi nel 1987. Questo rallentamento, rispetto al ritmo di crescita eccezionalmente sostenuto del 1987, ha avuto luogo nonostante la forte espansione dell'economia mondiale trainata dalla decisa ripresa degli

Crescita più contenuta dell'attività bancaria internazionale di riflesso soprattutto agli andamenti sul mercato interbancario

Andamento del credito bancario finale



investimenti. L'elevata liquidità delle imprese e la concorrenza esercitata dai mercati mobiliari interni e internazionali sono le principali ragioni alla base del ruolo di intermediazione più sommerso svolto dal settore bancario internazionale. Un altro importante fattore è costituito dal fatto che nel 1987 la domanda di credito era stata alimentata in misura considerevole dalle strategie speculative perseguite sui mercati mobiliari e monetari dagli operatori giapponesi, che avevano contribuito per quasi il 50% al totale della raccolta diretta di fondi da parte del settore non bancario all'interno dell'area dichiarante. Lo scorso anno, con l'ascesa dei tassi a breve, tale attività pare aver perso di attrattiva. Un altro influsso frenante sull'espansione del credito finale è provenuto dall'ulteriore rallentamento dei nuovi prestiti ai paesi esterni all'area dichiarante. I vasti programmi di conversione del debito intrapresi da alcuni dei maggiori paesi debitori si sono tradotti in una marcata riduzione delle attività delle banche verso questi paesi. Inoltre, un certo numero di paesi asiatici con cospicue eccedenze commerciali ha ridotto il proprio indebitamento verso le banche.

In contrasto con la crescita complessivamente più moderata degli aggregati creditizi lordi e netti, alcuni comparti dell'attività bancaria internazionale hanno registrato una forte espansione. In particolare, il volume dei nuovi prestiti consorziali annunciati ha continuato ad aumentare, riportandosi sui livelli record dei primi anni ottanta. Questa attività ha tratto impulso soprattutto dall'apprestamento di risorse finanziarie a sostegno di acquisizioni e ristrutturazioni societarie.

Nel 1988 le nuove emissioni di titoli sui mercati obbligazionari internazionali, che si erano praticamente arrestate negli ultimi mesi del 1987, sulla scia della crisi borsistica, hanno segnato una notevole ripresa. In presenza di tassi a breve in

Credito netto fornito dal mercato internazionale (stime)

	Consi- stenze a fine 1983	Variazioni ¹					Consi- stenze a fine 1988
		1984	1985	1986	1987	1988	
		in miliardi di dollari USA					
Totale attività esterne delle banche dichiaranti ²	2.107,7	124,7	232,0	510,3	597,5	419,4	4.485,3
Attività sull'interno in valuta estera	450,6	27,5	63,4	147,7	162,6	75,0	1.019,7
meno: duplicazioni derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante	1.318,3	62,2	190,4	463,0	460,1	269,4	3.115,0
A = Credito bancario internazionale netto ³	1.240,0	90,0	105,0	195,0	300,0	225,0	2.390,0
B = Nuovi collocamenti netti di euronotes	0,0	5,0	10,0	13,0	23,3	19,5	72,1
Totale emissioni obbligazionarie internazionali perfezionate		105,6	161,9	219,6	181,2	219,4	
meno: rimborsi e riacquisti		24,6	38,9	59,3	71,1	81,5	
C = Finanziamento netto mediante obbligazioni internazionali	320,0	81,0	123,0	160,3	110,1	137,9	1.085,4
D = (A + B + C) = Totale finanziamento internazionale	1.560,0	176,0	238,0	368,3	433,4	382,4	3.547,5
meno: duplicazioni ⁴	60,0	31,0	58,0	78,3	53,4	67,4	347,5
E = Totale finanziamento internazionale netto	1.500,0	145,0	180,0	290,0	380,0	315,0	3.200,0

¹ I dati di flusso per le posizioni bancarie in monete diverse dal dollaro sono convertiti a tassi di cambio costanti di fine trimestre, le obbligazioni non denominate in dollari ai tassi di cambio vigenti alle date di annuncio dell'emissione. I dati di consistenza sono convertiti a tassi di cambio correnti. ² Banche situate nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Lussemburgo, Austria, Danimarca, Finlandia, Irlanda, Norvegia, Spagna, nelle Bahamas, Bahrain, Isole Cayman, Hong Kong, Antille olandesi e Singapore, nonché le filiali di banche USA a Panama. 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.

rapida ascesa, il volume delle nuove emissioni annunciate, pari a \$ 225 miliardi, è stato persino leggermente superiore all'ammontare record del 1986. Tuttavia, data la tendenza nettamente crescente dei rimborsi a scadenza e dei riscatti anticipati, i flussi creditizi netti posti in essere sul mercato obbligazionario internazionale sono rimasti leggermente al disotto del loro precedente massimo. L'incremento dell'attività ha interessato sostanzialmente tutta la gamma di strumenti e di monete, anche se talora, come nel caso delle obbligazioni collegate ad azioni, l'attività sul mercato primario è dipesa essenzialmente dagli emittenti giapponesi. Ancora una volta le operazioni di *swap* hanno svolto un decisivo ruolo di sostegno dell'attività di emissione e in gran parte le nuove emissioni paiono essere state associate a *swaps*. Nel segmento più a breve termine dei mercati mobiliari, le nuove emissioni nette di euronotes sono scese da \$ 23 miliardi nel 1987 a \$ 19 miliardi, ossia dal 17 al 12% del finanziamento totale netto realizzato sui mercati mobiliari internazionali. Tuttavia, nonostante questo rallentamento, il mercato delle euronotes è parso mostrare un vigore di fondo, come dimostra la continua rapidissima crescita delle nuove facilitazioni concordate.

Esuberante
attività di emis-
sione sui mercati
obbligazionari
internazionali

Ridotto ruolo
degli euromercati
nel finanziamento
degli squilibri
correnti

Un aspetto saliente dello scorso anno è il ridotto ruolo svolto dai mercati bancari e mobiliari internazionali nel finanziamento degli squilibri di parte corrente tra i maggiori paesi industriali. Contrariamente al 1987, gli afflussi di capitali privati hanno praticamente finanziato l'intero deficit corrente USA, ma essi sono in gran parte transitati al di fuori dei mercati internazionali. Gli operatori privati statunitensi, che tradizionalmente erano stati forti prenditori netti di fondi sul mercato euroobbligazionario, hanno raccolto appena \$ 8 miliardi, ossia il 38% in meno rispetto al 1987. Del pari, i crediti diretti concessi dalle banche all'estero ai soggetti non bancari USA sono scesi da \$ 27 a 16 miliardi e il sistema bancario statunitense ha mutuato solo un ammontare netto di \$ 13,5 miliardi da non residenti, rispetto a \$ 48 miliardi nel 1987. Nei principali paesi eccedentari, fattori distorsivi di natura normativa e fiscale hanno contribuito a determinare flussi bidirezionali tra i mercati interni e internazionali. Il "sovrainfinanziamento" dell'avanzo corrente giapponese può essere attribuito in parte all'intermediazione dei flussi creditizi interni per il tramite dei mercati internazionali. Analogamente, la debolezza accusata dal marco lo scorso anno può essere in parte ascrivita all'attrattiva esercitata sugli investitori tedeschi dai titoli a elevata cedola ed esenti da imposta prontamente disponibili sui mercati internazionali. Per contro, nel Regno Unito gli afflussi di fondi bancari a breve hanno costituito la maggiore contropartita identificata del disavanzo corrente di questo paese.

Fattori normativi
e strutturali

Nel periodo in esame i mercati internazionali dei capitali hanno risentito di sviluppi che negli anni precedenti erano stati in parte dissimulati dal livello sostenuto di attività e dal quadro relativamente stabile dei tassi di interesse. Il 1988 ha offerto una prima opportunità di esaminare con maggior chiarezza, in una prospettiva temporale più ampia, le ripercussioni dello straordinario processo di trasformazione subito da numerose regolamentazioni, il mutato carattere di taluni aspetti dell'intermediazione bancaria e obbligazionaria e la capacità di resistenza di una vasta gamma di nuovi strumenti in un contesto fattosi meno propizio dopo il crollo borsistico e la più recente impennata dei tassi di interesse a breve.

Impatto dell'Accordo internazionale per la convergenza dei requisiti minimi patrimoniali

La più importante modifica normativa degli anni recenti che investe gli aspetti globali dell'intermediazione finanziaria internazionale è rappresentata dall'Accordo sui requisiti di adeguatezza patrimoniale, realizzato dal Comitato per la regolamentazione bancaria e le procedure di vigilanza dei paesi del Gruppo dei Dieci, di cui si è trattato nel Capitolo IV. I nuovi requisiti si applicano specificatamente alle banche operanti a livello internazionale, ma in pratica essi sono destinati a incidere su una gamma molto più ampia di istituzioni. Una delle loro conseguenze più immediate è stata quella di costringere diverse banche a reperire un ingente ammontare di nuovo capitale di rischio. Poiché spesso le emissioni azionarie comportano costi diretti elevati e possono alterare gli esistenti assetti proprietari, le banche hanno emesso un considerevole volume di "titoli ibridi" riconosciuti come elementi costitutivi del patrimonio supplementare ai fini della vigilanza. Nel secondo semestre del 1988, sui soli mercati internazionali le emissioni di tali strumenti di debito subordinato da parte delle banche sono ammontate a \$ 5,5 miliardi, ossia al 18% delle emissioni obbligazionarie totali. L'accresciuto fabbisogno di capitale ha altresì indotto le banche a migliorare la propria redditività per rafforzare la loro capacità di reperire tali

risorse. Per tale aspetto, è probabile che i nuovi requisiti patrimoniali rallentino complessivamente il ritmo di espansione dei bilanci bancari e più in particolare delle operazioni con margini tradizionalmente più ristretti. La decelerazione del credito finale e dell'attività interbancaria nel 1988 è probabilmente indicativa di tale tendenza.

Un ulteriore cambiamento di condotta attiene all'effetto che i fattori di ponderazione del rischio applicati alle diverse categorie di attività possono esercitare sulla composizione dei portafogli bancari. Vi sono crescenti indicazioni che le banche hanno cercato di ricomporre i loro portafogli a favore delle attività con più bassi coefficienti di ponderazione, nonché di acquisire attività con maggiore redditività e di ampliare i margini di utile sulle operazioni correnti. Ad esempio, è proseguita, e si è persino accelerata, l'espansione delle transazioni "fuori bilancio" e la rimozione di attività dai bilanci mediante la loro trasformazione in strumenti negoziabili. Si sono diffusi anche in altri paesi, tra cui Giappone, Francia e Regno Unito, i titoli assistiti da garanzia su specifiche attività, precedentemente circoscritti al mercato statunitense, e per i quali è prevista una più bassa ponderazione del rischio nelle direttive di vigilanza. Lo scorso anno sui mercati internazionali vi sono state talune emissioni di obbligazioni a tasso variabile (FRN) assistite da garanzia ipotecaria da parte di istituti specializzati del Regno Unito. I nuovi requisiti di adeguatezza patrimoniale possono aver anche incoraggiato la partecipazione delle banche a crediti consorziali internazionali per \$ 27 miliardi concordati per il finanziamento di fusioni e acquisizioni, i quali recano *spreads* più alti di quelli dei prestiti tradizionali. Inoltre, risultano essere stati riveduti i termini di prezzo degli *swaps* di valute cui si applica una ponderazione relativamente elevata in base alle nuove direttive, mentre i dati disponibili sul volume delle operazioni in essere indicano che le banche si sono mostrate più propense ad intermediare gli *swaps* di tasso di interesse.

Le ripercussioni
sui bilanci
delle banche

Gli ulteriori cambiamenti nella regolamentazione del mercato finanziario in Giappone hanno parimenti esercitato un potente influsso sui mercati internazionali. Lo scorso anno, l'ascesa dei tassi a breve sul mercato dell'euroyen al di sopra di quelli del mercato interbancario interno ha indotto un deflusso di fondi in yen dal Giappone, con un parziale spostamento dell'attività interbancaria verso il mercato dell'euroyen. In novembre, dopo l'introduzione da parte della Banca del Giappone di nuove procedure operative nel mercato monetario giapponese, vi è stato un ampio rientro di tali operazioni. Sui mercati mobiliari internazionali, la nuova attività di emissione di obbligazioni con *warrant* è stata influenzata dalle norme che regolano il collocamento di tali titoli nel mercato interno.

Altri influssi
derivanti dal
quadro norma-
tivo e fiscale

In Germania, come si dirà più ampiamente in seguito, l'introduzione nel gennaio 1989 della ritenuta fiscale sugli interessi, successivamente revocata, ha indotto diverse società tedesche a emettere titoli in DM per il tramite delle loro filiazioni estere. In Italia, a seguito dell'ulteriore liberalizzazione dei controlli valutari, i residenti non bancari sono diventati importanti mutuatari di fondi in valuta dalle banche interne.

Mentre le modifiche al quadro normativo hanno influito globalmente sull'attività finanziaria internazionale, altri fattori hanno agito più specificatamente sull'andamento di singoli settori. Sul mercato interbancario internazionale, se si escludono le transazioni delle banche con sede in Giappone e delle

I fattori all'origine della più lenta crescita del mercato interbancario

loro affiliate all'estero, la crescita dell'attività, che nel 1985 e 1986 aveva temporaneamente avuto un forte rilancio, ha subito un netto rallentamento nel corso degli ultimi due anni e nel 1988 si è praticamente limitata alle operazioni intra-gruppo. Questa decelerazione può essere attribuita a tre serie di fattori. Anzitutto, il precedente declino dei prestiti consorziali, unitamente alla crisi debitoria internazionale e al crollo del mercato delle FRN, di cui le banche erano state forti acquirenti, aveva ridotto la domanda di finanziamenti basati sul LIBOR nel mercato interbancario. Al tempo stesso, la ripresa del mercato dei prestiti consorziali a partire dal 1987 si è accompagnata a una gamma molto più ampia di opzioni di finanziamento, compresa talvolta l'emissione di titoli di largo mercato. In secondo luogo, contrariamente a quanto è avvenuto agli inizi degli anni ottanta, nella gestione dell'attivo-passivo le banche hanno fatto uso di un più ampio ventaglio di strumenti finanziari, in larga misura contabilizzati fuori bilancio. Lo scorso anno le posizioni in essere relative al contratto *futures* in eurodollari trattato al "Chicago Mercantile Exchange", che rappresenta lo strumento maggiormente impiegato dalle banche per coprire le esposizioni di tasso di interesse, si sono accresciute dell'80%, raggiungendo un totale di \$ 529 miliardi. Il mercato delle opzioni di tasso di interesse sui *futures* in eurodollari pare aver guadagnato slancio e risultano in aumento i *forward rate agreements*. Infine, le modifiche normative hanno altresì contribuito al rallentamento dell'attività interbancaria. Benché le nuove direttive internazionali di adeguatezza patrimoniale attribuiscano una ponderazione relativamente bassa alle attività interbancarie, pare essersi accresciuta la riluttanza delle banche a operare su questo mercato in considerazione della sua modesta redditività.

I mercati obbligazionari internazionali in seguito alla crisi delle borse

I mercati mobiliari internazionali sono stati duramente colpiti dal crollo delle borse. La "fuga verso la qualità" si è inizialmente tradotta in ingenti acquisti di titoli di Stato da parte di investitori esteri e in una dissociazione dei tassi di interesse tra euromercati e mercati dei titoli pubblici. In seguito, le apprensioni circa l'affidabilità di credito si sono gradualmente attenuate, ma il volume delle contrattazioni sui mercati secondari ha continuato a risentire dello scarso interesse degli investitori. E' tuttavia difficile giudicare se ciò rappresenti una reazione alla crisi del mercato azionario e a fattori strutturali di più lungo periodo o più semplicemente l'effetto di fattori macroeconomici, come l'appiattimento delle curve dei rendimenti. Anzitutto, l'attività di *trading* ha subito un ridimensionamento in seguito alle ingenti perdite subite da molte banche sulla scia della crisi borsistica. In secondo luogo, come già menzionato, i titoli emessi dagli operatori giapponesi, che nel 1988 erano stati i più importanti mutuatari, hanno avuto la tendenza a rifluire in Giappone e successivamente essi non sono più stati attivamente trattati sui mercati internazionali. In terzo luogo, si stima che lo scorso anno i collocamenti privati, i quali sono adattati alle esigenze di specifici investitori e hanno un mercato secondario molto limitato, abbiano concorso per oltre il 20% al totale delle emissioni. Infine, è considerevolmente mutata la tipologia dei titoli emessi sui mercati internazionali. Le FRN, che venivano impiegate come strumento di mercato monetario e il cui volume di contrattazioni era perciò relativamente elevato, sono state soppiantate a partire dal 1987 dalla *commercial paper* a breve collocata presso investitori finali e scarsamente negoziata sul mercato secondario.

Motivi del minor volume di contrattazioni sul mercato secondario

Il calo del volume delle transazioni sul mercato secondario ha avuto un forte impatto sulla redditività delle banche e delle società di intermediazione mobiliare nel 1988. Un eccesso di capacità in alcuni settori ha costretto diverse istituzioni finanziarie a ritirarsi dall'attività di *market making* e numerose imprese hanno intrapreso un sostanziale processo di ristrutturazione che ha implicato talvolta riduzioni del personale su vasta scala. Sul mercato primario, gli istituti capo-fila hanno riconsiderato le modalità di partecipazione ai sindacati di garanzia nel settore delle euroobbligazioni nell'intento di ridurre l'eccessiva concorrenza e di ripristinare condizioni di redditività.

Dopo il crollo borsistico, l'innovazione finanziaria, intesa come creazione di ampi mercati per la negoziazione di nuovi strumenti, non è stata particolarmente pronunciata. A causa della preferenza per la liquidità di molti investitori, non hanno più incontrato favore taluni tipi di strumenti dotati di caratteristiche particolari, che erano stati contrattati con un forte sconto negli ultimi mesi del 1987. Nondimeno, hanno continuato a prosperare molti dei nuovi strumenti che avevano fatto la loro comparsa agli inizi degli anni ottanta. Il mercato degli *swaps* di interesse e di valute è rimasto sostenuto e ha sperimentato un certo numero di innovazioni di portata minore. Come detto in precedenza, sono sensibilmente aumentate le negoziazioni sul contratto *futures* in eurodollari; inoltre hanno incontrato notevole successo taluni contratti *futures* basati su strumenti emessi sui mercati interni, come quello sulle obbligazioni del governo tedesco, introdotto al LIFFE di Londra nel settembre 1988.

Ridotto ruolo
dell'innovazione
finanziaria

Il settore bancario internazionale

Andamento degli aggregati complessivi

Dopo due anni di eccezionale espansione, nel 1988 l'attività bancaria internazionale ha assunto un ritmo di crescita più contenuto. In termini di dollari correnti, le attività sull'estero delle banche dichiaranti si sono accresciute di \$ 290 miliardi, raggiungendo un totale a fine anno di \$ 4.485 miliardi; nel 1987 l'aumento era stato di ben \$ 927 miliardi. Tuttavia la differenza tra gli andamenti di questi due anni è amplificata dalle variazioni nel valore dell'unità monetaria impiegata. Nel 1987 il deprezzamento della moneta americana aveva gonfiato il valore in dollari delle posizioni bancarie denominate in altre valute, mentre il suo rafforzamento nel 1988 ha agito in senso opposto. Escludendo tali effetti di cambio, il rallentamento nella crescita delle attività esterne delle banche dichiaranti, segnatamente da \$ 597 miliardi nel 1987 a \$ 419 miliardi, risulta molto minore.

Crescita più lenta
degli aggregati
bancari interna-
zionali

Come nei due anni precedenti, le passività sull'estero delle banche dichiaranti sono aumentate in misura considerevolmente maggiore delle attività esterne. La conseguente espansione di \$ 91 miliardi nella posizione debitoria netta sull'estero implica che le banche dichiaranti hanno impiegato, in complesso, un ingente volume di fondi esterni per impieghi sull'interno, sia in valuta estera che in moneta nazionale. Infatti, le loro attività in valuta verso residenti non bancari hanno segnato un'ulteriore forte espansione (\$ 68 miliardi, ossia il 17%) nel 1988, mentre i depositi identificati in valuta ricevuti da residenti non bancari sono aumentati di soli \$ 22 miliardi.

La più contenuta espansione delle attività sull'estero delle banche nel 1988 è

Configurazione dell'attività bancaria internazionale

Voci	Consi- stenze a fine 1985	Variazioni depurate dagli effetti di cambio							Consi- stenze a fine 1988
		1986	1987	1988					
				anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
in miliardi di dollari USA									
A. Posizioni sull'estero:									
Totale attività	2.574,2	510,3	597,5	419,4	76,7	94,9	212,5	35,3	4.485,3
di cui:									
interbancarie entro									
l'area dichiarante	1.527,0	443,9	496,0	350,7	62,6	73,6	200,2	14,2	3.068,1
verso soggetti non bancari									
entro l'area dichiarante	356,9	39,7	78,5	60,1	17,5	19,2	9,8	13,7	594,9
Totale passività	2.537,7	535,4	686,5	510,7	85,9	144,0	216,3	64,5	4.620,5
di cui:									
verso soggetti non bancari									
entro l'area dichiarante	351,7	71,9	50,0	43,9	3,5	17,7	7,6	15,1	551,2
di cui:									
depositi ricevuti da istituzioni									
monetarie ufficiali	145,2	-12,8	44,3	9,0	-2,9	13,5	-0,9	- 0,7	204,8
B. Posizioni sull'interno									
in valuta estera ¹ :									
Totale attività sull'interno	562,8	147,7	162,6	75,0	41,1	-45,3	76,6	2,6	1.019,7
di cui:									
verso soggetti non bancari	212,2	68,4	100,2	68,1	22,4	- 0,2	21,3	24,6	477,9
Totale passività sull'interno	477,1	112,9	119,3	33,7	32,2	-62,3	84,1	-20,3	798,1
di cui:									
verso soggetti non bancari ²	67,9	17,3	20,4	22,1	5,8	3,8	2,5	10,0	137,5
Per memoria:									
Totale prestiti consorziali									
annunciati		29,9	88,7	103,8	24,6	22,6	26,5	30,2	

¹ Solo per le banche situate in Europa, Canada e Giappone.

² Escluse le posizioni delle banche in Giappone.

¹ Solo per le banche situate in Europa, Canada e Giappone.

² Escluse le posizioni delle banche in Giappone.

Crescita
disomogenea del
mercato
interbancario

derivata in ampia misura dalla decelerazione nella crescita del mercato interbancario entro l'area dichiarante, passata da \$ 496 miliardi nel 1987 a \$ 351 miliardi. La maggior parte di questo importo va ascritta alle banche giapponesi, in veste sia di fornitrici sia di prenditrici di fondi, le cui operazioni sono aumentate di un terzo, mentre la crescita delle posizioni interbancarie tra le altre banche dichiaranti è drasticamente calata ad appena il 2%. I crediti diretti sull'estero verso soggetti non bancari entro l'area dichiarante hanno continuato a espandersi a un ritmo alquanto sostenuto (11%), mentre è rallentato ulteriormente il nuovo credito ai paesi esterni all'area dichiarante, che ha segnato soltanto un aumento dell'1%.

In complesso, escludendo le duplicazioni derivanti dal rideposito di fondi fra le banche dichiaranti, ma tenendo conto dell'impiego da parte delle banche stesse di fondi internazionali per la concessione di crediti sull'interno, si può stimare che lo scorso anno il nuovo credito intermediato sul mercato bancario internazionale si sia accresciuto di circa il 10%.

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

Lo scorso anno il nuovo credito bancario internazionale risulta essere stato assorbito quasi esclusivamente dall'area dichiarante stessa (\$ 216 miliardi, ossia il 96%). I crediti diretti a soggetti non bancari sono ammontati a \$ 128 miliardi, e i principali beneficiari sono stati gli operatori di Giappone (\$ 47 miliardi), Regno Unito (\$ 17 miliardi), Stati Uniti (\$ 16 miliardi), Italia (\$ 12 miliardi) e Paesi Bassi (\$ 10 miliardi). Nel caso di residenti di Giappone e Regno Unito, questi fondi sono stati ottenuti per lo più sotto forma di prestiti in valuta estera da banche interne e potrebbero essere stati destinati in ampia misura al finanziamento di acquisti di titoli internazionali.

L'utilizzo da parte delle banche di fondi internazionali per impieghi sull'interno in moneta nazionale può essere stimato in \$ 88 miliardi; i principali prenditori netti di tali fondi sono state le banche di Stati Uniti (\$ 22 miliardi), Regno Unito (\$ 20 miliardi) e Giappone (\$ 17 miliardi).

Il credito finale si è quasi esclusivamente concentrato nell'area dichiarante

Impieghi e raccolta dei fondi bancari internazionali (stime)									
	Variazioni depurate dagli effetti di cambio								Consistenze a fine 1988
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	
	in miliardi di dollari USA								
Impieghi di fondi:									
area dichiarante	92	42	52	77	77	168	277	216	1.568
area esterna	66	39	28	13	24	14	11	7	720
non classificati	7	14	5	0	4	13	12	2	102
Totale	165	95	85	90	105	195	300	225	2.390
Raccolta di fondi:									
area dichiarante	137	93	81	60	85	166	217	153	1.655
area esterna	17	-12	1	31	18	- 2	49	40	518
non classificati	11	14	3	- 1	2	31	34	32	217
Totale	165	95	85	90	105	195	300	225	2.390
Flussi netti:									
area dichiarante	-45	-51	-29	17	-8	2	60	63	- 87
area esterna	49	51	27	-18	6	16	-38	-33	202
non classificati	- 4	0	2	1	2	-18	-22	-30	-115

Dal lato del passivo delle banche, \$ 153 miliardi, ossia i due terzi circa dei nuovi fondi incanalati sul mercato, sono provenuti dall'area dichiarante. Inoltre, la maggior parte dell'incremento di \$ 32 miliardi nelle partite non classificate, imputabile in ampia misura alle emissioni di titoli effettuate dalle banche medesime (e i cui acquirenti non sono solitamente identificabili), va verosimilmente ascritta a residenti dell'area dichiarante. I depositi diretti identificati di soggetti non bancari sono ammontati a \$ 66 miliardi e i maggiori fornitori di fondi sono stati i residenti di Paesi Bassi (\$ 13 miliardi), Stati Uniti (\$ 10 miliardi) e Belgio-Lussemburgo (\$ 8 miliardi). Inoltre, si stima che quasi \$ 28 miliardi siano stati incanalati sul mercato per il tramite di conti fiduciari delle banche operanti in Svizzera. L'importante ruolo svolto dal settore non bancario olandese, dal lato

Ingente offerta di nuovi fondi dall'interno dell'area dichiarante

sia della domanda sia dell'offerta di fondi sul mercato bancario internazionale, si spiega in gran parte con la frequente scelta dei Paesi Bassi come sede di entità fungenti da tramite per il finanziamento di società internazionali. L'offerta da parte delle banche di fondi interni per impieghi internazionali può essere stimata in quasi \$ 60 miliardi, importo che peraltro comprende un certo ammontare di depositi di banche centrali.

Le operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante

L'area esterna è stata fornitrice netta di fondi alle banche dichiaranti

L'espansione dei crediti identificati ai paesi esterni all'area dichiarante si è ulteriormente rallentata, scendendo al modesto importo di \$ 6,8 miliardi nel 1988. Al tempo stesso, i nuovi fondi affluiti alle banche da questi paesi hanno continuato ad aumentare a un ritmo relativamente rapido, essendo ammontati a \$ 39,5 miliardi. I principali fornitori di nuovi depositi sono stati i PVS non OPEC esclusa Taiwan (\$ 19,2 miliardi), i paesi industriali esterni all'area dichiarante (\$ 12,7 miliardi) e i paesi OPEC (\$ 11 miliardi). Viceversa Taiwan, che negli ultimi anni aveva considerevolmente incrementato i propri depositi presso le banche dichiaranti, ha effettuato prelievi per quasi \$ 8 miliardi nel 1988.

Accelerazione nel calo delle attività notificate verso l'America Latina

Il ritmo globalmente lento dei flussi di finanziamenti ai paesi esterni all'area dichiarante rispecchia essenzialmente l'andamento delle operazioni con i paesi dell'America Latina. Dopo il calo di \$ 3,9 miliardi registrato nel 1987, lo scorso anno i crediti identificati delle banche dichiaranti verso questi paesi hanno registrato un'altra contrazione assoluta di \$ 10,8 miliardi, ossia di quasi il 5%, dovuta a tre paesi e cioè Messico (-\$ 5,8 miliardi), Brasile (-\$ 3,9 miliardi) e Cile (-\$ 1,7 miliardi) (tabella di pagina 143). Le banche hanno erogato \$ 5,6 miliardi di nuovi fondi nel quadro di accordi di ristrutturazione (di cui \$ 4 miliardi al Brasile, \$ 1,1 miliardi al Messico e \$ 0,5 miliardi all'Argentina), ma questi flussi di nuovi crediti sono stati più che compensati dalla diminuzione delle attività in essere derivante dagli schemi di conversione del debito, da cessioni di attività con sconto sul valore nominale, da cancellazioni di crediti e dall'attivazione di garanzie. Dal lato dei depositi, il Messico, che lo scorso anno aveva subito un forte depauperamento delle riserve in valuta estera, ha effettuato prelievi per \$ 5,2 miliardi, dopo aver incrementato i propri depositi di \$ 6,5 miliardi nel 1987. La maggior parte degli altri paesi latino-americani, e in particolare Brasile (\$ 2,7 miliardi) e Argentina (\$ 1,6 miliardi), ha accresciuto le proprie disponibilità presso le banche dichiaranti.

Tra i paesi dell'Asia, il mutuatario di gran lunga più importante è stata la Cina (\$ 7,2 miliardi) che ha anche accresciuto di \$ 5,1 miliardi i propri depositi presso le banche dichiaranti. D'altra parte, diversi paesi asiatici hanno effettuato consistenti rimborsi di debiti alle banche dichiaranti, tra cui Corea del Sud e Filippine (\$ 1,9 miliardi in ciascun caso), Taiwan (\$ 1,7 miliardi) e Malaysia (\$ 1,3 miliardi). Le posizioni creditorie delle banche dichiaranti verso i PVS non OPEC dell'Africa e del Medio Oriente hanno segnato ulteriori modeste contrazioni.

Aumento dei flussi creditizi all'Europa Orientale e ai paesi OPEC

Lo scorso anno vi sono stati due gruppi di paesi esterni all'area nei cui confronti si sono accelerate le operazioni creditizie delle banche dichiaranti e precisamente i paesi dell'Europa orientale e i paesi OPEC. I nuovi crediti ai paesi OPEC sono ammontati a \$ 5,2 miliardi e i maggiori beneficiari sono stati gli Emirati Arabi Uniti (\$ 2,1 miliardi), la Libia e l'Arabia Saudita (\$ 0,8 miliardi ciascuno).

Operazioni delle banche dichiaranti alla BRI con i paesi esterni all'area dichiarante

	Variazioni depurate dagli effetti di cambio								Consistenze a fine 1988
	1981	1982	1983	1984 ¹	1985	1986	1987	1988	
	in miliardi di dollari USA								
Crediti erogati dalle banche dichiaranti a:									
Paesi industriali non dichiaranti	16,8	16,0	7,2	5,3	6,9	6,7	5,1	2,5	130,2
Europa orientale	4,8	- 4,6	- 1,1	-0,1	5,7	3,7	2,3	8,0	87,0
OPEC ²	4,2	8,2	9,8	-2,1	0,2	0,4	2,0	5,2	129,0
PVS non OPEC (esclusa Taiwan)	39,4	20,0	13,1	10,6	11,6	- 0,9	-6,4	- 7,2	357,4
di cui: America Latina ³	30,5	12,1	8,3	5,3	1,7	1,6	-3,9	-10,8	214,9
Cina	-0,4	- 0,6	0,4	1,4	4,9	0,7	4,8	7,2	23,7
Altri paesi asiatici	5,0	5,1	3,5	4,2	4,0	- 2,2	-5,6	- 1,8	80,7
Africa	2,0	1,7	0,6	0,1	0,9	- 0,2	-0,6	- 1,0	22,7
Medio Oriente	2,3	1,7	0,3	-0,4	0,2	- 0,8	-1,1	- 0,7	15,4
Taiwan	0,5	- 0,2	- 0,5	-0,8	-0,6	4,0	8,3	- 1,7	16,3
Totale crediti	65,7	39,4	28,5	12,9	23,8	13,8	11,2	6,8	719,9
Per memoria:									
quattordici paesi fortemente indebitati ⁴	33,5	16,5	8,5	2,4	0,7	2,0	-5,9	-14,2	265,0
Depositi affluiti alle banche dichiaranti da:									
Paesi industriali non dichiaranti	3,8	- 0,1	1,3	3,1	3,3	7,2	6,3	12,7	68,3
Europa orientale	0,1	2,0	2,7	4,3	2,8	0,2	-0,7	4,4	34,7
OPEC ²	3,2	-18,2	-13,0	4,2	6,6	-22,1	19,3	11,0	178,5
PVS non OPEC (esclusa Taiwan)	8,3	3,4	8,3	13,9	-1,0	- 1,5	17,5	19,2	199,4
di cui: America Latina ³	4,7	- 1,9	5,8	10,1	0,4	0,8	6,7	2,3	80,7
Cina	2,3	2,9	1,3	1,3	-5,3	- 0,9	5,3	5,1	22,0
Altri paesi asiatici	-0,7	1,4	1,9	3,1	1,0	- 0,3	2,1	10,3	55,2
Africa	0,5	- 0,8	0,2	1,0	1,4	- 0,1	1,6	1,5	16,7
Medio Oriente	1,5	1,8	- 0,9	-1,7	1,5	- 1,0	1,9	- 0,1	24,7
Taiwan	1,2	1,2	2,1	5,4	6,7	14,4	6,5	- 7,9	37,5
Totale depositi	16,6	-11,7	1,4	30,9	18,3	- 1,8	48,8	39,5	518,3
Per memoria:									
quattordici paesi fortemente indebitati ⁴	2,5	- 9,5	7,0	13,4	2,6	- 4,7	7,1	1,5	97,0

¹ 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.

² Comprende inoltre Brunei, Oman, Trinidad e Tobago ma dal 1984 esclude il Bahrain.

³ Comprende i paesi dell'area dei Caraibi non classificati come centri bancari *offshore*.

⁴ I paesi interessati dal Piano Baker, eccetto la Jugoslavia.

¹ 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.

² Comprende inoltre Brunei, Oman, Trinidad e Tobago ma dal 1984 esclude il Bahrain. ³ Comprende i paesi dell'area dei Caraibi non classificati come centri bancari offshore. ⁴ I paesi interessati dal Piano Baker, eccetto la Jugoslavia.

Sono invece diminuiti di ulteriori \$ 1,3 miliardi i crediti alla Nigeria. I principali depositanti di nuovi fondi sono stati l'Arabia Saudita (\$ 10,6 miliardi) e gli Emirati Arabi Uniti (\$ 5,4 miliardi), mentre la maggior parte degli altri paesi di questo gruppo ha attinto ai propri depositi presso le banche dichiaranti. In particolare, sono diminuiti di \$ 1,8 miliardi, ossia del 26%, i depositi della Libia.

I nuovi crediti concessi ai paesi dell'Europa orientale hanno registrato un forte aumento, da \$ 2,3 miliardi nel 1987 a \$ 8 miliardi, quasi raggiungendo il precedente livello massimo. Tuttavia questi paesi, dopo i modesti prelievi nel 1987, hanno anche aumentato di \$ 4,4 miliardi i depositi presso le banche dichiaranti. Come di consueto, l'Unione Sovietica è stato il principale mutuuario (\$ 5,5 miliardi) e depositante di nuovi fondi (\$ 1,7 miliardi). Altri importanti

prenditori sono stati la Repubblica Democratica Tedesca (\$ 2,5 miliardi) e la Bulgaria (\$ 1,8 miliardi), che hanno anche effettuato consistenti depositi presso le banche dichiaranti (rispettivamente per \$ 1,6 e 0,7 miliardi).

Gli andamenti nei singoli centri del mercato

Ulteriore forte crescita delle posizioni sull'estero delle banche operanti in Giappone

Lo scorso anno l'espansione più contenuta delle operazioni bancarie internazionali non si è ripartita in modo uniforme tra i singoli centri del mercato. In Europa e nei centri *offshore* la crescita dell'attività si è fortemente rallentata. Viceversa, le posizioni creditorie sull'estero delle banche operanti in Giappone hanno continuato ad espandersi rapidamente (ossia del 29%), contribuendo per i due quinti alla crescita complessiva delle attività esterne delle banche dichiaranti. Contrariamente al 1987, tale espansione ha riguardato soprattutto le operazioni in valuta estera ed è dovuta in gran parte alle posizioni contabilizzate presso il *Japan Offshore Market* (JOM). Di conseguenza, nei primi due anni di operatività di questo mercato le attività sull'estero delle banche operanti nello JOM sono

Andamenti dell'attività bancaria nei singoli centri del mercato

Posizioni esterne delle banche situate in:	Variazioni depurate dagli effetti di cambio								Consistenze a fine 1988	
	attività lorde				attività nette				attività lorde	attività nette
	1985	1986	1987	1988	1985	1986	1987	1988		
	in miliardi di dollari USA									
Regno Unito	30,7	87,5	89,1	34,0	-15,1	- 9,6	- 6,2	-27,7	883,6	- 78,4
Francia	7,4	14,9	37,9	23,3	2,7	1,1	1,6	- 9,9	275,9	- 16,3
Germania	19,4	38,8	17,0	17,4	13,0	27,7	4,1	8,8	206,0	76,2
Lussemburgo	9,6	15,2	19,0	19,5	0,1	- 1,4	1,1	4,6	188,6	17,1
Belgio	16,1	18,7	16,5	1,3	- 0,7	- 1,1	- 2,7	- 2,6	142,8	- 24,7
Paesi Bassi	5,2	5,9	12,5	15,1	0,9	- 3,8	0,9	2,9	122,3	8,2
Svizzera	9,1	10,3	16,4	0,0	1,0	0,7	4,7	- 3,8	117,0	37,2
Italia	8,7	3,8	-1,5	2,7	3,0	- 4,7	- 5,1	- 7,5	62,8	- 35,2
Austria	5,2	6,1	1,6	-0,6	- 0,4	- 0,7	- 1,9	- 1,3	50,3	- 6,2
Spagna	1,8	2,9	-0,1	-0,4	3,1	- 1,6	- 5,2	- 5,3	24,3	- 11,0
Danimarca	4,1	-1,2	4,0	3,6	- 0,7	- 0,3	0,6	0,9	19,8	1,0
Svezia	1,5	1,2	2,9	0,5	- 1,4	- 2,3	- 5,7	- 9,9	14,9	- 29,0
Finlandia	-0,2	1,7	0,3	0,6	- 1,6	- 0,8	- 5,8	- 4,1	9,2	- 16,7
Irlanda	0,3	0,5	1,2	0,1	0,1	- 0,5	0,0	- 0,8	5,3	- 6,0
Norvegia	1,3	1,3	0,7	-1,3	- 1,9	- 2,6	- 2,6	0,0	5,1	- 13,1
Totale paesi europei dichiaranti	120,2	207,4	217,6	115,7	2,0	0,3	-21,9	-55,8	2.128,0	- 97,0
Stati Uniti	3,0	50,3	31,4	46,5	-35,3	-23,6	-48,0	-13,5	555,8	- 34,5
di cui: "IBF"	11,8	35,7	31,5	32,0	- 4,4	-17,2	-18,8	1,3	309,4	- 26,5
Giappone	53,4	126,6	166,5	166,7	12,0	-21,1	-24,5	-23,2	733,7	- 38,7
di cui: "Offshore Market"		88,7	89,9	138,5		0,7	- 0,2	2,7	331,0	3,0
Canada	1,2	6,8	-0,4	-6,5	- 0,4	2,9	- 2,7	- 3,2	48,0	- 23,3
Centri asiatici*	29,7	85,6	135,7	88,7	3,4	11,9	9,2	8,1	598,3	43,1
Centri caraibici	24,5	33,6	46,7	8,3	10,1	4,5	- 1,1	- 3,6	421,4	15,2
Totale	232,0	510,3	597,5	419,4	- 8,1	-25,1	-89,0	-91,3	4.485,3	-135,2

* Comprende il Bahrain.

balzate a \$ 331 miliardi, sopravanzando le *International Banking Facilities* (IBF) negli Stati Uniti (istituite già dal dicembre 1981) di circa \$ 22 miliardi. Su base netta e nonostante l'ulteriore concessione di crediti all'estero in yen, il sistema bancario giapponese è stato ancora una volta prestatore di fondi esterni, nella misura di \$ 23 miliardi. Lo scorso anno, le banche operanti nei centri *offshore* dell'Asia hanno fatto segnare, dopo quelle giapponesi, i più alti tassi di aumento delle attività esterne, anche se la loro crescita, pari al 17%, si è dimezzata rispetto al 1987. Per contro, è drasticamente diminuita la crescita della posizione attiva sull'estero delle banche nei centri *offshore* dei Caraibi, scesa a solo il 2%.

La posizione creditoria esterna delle banche negli Stati Uniti ha segnato un'espansione del 9%, mentre è rallentata dal 17% del 1987 all'11% la crescita delle passività. Come già osservato a pagina 115, ciò implica che il ruolo svolto dalle banche statunitensi nel finanziamento del disavanzo corrente USA è stato molto minore che nel 1987. Una caratteristica saliente è stata ancora una volta la crescita relativamente sostenuta delle attività e passività esterne in valuta estera delle banche negli Stati Uniti. Queste posizioni, pur essendo ancora molto inferiori a quelle denominate in dollari, si sono più che raddoppiate nell'arco di due anni.

In Europa, tra il 1987 e il 1988 la decelerazione nella crescita delle attività esterne è stata particolarmente pronunciata nel caso delle banche di Regno Unito (dall'11 al 4%), Belgio (dal 12 all'1%) e Svizzera (dal 14% a zero), mentre Paesi Bassi, Lussemburgo, Francia e Germania hanno continuato a registrare un'espansione alquanto vigorosa. Ad eccezione di Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi e Danimarca, le banche dell'area europea dichiarante sono state mutuatrici nette di fondi esterni. Ciò vale, in particolare, per le banche del Regno Unito (\$ 27,7 miliardi), di Francia e Svezia (quasi \$ 10 miliardi ciascuna) e Italia (\$ 7,5 miliardi).

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

La quota del dollaro sulla crescita delle attività esterne delle banche dei paesi industriali dichiaranti si è ridotta dal 48% del 1987 al 38%. Poiché molto maggiore è stato l'incremento delle passività esterne in dollari, la posizione debitoria netta sull'estero in dollari delle banche si è ampliata di quasi \$ 80 miliardi. Ciò ha rispecchiato in ampia misura l'utilizzo netto di fondi esterni in dollari per impieghi sull'interno. Un altro importante fattore è tuttavia costituito dal fatto che, nonostante i rischi di cambio, i depositanti sono stati attratti dagli elevati tassi di interesse del dollaro, mentre i mutuatari hanno preferito indebitarsi nelle monete a basso tasso di interesse.

Se si prescinde dal dollaro, la crescita più elevata è stata registrata dalle attività in yen (\$ 75,9 miliardi). Essa è rappresentata per la maggior parte da crediti sull'estero in yen, concessi dalle banche giapponesi. Considerando le sole posizioni in valuta estera, la più forte espansione delle attività esterne in monete diverse dal dollaro ha riguardato il marco, la sterlina e l'ECU, mentre lo yen si è collocato solo in quarta posizione. Tuttavia, le posizioni in yen sono fortemente sottostimate, non essendo disponibile una scomposizione per valute delle posizioni delle banche nei centri *offshore* dell'Asia. In termini di tassi di crescita, è

Minore crescita delle passività esterne nette delle banche negli Stati Uniti

Decelerazione dell'attività bancaria con l'estero in Europa

Quota decrescente del dollaro sul totale delle attività esterne

Forte crescita delle attività in yen

Composizione per monete delle posizioni sull'estero delle banche dichiaranti¹

Monete		Variazioni depurate dagli effetti di cambio								Consistenze a fine 1988	
		attività				passività				attività	passività
		1985	1986	1987	1988	1985	1986	1987	1988		
in miliardi di dollari USA											
Dollaro USA	A	52,9	188,7	184,3	93,6	41,2	209,8	193,4	161,0	1.328,3	1.535,5
	B	1,4	43,1	15,1	29,9	33,5	63,1	63,4	41,9	489,7	519,3
Altre monete	A	77,9	69,2	101,4	115,6	90,6	106,8	130,8	123,3	920,2	1.018,4
	B	45,6	90,1	114,3	83,4	34,0	53,0	124,7	92,0	727,3	585,8
<i>di cui²:</i>											
Marco	A	13,4	0,3	31,9	31,2	15,9	28,0	41,5	41,5	293,0	340,2
	B	15,5	26,4	4,0	13,3	3,0	2,3	4,4	8,0	145,4	79,6
Franco svizzero	A	15,3	7,9	-1,5	-4,8	18,9	17,5	10,5	-16,1	113,9	138,8
	B	2,8	3,3	3,5	-0,7	2,4	1,4	4,7	- 0,6	55,0	20,9
Yen	A	21,0	20,8	30,8	14,0	19,4	21,3	23,8	7,5	159,3	141,3
	B	22,1	43,9	92,5	61,9	17,9	29,4	89,9	46,5	344,4	268,8
Sterlina	A	4,8	8,5	5,2	22,8	7,1	10,1	13,9	21,7	69,1	86,3
	B	2,3	8,8	8,3	6,8	5,6	9,4	15,6	24,7	77,0	117,3
ECU	A	14,3	6,2	8,4	16,1	12,8	2,7	5,9	17,2	86,0	76,9

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.

stata particolarmente pronunciata l'espansione (di quasi il 50%) delle attività in eurosterline, mentre hanno segnato una flessione lo scorso anno le posizioni in franchi svizzeri. In particolare, le passività esterne delle banche dichiaranti denominate in questa moneta si sono ridotte di oltre il 10% – la prima contrazione di rilievo registrata finora – e le passività in eurofranchi svizzeri sono ora inferiori a quelle in yen.

Ripresa delle
operazioni
in ECU

Dopo due anni di crescita relativamente lenta, lo scorso anno le operazioni in ECU delle banche hanno ripreso slancio. Comprendendo le posizioni verso residenti, l'espansione delle attività in ECU si è ampliata da \$ 11,1 miliardi nel 1987 a \$ 23,9 miliardi. Tuttavia, questa accelerazione deriva esclusivamente da una ripresa delle operazioni interbancarie, mentre il nuovo credito a soggetti non bancari si è ridotto da \$ 5,2 miliardi nel 1987 a \$ 4,6 miliardi. I depositi dei settori non bancari, che complessivamente non avevano registrato alcun aumento nei due precedenti anni, sono aumentati leggermente (\$ 1,6 miliardi) anche se il loro livello resta modesto rispetto alle dimensioni globali del mercato.

La struttura per nazionalità del credito bancario internazionale

La tabella di pagina 127 riporta l'andamento dell'attività internazionale delle banche dichiaranti (data dalle operazioni con l'estero, più le operazioni in valuta estera sull'interno eccetto quelle con le affiliate) in base alla nazionalità dell'istituzione controllante. Purtroppo, i dati di flusso riportati in questa tabella non possono essere forniti su base depurata dagli effetti derivanti dalle variazioni dei tassi di cambio. Ciò significa che in considerazione dell'apprezzamento del dollaro nei confronti di altre valute impiegate su scala internazionale, segnatamente marco e franco svizzero, le variazioni relative al 1988 sottostimano gli effettivi incrementi

Struttura del mercato bancario dell'ECU								
Posizioni	Attività				Passività			
	variazioni depurate dagli effetti di cambio			consistenze a fine 1988	variazioni depurate dagli effetti di cambio			consistenze a fine 1988
	1986	1987	1988		1986	1987	1988	
	in miliardi di dollari USA							
Posizioni verso soggetti non bancari:								
sull'interno	0,0	3,0	2,4	12,4	-0,5	0,1	1,0	4,8
sull'estero nell'ambito della CEE	0,7	1,2	1,6	9,5	-0,4	0,2	0,0	2,4
sull'estero al di fuori della CEE	0,9	0,2	-0,1	2,5	0,0	0,2	0,4	1,3
non classificate*	0,3	0,8	0,7	4,0	0,0	0,2	0,2	1,2
Totale posizioni verso soggetti non bancari	1,9	5,2	4,6	28,4	-0,9	0,7	1,6	9,7
Posizioni verso le banche:								
sull'interno	0,0	-0,2	5,4	20,2	-0,2	0,2	7,9	22,3
sull'estero nell'ambito della CEE	0,6	2,2	9,8	46,7	1,7	1,9	9,8	48,0
sull'estero al di fuori della CEE	1,0	1,3	1,2	8,1	0,4	2,2	2,6	11,1
non classificate*	2,7	2,6	2,9	15,1	1,0	1,1	4,2	13,0
Totale posizioni interbancarie	4,3	5,9	19,3	90,1	2,9	5,4	24,5	94,4
Totale generale	6,2	11,1	23,9	118,5	2,0	6,1	26,2	104,1

* Comprende le istituzioni internazionali eccetto la BRI.

* Comprende le istituzioni internazionali eccetto la BRI.

in termini di volume. Questi effetti di cambio sono stati particolarmente pronunciati per le banche dell'Europa continentale.

Gli andamenti del 1988 si sono contraddistinti per tre aspetti principali. Tra di essi spicca per la sua portata il ruolo preminente svolto dalle banche giapponesi (cioè le banche a capitale nazionale operanti in Giappone, più le loro affiliate in altri paesi dichiaranti). Il loro contributo alla crescita complessiva delle operazioni internazionali delle banche dichiaranti nei paesi industriali è stato di quasi il 90% a fronte di poco meno del 50% nel 1987. Di conseguenza, la quota delle banche giapponesi sul totale delle attività internazionali si è ulteriormente ampliata dal 36% a fine 1987 al 38%. Le attività internazionali delle altre banche dichiaranti sono aumentate di meno dell'1% nel 1988. Contrazioni in termini assoluti del valore in dollari delle posizioni creditorie in essere sono state registrate dalle banche canadesi (-18%), belghe (-12%), austriache (-9%), svizzere (-7%) e britanniche (-6%), anche se nel caso delle banche europee tali flessioni sono ampiamente dovute a effetti di cambio. Al netto delle operazioni intragruppo, hanno segnato una contrazione assoluta anche le attività internazionali delle banche USA. Tuttavia, il calo nell'importanza relativa delle banche USA negli ultimi anni è sovrastimato, in quanto esse effettuano un maggior volume di operazioni "fuori bilancio" rispetto ad altre banche.

Il secondo aspetto saliente dello scorso anno è costituito dalla forte espansione delle operazioni esterne reciproche tra stabilimenti collegati di una stessa banca che hanno concorso per due terzi alla crescita totale delle attività internazionali delle banche dichiaranti. I crediti fra banche non collegate hanno

Crescente predominanza delle banche giapponesi

Marcata espansione delle operazioni intragruppo

segnato un aumento di \$ 59 miliardi nel caso delle banche giapponesi, mentre si sono ridotti complessivamente di \$ 37 miliardi per quanto concerne le altre banche dichiaranti, anche se gli effetti di cambio paiono aver influito fortemente su tale contrazione. Il valore in dollari correnti dei crediti diretti concessi a soggetti non bancari è aumentato di \$ 49 miliardi, ossia del 4%, e le banche giapponesi da sole hanno contribuito per due terzi a questa crescita.

In terzo luogo, nell'ambito dei principali gruppi in termini di nazionalità le sole fornitrici nette di fondi al settore non bancario sono state le banche giapponesi, con un aumento dei crediti concessi superiore di quasi \$ 21 miliardi alla

Attività e passività internazionali delle banche dichiaranti in base alla nazionalità dell'istituzione controllante¹

Nazionalità e posizioni	Variazioni nel 1988 in dollari correnti						Consistenze totali	
	banche collegate	altre banche	istituzioni monetarie ufficiali	soggetti non bancari	titoli ²	totale	fine 1985	fine 1988
in miliardi di dollari USA								
Banche giapponesi								
attività	110,7	59,0	1,2	33,1	—	204,0	706,2	1.756,4
passività	121,1	65,2	4,4	12,4	8,8	211,9	671,6	1.706,3
Banche statunitensi								
attività	40,0	-13,4	-0,2	-0,4	—	26,0	590,2	675,2
passività	49,2	-11,3	-4,6	6,8	-3,8	36,3	552,3	688,9
Banche francesi								
attività	13,4	- 3,0	-0,1	-2,9	—	7,4	244,0	384,1
passività	16,0	4,5	-2,7	5,4	4,7	27,9	248,7	400,4
Banche tedesche								
attività	1,3	7,7	-0,1	-2,0	—	6,9	191,2	353,8
passività	4,6	0,5	-3,6	10,1	-1,2	10,4	157,6	275,0
Banche britanniche								
attività	-1,9	-12,3	1,4	-2,3	—	-15,1	192,8	238,6
passività	-2,1	- 3,8	0,4	3,5	-0,1	- 2,1	203,0	266,8
Altre								
attività	-9,5	-16,3	1,1	23,7	—	- 1,0	789,1	1.190,1
passività	-0,9	-15,5	6,9	18,9	8,8	18,2	781,6	1.226,8
Totale								
attività	154,0	21,7	3,3	49,2	—	228,2	2.713,5	4.598,2
passività	187,9	39,6	0,8	57,1	17,2	302,6	2.614,8	4.564,2

¹ La tabella riporta le attività e passività internazionali, ossia le posizioni esterne in tutte le monete più le posizioni in valuta estera verso i rispettivi residenti, delle banche situate nei seguenti diciassette paesi: Austria, Belgio-Lussemburgo, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti (soltanto le posizioni esterne in moneta nazionale), Svezia e Svizzera. Le posizioni delle banche USA comprendono altresì le posizioni sull'estero notificate dalle filiali di banche USA nelle Bahamas, nelle Isole Cayman, a Panama, Hong Kong e Singapore. In questa tabella le attività e passività internazionali sono raggruppate in base alla nazionalità dell'istituzione controllante. ² Passività derivanti dall'emissione di certificati di deposito e di altri titoli da parte delle banche. I titoli detenuti dalle banche non sono riportati come posta separata, ma sono compresi nelle altre categorie dell'attivo.

crescita dei depositi ricevuti. Le banche giapponesi hanno finanziato questi crediti netti facendo ampiamente ricorso al mercato interbancario (compreso l'indebitamento presso banche collegate all'esterno dell'area dichiarante) e mediante l'emissione di titoli. Le banche di altre nazionalità hanno ottenuto cospicui depositi dai soggetti non bancari, mentre è diminuito il valore in dollari delle loro attività verso questo settore. Ciò sta ad indicare una scarsità di sbocchi remunerativi per l'attività creditizia oppure strategie espansive improntate a cautela.

Il mercato dei prestiti consorziali

Lo scorso anno si è assistito a un'ulteriore marcata espansione del mercato dei prestiti consorziali, con un volume di nuove facilitazioni concordate che ha superato i \$ 100 miliardi, livello comparabile a quello registrato agli inizi del decennio. Tuttavia, molte linee di credito sono state di natura precauzionale o destinate alla sostituzione di facilitazioni già in essere e non hanno quindi comportato nuovi utilizzi di fondi. Contrariamente a quanto avvenuto alla fine degli anni settanta e nei primi anni ottanta, allorché gli enti pubblici, in particolare nei paesi meno sviluppati, erano stati i maggiori utilizzatori di tali crediti, nel 1988 la parte predominante delle nuove facilitazioni è stata accordata alle società non bancarie dei paesi industriali. Il processo di ristrutturazione finanziaria in corso in diversi paesi (si veda il Capitolo IV) e i tentativi delle società di diversificare le loro fonti di finanziamento sono i principali fattori alla base di questo andamento. Al tempo stesso, in considerazione dell'elevata liquidità e del desiderio di diversificare il portafoglio prestiti, le banche sono state alquanto propense a soddisfare la domanda di credito delle società e la serrata concorrenza alla ricerca di nuovi mandati si è tradotta in un assottigliamento dei proventi per commissioni e dei margini. Nel 1988 i prestiti consorziali concordati per il finanziamento di operazioni di fusione e di acquisizione hanno concorso per circa un quarto al totale delle nuove facilitazioni e hanno segnato una crescita superiore a quella totale. La ricerca di forme di finanziamento più flessibili si è rispecchiata nell'apprestamento di un considerevole volume di facilitazioni a opzione multipla che consentono ai mutuatari di attingere fondi sia attraverso titoli a breve sia mediante prestiti bancari.

I maggiori mutuatari sul mercato dei prestiti consorziali sono state le imprese non bancarie britanniche (\$ 35,6 miliardi) che hanno utilizzato un ammontare significativo di tali fondi per finanziare operazioni di fusione e di acquisizione, soprattutto di società statunitensi. Inoltre, una quota assai rilevante (22%) di nuovi prestiti è stata denominata in sterline. Altre cospicue linee di credito sono state concordate per mutuatari di Stati Uniti (\$ 12,6 miliardi), Francia (\$ 9,9 miliardi) e Australia (\$ 6,8 miliardi).

Ingente ammontare di nuove linee di credito accordate a società, parzialmente nell'ambito di operazioni di fusione e acquisizione

Ruolo preminente dei mutuatari del Regno Unito

I mercati mobiliari internazionali

Il settore delle euronotes

Il mercato dei titoli internazionali a breve e medio termine – *eurocommercial paper* (ECP), *euronotes* con garanzia di sottoscrizione e *notes* a medio termine – ha fatto segnare lo scorso anno un'ulteriore espansione. Il volume totale degli strumenti in essere di questo tipo è aumentato di \$ 19,5 miliardi, salendo a

Aspetti salienti del mercato delle <i>euronotes</i>								
	Anni			1988				Consistenze a fine 1988
	1986	1987	1988	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
	in miliardi di dollari USA							
Nuove facilitazioni annunciate								
facilitazioni con garanzia di sottoscrizione	15,0	3,9	3,7	1,0	1,0	1,6	0,1	
<i>eurocommercial paper</i>	50,3	56,9	58,1	16,6	13,0	15,1	13,4	
<i>notes</i> a medio termine*	5,5	12,1	15,1	5,8	1,2	6,9	1,2	
Totale	70,8	72,9	76,9	23,4	15,2	23,6	14,7	
Nuove emissioni nette								
<i>euronotes</i> con garanzia di sottoscrizione		1,7	-3,3	-0,8	-1,4	-0,5	-0,7	13,6
<i>eurocommercial paper</i>		19,4	19,8	9,8	5,4	5,8	-1,2	52,8
<i>notes</i> a medio termine		2,2	3,1	0,4	0,5	0,8	1,4	5,7
Totale	13,0	23,3	19,5	9,4	4,5	6,1	-0,5	72,1
* Inclusi i programmi ECP con opzione per l'emissione di <i>notes</i> a medio termine.								
Fonti: Banca d'Inghilterra ed Euroclear.								

Espansione globale dell'attività di emissione ...

... ma ulteriore calo delle facilitazioni con garanzia di sottoscrizione

\$72 miliardi, mentre le nuove facilitazioni annunciate per l'emissione di questi titoli si sono ulteriormente accresciute, passando a \$77 miliardi (si veda la tabella). Nonostante il considerevole sottoutilizzo di molti programmi di grande ammontare, il rapido ritmo di crescita delle nuove linee concordate evidenzia la crescente potenzialità di questo canale di finanziamento. Il settore in maggior espansione è rimasto quello dell'*eurocommercial paper*, mentre meno del 5% delle nuove facilitazioni ha assunto la forma di programmi con garanzia di sottoscrizione. Queste ultime, attualmente considerate troppo onerose e complesse dai mutuatari di prim'ordine, avevano rappresentato fino al 1985 un'ampia quota del mercato. Infatti, l'ammontare in essere delle *euronotes* con garanzia di sottoscrizione si è ridotto lo scorso anno del 20%. Nel contempo si è fortemente espanso il mercato delle *notes* a medio termine, che colma la lacuna in termini di scadenze fra l'ECP e le obbligazioni a lungo termine. Quasi il 20% delle nuove facilitazioni prevedeva l'emissione di questo tipo di strumenti e il volume in essere è più che raddoppiato, portandosi a \$5,7 miliardi.

Contrariamente agli anni precedenti, nel 1988 i mutamenti nelle tecniche di collocamento e negli strumenti utilizzati sono stati in generale di minor rilievo. Inoltre, la bassa redditività che ha caratterizzato molti comparti dei mercati mobiliari ha causato un'ulteriore riduzione nel numero degli intermediari operanti. Di fatto, uno degli sviluppi più importanti – ossia l'avvio dato dal governo britannico nell'ottobre 1988 a un mercato di buoni del Tesoro denominati in ECU destinati agli investitori internazionali unitamente all'aumento delle emissioni di titoli in ECU da parte del Tesoro italiano – si è prodotto al di fuori del mercato delle *euronotes*. A fine marzo 1989 l'ammontare in essere di tali titoli aveva raggiunto \$10 miliardi. Di conseguenza, è stata ampliata la gamma di strumenti a breve disponibili in ECU e sono stati quotati nuovi tassi di interesse di riferimento per questo settore di denominazione.

Per quanto concerne la nazionalità degli emittenti, il mercato delle *euronotes* ha continuato a essere fortemente concentrato nei paesi industriali. Nel 1988 i più consistenti collocamenti di *notes* sono stati effettuati per mutuatari del Regno Unito (\$ 5,5 miliardi), dell'Australia (\$ 3,6 miliardi) e degli Stati Uniti (\$ 3,1 miliardi). In termini di nuove facilitazioni, i programmi di maggior ammontare sono stati concordati per soggetti residenti nel Regno Unito (\$ 10,9 miliardi), negli Stati Uniti (\$ 9,8 miliardi) e in Svezia (\$ 8,9 miliardi).

Il mercato delle *euronotes* ha svolto un ruolo significativo nella recente evoluzione dei mercati finanziari internazionali, nonostante le sue dimensioni relativamente modeste. In primo luogo, l'ECP in particolare ha costituito per i mutuatari una fonte di finanziamento internazionale a breve meno onerosa dei crediti bancari, mentre per gli investitori ha assunto la caratteristica di vero strumento internazionale di mercato monetario. Sotto questo profilo il mercato delle *euronotes* ha integrato quello delle obbligazioni internazionali a più lungo termine. In secondo luogo, grazie alla flessibilità che caratterizza le condizioni delle nuove emissioni – ossia il fatto che i tassi di interesse possano essere aggiustati in funzione della situazione di mercato e dell'affidabilità creditizia corrente del mutuatario – l'ECP ha contribuito alla scomparsa del mercato delle FRN nella forma in cui si era sviluppato agli inizi degli anni ottanta. In terzo luogo, il mercato delle *euronotes* ha favorito una più stretta integrazione internazionale fra i mercati dei singoli paesi. Ciò è stato particolarmente evidente nel caso del mercato del dollaro, dove un numero crescente di emittenti statunitensi e britannici ha organizzato programmi per l'emissione simultanea di *commercial paper* sul mercato interno e sull'euromercato. Questa evoluzione ha favorito la crescente convergenza dei tassi di interesse fra i mercati interni e internazionali.

Infine, l'espansione delle *euronotes* ha coinciso con l'apertura di mercati interni per la negoziazione di *commercial paper* in vari paesi. In Giappone, dove le emissioni di tali strumenti sono state autorizzate soltanto a partire dal novembre 1987, esse hanno rappresentato lo scorso anno il 12% del nuovo indebitamento totale del settore societario e a fine 1988 il volume in essere di questi titoli aveva raggiunto l'ammontare di \$ 74 miliardi. E' probabile che questa crescita continui, poiché ulteriori provvedimenti di deregolamentazione hanno accresciuto il numero delle società residenti ammesse al mercato, consentito l'emissione da parte di soggetti esteri e ampliato la gamma delle scadenze consentite. Negli ultimi anni, la crescita di questo settore è stata notevole anche nei mercati interni di Canada, Francia, Spagna e Svezia. Nel Regno Unito, dove il mercato interno della *commercial paper*, istituito nel 1986, non aveva finora avuto un grande sviluppo, i provvedimenti contenuti nell'ultima relazione di bilancio hanno consentito l'accesso al mercato a un gruppo molto più numeroso di potenziali mutuatari e hanno autorizzato una più ampia gamma di scadenze.

La crescita dei mercati interni di *commercial paper* e la loro internazionalizzazione potrebbero senz'altro incidere sulla composizione per monete del mercato delle *euronotes*. Attualmente circa il 90% di questi ultimi titoli è denominato in dollari USA. Tuttavia, sono sempre più numerosi i prenditori che hanno abbinato le emissioni di tali strumenti a *swaps* in altre valute e nel 1988 il 40% delle nuove facilitazioni contemplava un'opzione multivalutaria che consentiva emissioni in monete diverse dal dollaro. E' altresì presumibile che le recenti

Nazionalità dei mutuatari

Ruolo delle *euronotes* nell'attività del mercato finanziario internazionale ...

... e loro interazione con l'evoluzione del mercato interno della *commercial paper*

Variazioni nella struttura valutaria del mercato delle *euronotes*

misure di liberalizzazione determinino un'espansione dei mercati della *commercial paper* in euroyen e in eurosterline; tuttavia, si può senz'altro prevedere che le emissioni in dollari restino preponderanti. Ciò soprattutto in ragione delle dimensioni del mercato interno USA della *commercial paper*, che sopravanza di gran lunga tutti gli altri mercati a breve e offre notevoli possibilità di arbitraggio con i mercati internazionali. Per giunta, fattori di natura normativa e fiscale continueranno verosimilmente a limitare le possibilità di emissione di *commercial paper* sui mercati interni ed eurovalutari con denominazione in altre importanti monete, quali il marco tedesco e il franco svizzero.

Si attenua la demarcazione fra mercati interni e internazionali dei titoli a breve

L'ulteriore espansione dei mercati interni della *commercial paper* solleva il quesito se questo strumento sia destinato a estromettere gli altri titoli a breve sui mercati internazionali. Il perdurare della crescita nel comparto delle *euronotes* dipenderà chiaramente dai fattori che hanno favorito l'intermediazione finanziaria attraverso gli euromercati in generale: da un lato, la flessibilità dell'organizzazione, l'efficienza delle tecniche di emissione e di contrattazione e la convenienza delle condizioni di regolamento; dall'altro, la regolamentazione amministrativa e fiscale che disciplina le transazioni degli operatori residenti ed esteri. Ad esempio, se la graduazione istituzionale del merito di credito dovesse divenire una pratica generalizzata sui mercati internazionali e normalizzata a livello mondiale, i mutuatari che in precedenza si astenevano dall'emettere sui mercati interni a causa della necessità di sottoporsi a tale valutazione standard della bontà di firma potrebbero essere indotti a rivedere le proprie strategie. Il divario in termini di graduazione del merito di credito sugli euromercati può aver indirettamente contribuito all'incremento di \$ 10 miliardi, ossia di quasi il 25%, nel volume della *commercial paper* emessa lo scorso anno negli Stati Uniti da mutuatari esteri. Analogamente, se gli accordi di compensazione a livello nazionale e internazionale diventeranno più strettamente integrati, potrebbe diminuire il bisogno di un mercato separato per gli investitori internazionali.

Il mercato obbligazionario internazionale

Forte ripresa dell'attività dopo il crollo borsistico

Contrariamente ai diffusi timori ancora presenti all'inizio dell'anno di una forte riduzione nella nuova attività di emissione, il mercato primario delle obbligazioni internazionali nel 1988 è risultato assai vivace. Il volume delle nuove emissioni annunciate, pari a \$ 225 miliardi, è stato superiore del 27% a quello del 1987 e si è riportato sui livelli record del 1986. L'accelerazione dell'attività di emissione è stata particolarmente pronunciata nel primo semestre dell'anno, dopo il forte rallentamento degli ultimi mesi del 1987 in connessione con il crollo borsistico. L'anno scorso vi è stato altresì un crescente volume di ritiri dal mercato di obbligazioni in essere, a causa del maggior numero di emissioni che venivano a scadenza e dell'ulteriore elevato ammontare di rimborsi anticipati, ammortamenti e conversioni. Di conseguenza, il volume netto di fondi raccolti tramite i mercati obbligazionari internazionali, pari a \$ 138 miliardi, per quanto superiore del 25% a quello del 1987, è rimasto al disotto del livello massimo di \$ 160 miliardi toccato nel 1986.

L'interazione di vari elementi ha favorito la forte ripresa dell'attività sul mercato obbligazionario internazionale. In primo luogo, fattori distorsivi di natura normativa e fiscale hanno indotto i mutuatari a spostare al di fuori dei

Aspetti salienti dell'attività sul mercato obbligazionario internazionale									
	Anni			1987	1988				Consi- stenze a fine 1988
	1986	1987	1988	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
	in miliardi di dollari USA								
Totale nuove emissioni lorde annunciate ¹	221,7	177,1	225,4	28,1	59,7	62,5	56,4	46,7	1.085,4
di cui:									
obbligazioni ordinarie a tasso fisso	146,6	121,3	160,8	20,5	48,9	41,5	35,7	34,7	
obbligazioni a tasso variabile (FRN)	47,7	12,1	22,4	5,0	2,7	6,1	6,8	6,7	
obbligazioni collegate ad azioni ²	27,3	43,7	42,1	2,6	8,0	14,9	14,0	5,2	
Totale nuove emissioni lorde perfezionate ³	219,6	181,2	219,4	35,0	47,5	56,9	61,3	53,6	
meno: rimborsi a scadenza	22,8	34,7	41,2	8,7	11,8	7,9	7,2	14,0	
meno: rimborsi anticipati	36,5	36,4	40,3	11,9	9,2	10,3	10,1	10,8	
= Totale nuove emissioni nette	160,3	110,1	137,9	14,4	26,5	38,7	44,0	28,8	
di cui:									
obbligazioni ordinarie a tasso fisso	109,0	71,4	100,1	7,8	21,5	29,6	23,3	25,7	
obbligazioni a tasso variabile (FRN)	28,9	0,4	3,7	3,0	0,3	1,0	4,5	-2,1	
obbligazioni collegate ad azioni ²	22,4	38,2	34,1	3,5	4,7	8,1	16,2	5,1	

¹ Le obbligazioni in monete diverse dal dollaro sono convertite in dollari a tassi di cambio correnti alla data di annuncio. ² Obbligazioni convertibili e obbligazioni con opzione contrattuale (*warrant*). ³ Conversione in base ai tassi di cambio correnti all'epoca dell'emissione.

Fonti: Banca d'Inghilterra, AIBD e BRI.

rispettivi mercati nazionali la propria attività di emissione, benché gli investitori finali fossero in larga misura residenti dello stesso paese dell'emittente. Questi fattori concorrono a spiegare il considerevole volume di obbligazioni collegate ad azioni emesse da soggetti giapponesi, l'ammontare record di emissioni in sterline e la sostenutezza del mercato obbligazionario esterno in marchi. In secondo luogo, le prospettive di maggiore stabilità del dollaro sui mercati dei cambi hanno contribuito a un'accelerazione dell'attività di emissione in questo settore di denominazione, che in termini di spessore e di liquidità continua a non avere rivali. In terzo luogo, il ricorso ad una più ampia gamma di monete secondarie, congiuntamente all'ulteriore espansione del mercato degli *swaps*, ha contribuito a dare impulso all'attività di emissione. Infatti, la quota delle obbligazioni denominate in monete diverse dal dollaro USA, dal marco, dal franco svizzero e dallo yen sul totale delle nuove emissioni annunciate, che era già passata dal 17% nel 1986 al 28% nel 1987, è ulteriormente salita al 32%. In quarto luogo, è possibile che i mercati obbligazionari internazionali abbiano temporaneamente tratto beneficio dallo scetticismo degli investitori nei riguardi delle azioni in seguito alla crisi borsistica dell'ottobre 1987. Infine, l'attività di emissione su base lorda è stata alimentata da un crescente riflusso di fondi derivanti da rimborsi di obbligazioni in essere.

Obbligazioni ordinarie a tasso fisso. Nonostante la pronunciata tendenza al rialzo dei tassi di interesse a breve e l'appiattimento delle curve dei rendimenti, le nuove emissioni annunciate di obbligazioni ordinarie a tasso fisso si sono fortemente accresciute, passando da \$ 121,3 miliardi nel 1987 a \$ 160,8 miliardi. Gli

Fattori alla base dell'espansione della nuova attività di emissione

Forte crescita
delle emissioni
obbligazionarie
ordinarie a tasso
fisso in dollari

investitori sono stati particolarmente sensibili agli andamenti del mercato dei cambi; di conseguenza, si sono avute forti oscillazioni dell'attività di emissione in determinati comparti valutari ogniqualvolta si sono create favorevoli opportunità di indebitamento e tale sviluppo è proceduto di pari passo con l'espansione delle emissioni associate a *swaps*.

La quota delle obbligazioni denominate in dollari sul totale delle emissioni ordinarie a tasso fisso annunciate è salita dal 25% nel 1987 al 29% nel 1988, ossia a un livello ancora ben inferiore a quello raggiunto in anni precedenti. Nonostante la forte ripresa avutasi immediatamente dopo la crisi borsistica, nel primo semestre del 1988 la nuova attività di emissione ha continuato a risentire della forte propensione per i titoli di elevata qualità. Gli *spreads* fra le obbligazioni in eurodollari e i buoni del Tesoro USA sono rimasti eccezionalmente ampi e la dimensione media delle nuove emissioni è stata particolarmente grande, al fine di soddisfare la preferenza per la liquidità degli investitori. Con il rafforzarsi del dollaro nel corso dell'estate, gli emittenti privati statunitensi sono ritornati al mercato internazionale e le emissioni in dollari hanno segnato un forte aumento. Tuttavia, durante il quarto trimestre, in seguito all'annuncio di offerte di acquisto di portata senza precedenti negli Stati Uniti (si veda il Capitolo IV) e al conseguente declassamento di molte società USA in termini di merito di credito, i corsi delle obbligazioni in eurodollari emesse dalle società USA hanno subito un forte calo e la nuova attività di emissione delle imprese statunitensi si è praticamente





arrestata. Anche il temporaneo indebolimento del dollaro nel corso del quarto trimestre ha contribuito a un rallentamento delle emissioni in dollari.

La proposta di introdurre una ritenuta fiscale sui redditi da interesse in Germania ha contribuito notevolmente a sospingere le emissioni internazionali in marchi verso livelli record, da \$ 12,9 miliardi nel 1987 a \$ 21,2 miliardi nel 1988. Molti investitori hanno disdegnato le obbligazioni interne in marchi con la conseguenza che gli emittenti esteri, ivi incluse le affiliate di società tedesche, sono talvolta stati in grado di raccogliere fondi sul mercato obbligazionario internazionale a condizioni più favorevoli di quelle ottenute dal governo tedesco sul mercato interno. Le nuove emissioni ordinarie a tasso fisso denominate in franchi svizzeri si sono fortemente accresciute durante il primo semestre del 1988. E' tuttavia divenuto sempre più difficile collocare nuove emissioni, in quanto i rendimenti a lungo termine sono rimasti al disotto di quelli ottenibili in altre valute e la moneta svizzera ha continuato a dar segni di debolezza. Nel contempo si è proceduto al rimborso di un ingente ammontare di titoli denominati in franchi svizzeri e, nonostante l'incremento delle emissioni lorde, il nuovo indebitamento netto in questa valuta è calato da \$ 2,4 miliardi a \$ 1 miliardo.

Lo yen è la sola principale valuta in cui si sia contratta l'attività di emissione nel comparto delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso, scesa da \$ 21,9 miliardi nel 1987 a \$ 18,8 miliardi nel 1988. In termini di raccolta di nuovi fondi netti, il calo registrato è stato particolarmente pronunciato, da \$ 18,5 a \$ 11,6 miliardi. La mancanza di opportunità di *swaps* e i bassi rendimenti, nonché la percezione da

Gli effetti della ritenuta fiscale sugli interessi in Germania

Ristagno delle emissioni in yen

Preponderanza
delle emissioni
denominate in
valute con alti
rendimenti

parte di taluni investitori che lo yen avesse ormai raggiunto il valore massimo nei confronti del dollaro, hanno probabilmente costituito le principali cause di questo rallentamento. In queste circostanze il nuovo indebitamento in yen ha spesso assunto la forma di emissioni speciali, collegate all'andamento del mercato azionario di Tokyo.

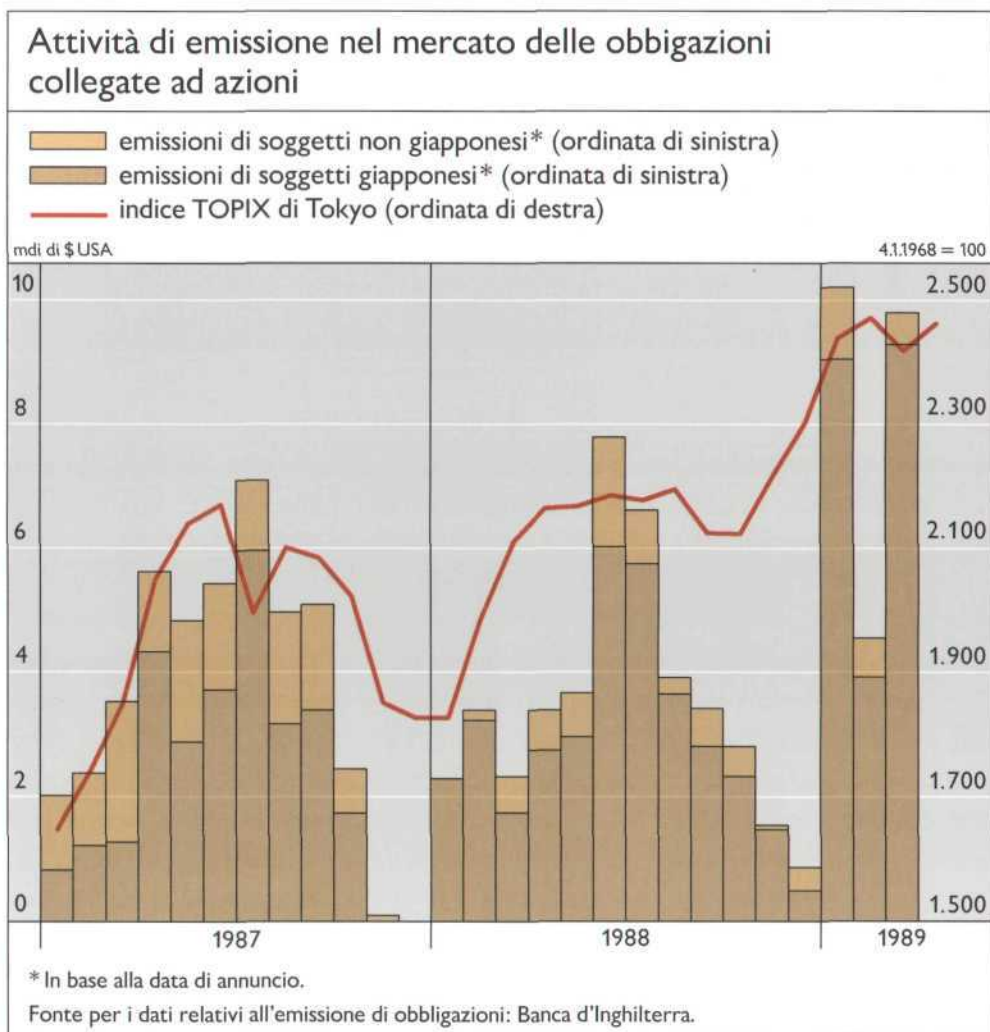
Un aspetto saliente del 1987 e 1988 è stato il favore che hanno incontrato presso gli investitori le obbligazioni con cedola relativamente elevata, come quelle denominate in sterline, dollari canadesi, dollari australiani e, per certi versi, quelle stilate in ECU. Le nuove emissioni ordinarie a tasso fisso denominate in sterline sono passate da \$ 9,2 miliardi nel 1987 a \$ 11,7 miliardi nel 1988. L'apprezzamento della moneta britannica e il calo dei tassi di interesse hanno contribuito al notevole volume di emissioni registrato nel primo semestre del 1988. Benché questa favorevole combinazione di fattori sia venuta meno nell'ultima parte della primavera, in certa misura l'attività è stata sorretta dalla relativa carenza di titoli a lungo termine denominati in sterline, per effetto del ritiro del governo britannico dal mercato primario interno con l'emergere di un ampio avanzo nel settore pubblico. Di conseguenza, gran parte degli strumenti in sterline emessi sul mercato internazionale ha trovato collocamento presso investitori istituzionali britannici. Le emissioni in dollari canadesi sono ammontate a \$ 13,2 miliardi, ossia all'8% del totale delle emissioni ordinarie a tasso fisso nel 1988. La nuova attività di emissione è stata tuttavia irregolare e si è concentrata in determinati periodi in cui il mercato degli *swaps* era propizio. L'attività di emissione in dollari australiani, che era stata particolarmente sostenuta nel 1987, è leggermente diminuita.

Mercato obbligazionario internazionale; struttura per valute di denominazione

		Nuove emissioni				Consistenze			
		1985	1986	1987	1988	1982	1985	1987	1988
		in miliardi di dollari USA							
Totale nuove emissioni	A	163,8	221,7	177,1	225,4				
	B	123,0	160,3	110,1	137,9	259,1	556,7	990,8	1.085,4
Dollaro USA	A	98,6	121,6	63,3	83,0				
	B		79,7	31,0	44,6	145,5	314,8	425,8	469,9
Franco svizzero	A	14,6	23,1	24,1	26,7				
	B		15,4	7,9	5,0	42,6	78,6	157,8	139,3
Yen	A	12,3	22,3	24,8	20,4				
	B		19,7	21,3	12,7	16,5	42,8	122,2	132,7
Marco	A	11,3	16,3	15,3	23,6				
	B		11,5	4,3	16,0	31,4	50,6	99,2	103,7
Sterlina	A	6,4	11,4	15,2	23,4				
	B		10,9	13,9	20,4	4,6	19,1	54,8	73,4
ECU*	A	7,5	7,0	7,6	11,3				
	B		5,9	7,5	9,7	3,2	16,5	41,0	46,5
Altre valute	A	13,1	20,0	26,8	37,0				
	B		17,2	24,2	29,5	15,3	34,3	90,0	119,9

Nota: A = nuove emissioni lorde annunciate; B = nuove emissioni perfezionate, al netto dei rimborsi. * Escluse le obbligazioni emesse sui rispettivi mercati nazionali.

Fonti: Banca d'Inghilterra, AIBD e BRI.



Le nuove emissioni in ECU si sono considerevolmente contratte nell'estate del 1988 ma, verso la fine dell'anno, allorché erano rientrate le aspettative di un riallineamento in seno allo SME, esse si sono nettamente accelerate, cosicché l'aumento del volume totale di emissioni ordinarie a tasso fisso è salito da \$ 7,2 miliardi nel 1987 a \$ 10,7 miliardi l'anno scorso.

Obbligazioni collegate ad azioni. Dopo la battuta d'arresto seguita al crollo borsistico, le emissioni collegate ad azioni hanno segnato un netto recupero nel primo semestre del 1988, e l'ammontare delle nuove emissioni per l'insieme dell'anno, pari a \$ 42,1 miliardi, è risultato inferiore di soli \$ 1,6 miliardi a quello del 1987. Ai soli mutuatari giapponesi va attribuito quasi l'85% del totale delle nuove emissioni annunciate e una quota ancor più ampia dei nuovi fondi netti raccolti su tale mercato. Le obbligazioni con *warrant*, per lo più denominate in dollari USA, hanno rappresentato la maggior parte dei nuovi strumenti. L'attività è stata particolarmente sostenuta nel secondo e terzo trimestre del 1988 mentre, per effetto di una saturazione del mercato durante l'ultimo trimestre, le nuove emissioni di obbligazioni con *warrant* da parte di società giapponesi si sono fortemente contratte nonostante l'esuberanza della Borsa di Tokyo. Per quasi il 60% le nuove emissioni di obbligazioni convertibili sono state denominate in franchi svizzeri e sono avvenute pressoché interamente per conto di mutuatari giapponesi.

Ripresa delle obbligazioni collegate ad azioni

Mutamento
nella struttura
del mercato
delle FRN

Obbligazioni a tasso variabile (FRN). Dopo aver toccato un livello minimo di \$ 12,1 miliardi nel 1987, le nuove emissioni annunciate di FRN sono risalite lo scorso anno a \$ 22,4 miliardi. Peraltro, la struttura di tale mercato è mutata alquanto rispetto al periodo di grazia degli anni 1984-86. Nel comparto del dollaro l'attività è rimasta sommersa e l'ammontare delle contrattazioni sul mercato secondario è ulteriormente diminuito, in quanto il clima di mercato ha continuato a risentire del precedente collasso del settore delle FRN "perpetue" e delle sue ripercussioni sul mercato delle FRN a scadenza detenute dalle banche. La riduzione del fabbisogno delle amministrazioni pubbliche, nonché le condizioni più favorevoli ottenibili per le emissioni a tasso fisso abbinate a *swaps* o per gli strumenti a breve, hanno anch'esse contribuito a deprimere l'attività di emissione. Questi fattori si sono riflessi nel volume insolitamente elevato di rimborsi (\$ 15,8 miliardi) di FRN in essere denominate in dollari e nella quota considerevole di nuove emissioni sotto forma di collocamenti privati. D'altro canto, le emissioni di FRN sul mercato dell'eurosterlina da parte di mutuatari del Regno Unito sono cresciute da \$ 1,5 a 9,8 miliardi. In ampia misura tali emissioni sono state effettuate da istituti specializzati nel credito ipotecario o "building societies", ed erano assistite da garanzia ipotecaria.

Il 1988 ha altresì segnato l'emergere di alcuni nuovi strumenti sul mercato delle FRN. In particolare, considerevole è stato l'ammontare di emissioni di *variable rate notes* (\$ 1,9 miliardi) le quali, a differenza delle FRN convenzionali, consentono la ridefinizione dello *spread* sui tassi di interesse di riferimento, come ad esempio il LIBOR, per ogni periodo di cedola, al fine di tener conto di eventuali variazioni del merito di credito dell'emittente o degli *spreads* sul mercato. Inoltre, varie banche hanno emesso titoli postergati assimilabili a mezzi propri al fine di soddisfare i requisiti delle nuove direttive di vigilanza sull'adeguatezza patrimoniale.

Variazione nella
composizione
per settori
dei mutuatari

L'anno scorso, la *composizione settoriale* dell'indebitamento obbligazionario internazionale complessivo ha segnato un ulteriore incremento dell'incidenza del settore privato a scapito di quella del settore pubblico e delle istituzioni internazionali. In termini di nuove emissioni nette, la quota delle amministrazioni pubbliche sull'indebitamento obbligazionario internazionale complessivo si è infatti nettamente contratta, passando dal 17% registrato ancora nel 1986 al 6% appena nel 1988. Ciò può essere attribuito alla riduzione dei disavanzi di bilancio nei paesi i cui governi fanno tradizionalmente ampio ricorso ai mercati internazionali, nonché allo spostamento verso altri mercati, come quello delle *euronotes*, dove era possibile raccogliere fondi a condizioni meno onerose. Nel 1988, questo allontanamento dai mercati obbligazionari internazionali si è in particolare tradotto in rimborsi anticipati per \$ 8 miliardi di FRN emesse da enti pubblici. La contrazione della quota delle istituzioni internazionali è stata più graduale e si spiega con il volume piuttosto stabile del nuovo indebitamento in presenza di un mercato in espansione.

L'anno scorso, l'attività di emissione delle banche e delle altre istituzioni finanziarie si è fortemente accresciuta e la loro quota aggregata sul nuovo indebitamento netto si è espansa dal 37% del 1987 al 45%. Ciò è parzialmente ascrivibile alle nuove direttive internazionali in materia di adeguatezza patrimoniale, ma anche ad altri fattori normativi, quali il progetto di introdurre

un'imposta cedolare in Germania, che ha indotto le banche di questo paese a raccogliere fondi tramite le loro affiliate estere. La quota delle emissioni totali nette imputabile alle imprese non finanziarie, che si era notevolmente ampliata nel 1987, ha segnato una lieve riduzione nel 1988. Ciò è stato il risultato netto di una forte contrazione nelle emissioni di società statunitensi e dell'aumento di quelle di società giapponesi. Complessivamente, nel 1988 le emissioni nette di queste ultime sui mercati obbligazionari internazionali hanno costituito il 10% del loro nuovo indebitamento interno e internazionale.

Per quanto concerne la *distribuzione geografica* degli emittenti, lo scorso anno i soggetti giapponesi sono stati di gran lunga i principali prenditori di fondi sui mercati obbligazionari internazionali e le emissioni collegate ad azioni hanno rappresentato i tre quarti dei \$ 40 miliardi di nuovi fondi ottenuti su base netta. Gli operatori del Regno Unito hanno più che raddoppiato la loro raccolta netta di fondi, salita da \$ 9,5 miliardi nel 1987 a \$ 19,2 miliardi nel 1988. Anche i soggetti francesi, canadesi e austriaci hanno notevolmente intensificato il ricorso ai mercati obbligazionari internazionali. Il nuovo indebitamento netto degli operatori USA, che pochi anni orsono aveva ancora un ruolo preminente, si è

Nazionalità
degli emittenti

Mercato obbligazionario internazionale: struttura in base alla nazionalità degli emittenti									
Emittenti		Nuove emissioni				Consistenze			
		1985	1986	1987	1988	1982	1985	1987	1988
		in miliardi di dollari USA							
Giappone	A	20,2	31,8	42,7	50,8				
	B		27,0	36,8	40,1	17,7	63,7	152,8	183,4
Stati Uniti	A	40,2	41,7	22,6	17,1				
	B		33,9	12,2	6,6	36,0	98,5	160,8	163,7
Canada	A	8,8	17,0	9,0	12,9				
	B		13,0	3,0	6,4	41,4	56,9	81,5	86,9
Regno Unito	A	14,4	20,2	11,1	25,9				
	B		17,5	9,5	19,2	11,1	29,8	64,2	81,8
Francia	A	11,9	13,4	8,5	16,4				
	B		5,6	3,3	10,1	18,4	39,0	57,9	65,4
Altri paesi industriali ¹	A	43,0	74,9	60,5	76,8				
	B		53,6	36,6	47,9	67,3	150,0	294,6	328,1
PVS ²	A	6,2	3,0	2,2	3,7				
	B		0,5	-0,9	-1,1	18,0	27,9	34,0	31,9
Paesi dell'Europa orientale	A	0,4	0,6	0,6	1,2				
	B		0,6	0,5	1,2	0,6	1,0	2,4	3,5
Istituzioni internazionali	A	18,7	19,1	19,9	20,4				
	B		8,5	9,1	7,4	48,8	89,9	142,8	140,6
Totale	A	163,8	221,7	177,1	225,4				
	B	123,0	160,3	110,1	137,9	259,1	556,7	990,8	1.085,4

Nota: A = nuove emissioni lorde annunciate; B = nuove emissioni perfezionate, al netto dei rimborsi.

¹ Altri paesi dichiaranti alla BRI, più i paesi industriali non dichiaranti. ² Compresi i paesi OPEC.

Fonti: Banca d'Inghilterra, AIBD e BRI.

ulteriormente ridotto a \$ 6,6 miliardi, corrispondenti ad appena il 5% della nuova attività netta di emissione.

Andamenti
nei primi mesi
del 1989

Ingente volume
di emissioni colle-
gate ad azioni

Nel primo *trimestre del 1989* le nuove emissioni annunciate di obbligazioni internazionali sono salite al livello record di \$ 79,1 miliardi. La crescita più forte si è avuta nel comparto delle obbligazioni collegate ad azioni, dove infatti le nuove emissioni sono balzate da \$ 5,2 miliardi nel quarto trimestre del 1988 a \$ 24,6 miliardi, il livello di gran lunga più alto mai raggiunto su base trimestrale. Gli emittenti giapponesi, che hanno beneficiato della notevole sostenutezza della Borsa di Tokyo, hanno avuto un ruolo decisamente predominante. L'attività nel comparto delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso, dove le nuove emissioni sono salite a \$ 51,2 miliardi, è stata fortemente influenzata dalle aspettative di tasso di cambio e di interesse. La forza del dollaro e le opportunità di *swaps* hanno fatto aumentare le nuove emissioni in dollari USA da \$ 8,4 miliardi nel quarto trimestre del 1988 a \$ 19,3 miliardi nel trimestre successivo; tuttavia, a causa delle incertezze sull'evoluzione dei tassi di interesse e dell'inversione della curva dei rendimenti, la raccolta di fondi ha interessato essenzialmente le scadenze più ravvicinate. Fra le altre valute, hanno fatto segnare una forte crescita le emissioni di obbligazioni ordinarie a tasso fisso in yen, sterlina, dollaro canadese e dollaro australiano, mentre è nettamente rallentata l'attività nei settori del franco svizzero e dell'ECU. Un altro aspetto saliente del primo trimestre 1989 è costituito dall'ampia quota delle emissioni a tasso fisso associate a opzioni non azionarie (circa il 20%), in particolare sotto forma di facoltà di rimborso anticipato, le quali erano state alquanto inconsuete negli ultimi anni.

La situazione debitoria internazionale

Perduranti
problemi nei
paesi fortemente
indebitati

Nonostante le perduranti politiche di restrizione, i ripetuti tentativi di riforma strutturale e una congiuntura internazionale altamente propizia, lo scorso anno i paesi in via di sviluppo alle prese con gravi problemi debitori hanno accusato un regresso su vari fronti. Nei quattordici paesi a medio reddito fortemente indebitati (cioè i quindici paesi considerati dal Piano Baker, eccetto la Jugoslavia) la crescita economica si è ulteriormente rallentata, il reddito pro capite è diminuito e la disoccupazione si è aggravata. Al tempo stesso, l'inflazione è aumentata, per il secondo anno consecutivo, raggiungendo livelli record di ben oltre il 200%. Se si prescinde da una dinamica dei prezzi più contenuta, la situazione è parimenti sconcertante nei paesi dell'Africa sub-sahariana, dove la rapida crescita demografica si è tradotta in una contrazione particolarmente forte dei redditi pro capite. Inoltre, come esaminato nei capitoli precedenti, in entrambi i gruppi di paesi la quota degli investimenti lordi sul PIL resta molto al di sotto dei livelli anteriori al 1982 e in alcuni casi è appena sufficiente a mantenere la dotazione di capitale esistente. Ciò solleva gravi dubbi sulla possibilità di risolvere su base duratura il problema debitorio internazionale attraverso una maggiore crescita economica.

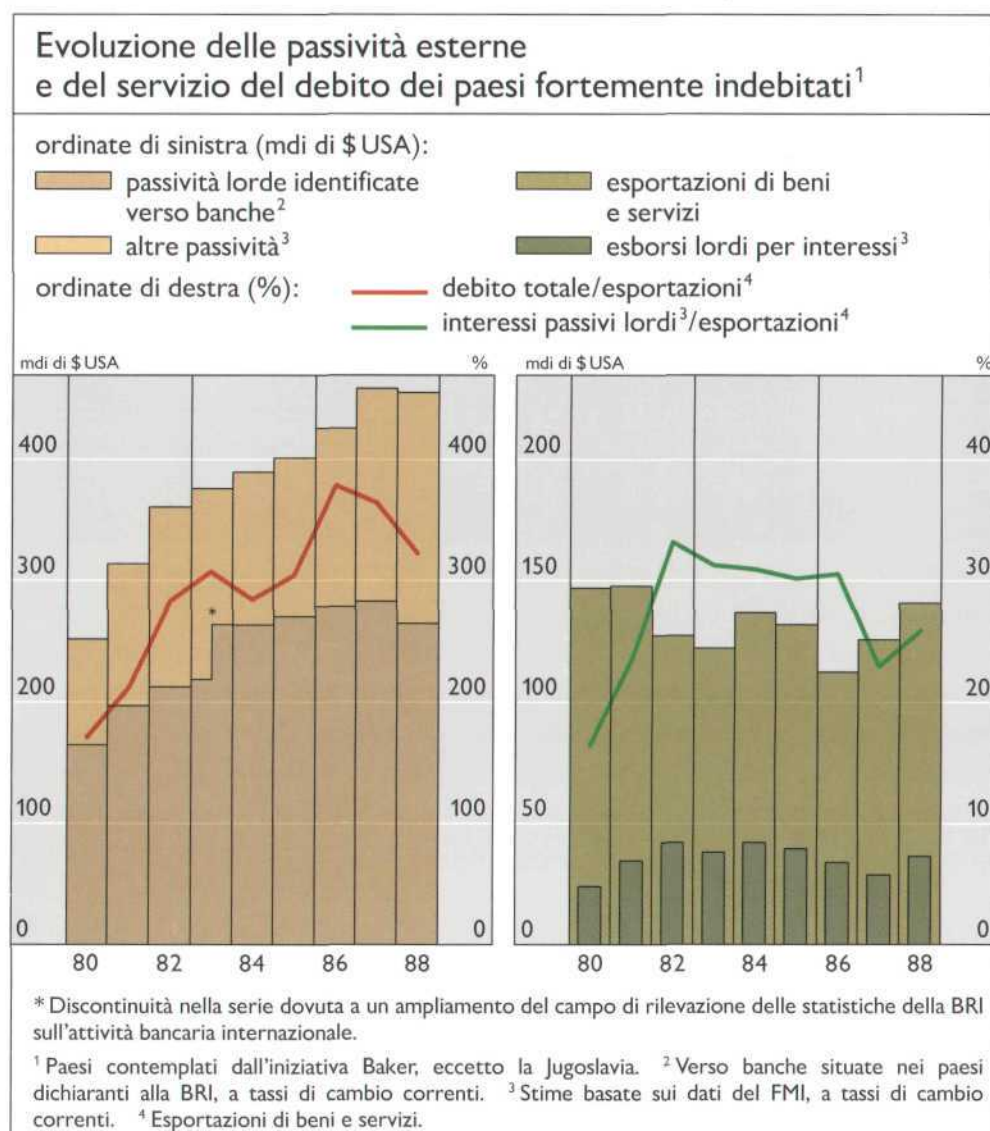
Nondimeno, per certi importanti aspetti, quali l'andamento delle esportazioni e la riduzione del debito, i paesi a medio reddito fortemente indebitati sono riusciti a compiere alcuni progressi nel 1988. Grazie alla rapida espansione economica nei paesi industriali, le loro esportazioni in volume sono aumentate del

12%, un tasso non più raggiunto dallo scoppio della crisi debitoria, sebbene questo risultato sia stato in parte vanificato dall'ulteriore deterioramento delle ragioni di scambio. Le passività esterne totali dei paesi a medio reddito fortemente indebitati hanno mostrato una flessione per la prima volta in questo decennio. Anche se la contrazione non ha superato l'1%, la forte crescita degli introiti per esportazioni ha consentito di ridurre il rapporto debito totale/esportazioni dal 364% nel 1987 al 323% nel 1988, cifra questa tuttora superiore del 50% a quella registrata agli inizi della crisi debitoria (grafico seguente). D'altra parte, la forte ascesa dei tassi di interesse a breve sul dollaro nel 1988 ha comportato una ripresa dal 23 al 26% del rapporto interessi passivi/esportazioni. Sul mercato secondario è aumentato ulteriormente lo sconto applicato sui crediti verso questi paesi, già salito in misura considerevole nel 1987.

Nei paesi dell'Africa sub-sahariana l'andamento del commercio e della situazione debitoria ha offerto ben pochi motivi di sollievo. Nel 1988 le esportazioni reali, che nei due anni precedenti avevano registrato un più che discreto aumento, sono addirittura diminuite dello 0,5%. Tale contrazione è stata aggravata da un peggioramento del 2% delle ragioni di scambio, che fa seguito a una perdita di oltre l'8% nel 1987. Inoltre, contrariamente ai paesi a medio reddito

Ripresa delle esportazioni e una certa riduzione del debito nei paesi del Piano Baker

Ristagno delle esportazioni e crescente onere debitorio nei paesi dell'Africa sub-sahariana



fortemente indebitati, l'indebitamento esterno aggregato dei paesi dell'Africa sub-sahariana è aumentato di quasi il 5%, portandosi a \$ 97 miliardi, anche se ciò deriva esclusivamente da un aumento delle passività verso creditori ufficiali e operatori privati non bancari. Il debito verso le banche dichiaranti alla BRI, che ammonta a meno di un sesto dell'indebitamento totale di questi paesi, si è ridotto di \$ 1,7 miliardi, scendendo a \$ 14,9 miliardi. In conseguenza di questi sviluppi, il rapporto fra il debito totale esterno e le esportazioni dei paesi dell'Africa sub-sahariana è ulteriormente salito al 331%, rispetto al 179% del 1981.

La contrazione delle passività verso le banche ha interessato essenzialmente alcuni paesi maggiori

La riduzione nel 1988 del debito esterno aggregato dei paesi a medio reddito fortemente indebitati ha riguardato soprattutto le passività verso le banche dichiaranti alla BRI, scese di \$ 19 miliardi, ossia di quasi il 7%, ad un totale di \$ 265 miliardi. Tuttavia, questa flessione è dovuta in parte all'apprezzamento del dollaro USA. Se si escludono gli effetti di cambio, il calo risulta di \$ 14 miliardi, ossia del 5%, e va prevalentemente ascritto al Messico e al Brasile. Uno dei fattori che hanno contribuito a questo calo è il forte aumento delle operazioni di conversione del debito, il cui volume in termini nominali si è più che raddoppiato, salendo a \$ 21 miliardi. Poiché talune operazioni, come quelle che prevedono la permuta di debito contro debito, hanno l'effetto di ridurre piuttosto che di eliminare il debito, la contrazione netta delle passività attribuibile alle conversioni è stata leggermente minore. Le transazioni hanno riguardato principalmente quattro paesi: Messico, Brasile, Cile e Argentina, che vi hanno concorso per oltre il 90% del totale. Tuttavia, recentemente sono stati approntati schemi di conversione del debito anche per altri paesi, tra i quali la Nigeria e un certo numero di paesi minori.

Ulteriore allentamento delle condizioni nell'ambito degli accordi di ristrutturazione

Gli accordi di ristrutturazione conclusi con le banche commerciali sono scesi dal numero di diciassette nel 1987 a otto lo scorso anno. Tuttavia, dati gli ingenti ammontari dell'operazione riguardante il Brasile, il volume delle rinegoziazioni di debiti è diminuito di soli \$ 10 miliardi, scendendo a \$ 83 miliardi, mentre le erogazioni di nuovi fondi nell'ambito di schemi di finanziamento concertati sono salite a circa \$ 6 miliardi. Al tempo stesso è proseguita la tendenza, già emersa negli ultimi anni, ad accordare condizioni più favorevoli nel quadro degli accordi di ristrutturazione. La scadenza media del debito rinegoziato si è allungata di quattro anni, portandosi a diciannove, mentre si è ulteriormente ridotto dall'1% circa nel 1987 allo 0,8% il margine sul LIBOR.

L'accordo concluso con il Brasile...

L'accordo raggiunto nel giugno 1988 tra il Brasile e le banche commerciali creditrici ha rappresentato la prima importante rinegoziazione del debito concordata dopo il diffuso e consistente aumento degli accantonamenti a fronte del rischio-paese effettuati dalle banche negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Canada, successivamente alla decisione ben reclamizzata della Citicorp, nel maggio 1987, di incrementare di \$ 3 miliardi i fondi per perdite su crediti a fronte della propria esposizione verso i PVS. Lo schema concordato con il Brasile denota un'ulteriore evoluzione nei rapporti tra i paesi a medio reddito fortemente indebitati e le loro banche creditrici. Esso prevede la ristrutturazione di \$ 61 miliardi di crediti a medio e a lungo termine verso le banche commerciali, la concessione di \$ 5,2 miliardi di nuovi prestiti a medio termine e circa \$ 15 miliardi di linee interbancarie e di crediti commerciali a breve termine. Tale accordo ha inoltre riconosciuto la necessità di fornire maggiori incentivi alla partecipazione

delle banche e ha tenuto esplicitamente conto delle variazioni intervenute nell'esposizione delle singole banche dal 1982. Il principale aspetto innovativo dello schema concordato con il Brasile è l'ampio ricorso a interessanti opzioni di conversione del debito. Ad esempio, su 700 banche creditrici nei confronti del Brasile, più di 100 hanno permutato debiti per oltre \$ 1 miliardo con *exit bonds* al 6%, convertibili alla pari in obbligazioni indicizzate del Tesoro denominate in cruzado, che possono essere liberamente cedute sul mercato brasiliano. Circa cinquanta banche minori hanno potuto convertire la totalità dei loro crediti a medio e a lungo termine verso il Brasile attraverso questa operazione. L'utilizzo di tali modalità di disimpegno e la scelta del marzo 1987 come data di riferimento per determinare le singole contribuzioni all'erogazione di nuovi finanziamenti hanno modificato la quota delle banche dei diversi paesi, determinando un aumento di quella delle banche giapponesi.

... e le sue opzioni di disimpegno

Un secondo evento significativo nel 1988 è stato l'annuncio al vertice di Toronto dell'intenzione dei paesi del Gruppo dei Sette di alleggerire il debito dei paesi più poveri dell'Africa sub-sahariana. Benché il piano preveda una riduzione solo modesta dell'onere debitorio di questi paesi, la dichiarazione di Toronto ha segnato una svolta decisiva, poiché costituisce il primo schema concordato congiuntamente tra più governi di alleggerimento del debito di un intero gruppo di paesi nei confronti di creditori pubblici. In questo caso, come nei negoziati con le banche commerciali, viene offerta ai creditori una gamma di opzioni. I singoli stati possono stralciare parte del servizio del debito, allungare le scadenze e abbassare i tassi di interesse applicati sui loro crediti ufficiali bilaterali non agevolati.

Piano ufficiale di alleggerimento del debito dei paesi dell'Africa sub-sahariana

I comportamenti, così come le situazioni, sono considerevolmente mutati da quando l'allora Segretario al Tesoro degli Stati Uniti, James Baker, delineò una strategia per la soluzione della crisi debitoria basata in parte sull'ulteriore erogazione di crediti delle banche commerciali ai paesi in difficoltà. Le banche commerciali, dal canto loro, sono divenute sempre più riluttanti a mutuare fondi a questi paesi, giacché l'assunto su cui si basava originariamente la concessione di nuovi crediti – e cioè che essi avrebbero migliorato la qualità delle loro attività in essere – in molti casi non ha trovato conferma negli sviluppi successivi. Fatta eccezione per alcune banche internazionali maggiori con posizioni vincolate a lungo termine nei confronti dei PVS, le banche commerciali hanno pertanto preferito ridurre la loro esposizione verso i paesi fortemente indebitati. Inoltre, gli accresciuti accantonamenti a riserva e la più elevata base di capitale hanno ridotto la vulnerabilità delle banche, ponendole in una posizione migliore per resistere alle richieste di ulteriori crediti da parte dei paesi debitori. Pertanto, in complesso, non ha avuto luogo il flusso di finanziamenti bancari addizionali contemplato dal Piano Baker.

Crescente riluttanza delle banche a impegnare nuovi fondi

E' stata anche messa in dubbio la capacità dei PVS di accrescere ulteriormente la loro esposizione e il servizio del debito. Dal 1982 molti di questi paesi hanno compiuto notevoli sforzi di aggiustamento e sono stati in grado di conseguire ampie eccedenze commerciali, per lo più comprimendo le importazioni e gli investimenti. Escludendo gli esborsi per interessi, a fine 1988 l'eccedenza cumulativa di parte corrente dei quattordici paesi debitori a medio reddito dall'inizio della crisi debitoria ammontava complessivamente a \$ 155 miliardi,

I forti vincoli all'aggiustamento nei paesi debitori

Indebitamento esterno di determinati PVS							
	Consistenze					Variazioni depurate dagli effetti di cambio	
	1983	1985	1986	1987	1988	1987	1988
	in miliardi di dollari USA						
Brasile							
Debito totale	97,5	106,5	112,8	123,9	120,1		
<i>di cui: verso banche</i>	71,3	76,9	81,1	81,0	75,9	-2,8	-3,9
Attività verso banche	11,4	16,6	16,8	13,5	16,2	-3,4	2,7
Messico							
Debito totale	93,1	96,9	101,1	107,9	106,2		
<i>di cui: verso banche</i>	72,1	74,5	74,2	75,8	69,3	-0,5	-5,8
Attività verso banche	18,0	21,9	23,0	30,1	24,5	6,5	-5,2
Argentina							
Debito totale	45,9	49,3	49,7	56,8	59,6		
<i>di cui: verso banche</i>	27,4	28,9	32,4	35,3	35,1	1,6	0,4
Attività verso banche	8,7	9,2	8,5	10,2	11,7	1,5	1,6
Cile							
Debito totale	18,1	20,4	20,2	21,2	20,7		
<i>di cui: verso banche</i>	13,1	14,3	14,0	12,9	11,0	-1,6	-1,7
Attività verso banche	3,7	3,4	3,1	3,5	4,3	0,4	0,8
Venezuela							
Debito totale	37,4	34,7	34,7	36,5	35,0		
<i>di cui: verso banche</i>	28,3	25,8	25,1	25,0	25,5	-0,5	0,7
Attività verso banche	17,1	22,0	16,6	16,2	15,9	-0,6	-0,2
Nigeria							
Debito totale	18,6	19,5	24,5	28,7	28,5		
<i>di cui: verso banche</i>	9,3	9,1	10,0	10,7	8,9	-0,5	-1,3
Attività verso banche	1,4	1,9	2,4	3,7	3,0	1,0	-0,6
Filippine							
Debito totale	24,1	26,2	28,9	30,0	29,9		
<i>di cui: verso banche</i>	13,7	13,4	14,1	14,4	12,3	-0,4	-1,9
Attività verso banche	2,4	3,1	3,3	4,3	4,0	0,7	-0,2
Nota: per "banche" si intendono solo quelle comprese nel sistema di rilevazione della BRI.							
Fonti: BRI e Banca Mondiale.							

equivalenti al 50% del loro debito totale a fine 1981. I pagamenti per interessi hanno tuttavia sopravanzato questi introiti, cosicché il debito di questi paesi è andato aumentando costantemente, mentre non sono stati realizzati gli investimenti necessari a sostenere la crescita economica e le esportazioni. Un maggior volume di prestiti esteri potrebbe attenuare nel breve periodo alcuni dei vincoli posti alle politiche ma, senza il concorso di fondamentali riforme di struttura, non è affatto certo che possa derivarne un rafforzamento della capacità di esportazione tale da giustificare l'ulteriore, concomitante aggravamento dell'onere per il servizio del debito.

Non è difficile comprendere l'opposizione, all'interno dei paesi debitori, al mantenimento del pieno servizio del debito. I costi sono elevati, immediati e ben evidenti a tutti, mentre i benefici paiono alquanto remoti. Vi è anche la diffusa sensazione che molti dei vantaggi derivanti dalle riforme economiche interne

andranno a beneficio dei creditori esteri attraverso i maggiori trasferimenti netti all'estero. Il calo del tenore di vita e le crescenti tensioni sociali e politiche indotte dalle misure di aggiustamento fanno ritenere che siano divenuti più angusti i margini per l'attuazione dei drastici cambiamenti delle politiche che si rendono necessari. Un sintomo della disastrosa situazione in cui versano alcuni paesi debitori e del connesso allentamento della disciplina nell'onorare il servizio del debito è costituito dal considerevole aumento degli arretrati accumulati, che non erano esclusivamente limitati alle passività verso i governi e le banche commerciali. Sebbene sia diminuito il numero di paesi in mora, gli arretrati in conto capitale e interessi verso il FMI si sono sensibilmente accresciuti lo scorso anno, raggiungendo il 10% circa dei crediti in essere del Fondo.

Facendo seguito all'annuncio del Presidente Bush di una sostanziale revisione della strategia per affrontare i problemi debitori dei PVS, il Segretario al Tesoro degli Stati Uniti, Nicholas Brady, ha presentato una serie di proposte volte a integrare e modificare l'attuale approccio. Molte di queste idee, che si rifanno a precedenti proposte di fonte giapponese e francese, sono state successivamente avallate dai maggiori paesi industriali in occasione della riunione di Washington. Il cardine del nuovo approccio è incentrato sull'uso, caso per caso, di schemi di riduzioni del debito in essere e del servizio del debito, in parallelo a nuovi apporti di fondi, come strumento di sostegno finanziario a favore di singoli paesi debitori che intraprendano fondamentali e convincenti riforme economiche. La principale differenza rispetto alle operazioni ad hoc di riduzione del debito poste in essere finora consiste nel prospettato impiego a tal fine delle risorse del FMI e della Banca Mondiale. Per facilitare le riduzioni del debito è stato inoltre raccomandato che per un periodo di tempo limitato siano concordate deroghe alle clausole contemplate negli accordi di prestito in essere che sono di ostacolo agli schemi di riduzione del debito in conto capitale e interessi. I governi dei maggiori paesi industriali si sono anche impegnati a rivedere le disposizioni normative, fiscali e contabili che potrebbero ingiustificatamente pregiudicare la capacità delle banche di acconsentire a un alleggerimento degli oneri debitori.

Sia perché molti dettagli non sono stati ancora messi a punto, sia perché il piano richiede negoziati su base volontaria tra i paesi debitori e le banche commerciali creditrici secondo un approccio caso per caso, non è possibile stabilire con precisione quale potrebbe essere l'ammontare complessivo dell'alleggerimento del debito e del suo servizio ottenibile attraverso questo piano. Secondo stime del Tesoro USA, l'indebitamento di trentanove paesi che dal 1982 hanno ristrutturato i loro debiti verso le banche commerciali potrebbe essere ridotto di circa \$70 miliardi, ossia del 20% nell'arco di tre anni, e di \$20 miliardi l'onere per interessi. Queste cifre dipendono in modo decisivo dalle ipotesi assunte circa lo sconto con il quale verrebbero negoziate le riduzioni del debito e l'ammontare dei fondi che le istituzioni multilaterali devolvrebbero al fine di ridurre il debito e il servizio del debito. Il Tesoro USA ha indicato un importo di \$20-25 miliardi per i prestiti del FMI e della Banca Mondiale che potrebbero essere impiegati a tale fine nell'arco di tre anni. Il Giappone ha ribadito la sua precedente offerta di fornire fondi a condizioni agevolate parallelamente a quelli erogati da istituzioni internazionali.

Le istituzioni di Bretton Woods potrebbero impiegare le proprie risorse in

Le proposte di Brady di revisione dell'attuale strategia debitoria

Dimensioni ipotizzabili dell'alleggerimento del debito

Il ruolo delle istituzioni di Bretton Woods

una varietà di modi per ridurre l'onere debitorio e incoraggiare la partecipazione delle banche alle operazioni di ristrutturazione. Esse potrebbero finanziare riscatti di passività con ampio sconto sul nominale che ridurrebbero le obbligazioni sia in conto capitale che interessi. In alternativa, i proventi dei loro prestiti potrebbero essere impiegati per acquistare attività da utilizzare come garanzia a fronte di nuovi strumenti di debito con valore nominale inferiore a quelli estinti, o per garantire direttamente minori esborsi per interessi passivi su un ammontare invariato di debito. Tecniche analoghe potrebbero essere impiegate a sostegno dell'erogazione di nuovi crediti da parte delle banche commerciali.

Cambiamenti nella strategia creditoria del Fondo

In linea con le raccomandazioni del Segretario al Tesoro USA, il FMI sta riesaminando la propria politica con riferimento ai rapporti intercorrenti tra i suoi finanziamenti e gli accordi di ristrutturazione delle banche commerciali. In passato il FMI era stato riluttante a impegnare fondi prima che fosse raggiunta una "massa critica" per il finanziamento dei disavanzi previsti di bilancia dei pagamenti del paese mutuatario. In pratica ciò significava che i programmi del Fondo non venivano perfezionati finché non erano stati in larga parte posti in atto gli accordi di ristrutturazione del debito bancario. Per contro, nell'aprile 1989, prima ancora che il Messico avesse avviato negoziati formali con le banche commerciali creditrici, il FMI ha reso noto che avrebbe accordato prestiti per \$ 3,6 miliardi a questo paese. La lettera di intenti del Messico conteneva determinate ipotesi riguardanti il livello ma non la forma del rifinanziamento che esso prevedeva di negoziare con le banche commerciali. La *ratio* di questo nuovo approccio è di evitare costosi ritardi nell'attuazione dei necessari programmi di aggiustamento nei paesi debitori, nell'ipotesi implicita che le banche commerciali subentreranno successivamente con concessioni equivalenti.

Possibili implicazioni della nuova strategia sul comportamento delle banche

L'alleggerimento del debito assecondato da parte ufficiale è destinato a influire sulla disponibilità delle banche commerciali ad accordare prestiti addizionali ai paesi con difficoltà debitorie. Nella misura in cui viene rafforzata la capacità dei PVS di onorare le proprie obbligazioni e si evita l'accumulo di arretrati, l'alleggerimento dell'onere debitorio potrebbe attenuare la riluttanza delle banche ad accrescere la propria esposizione. Tuttavia, sembra più probabile che le riduzioni del debito accordate dalle banche su iniziativa dei rispettivi governi possano rendere queste ultime ancor più esitanti a erogare nuovi fondi senza esplicite garanzie ufficiali. In che modo la direzione di una banca potrebbe giustificare dinanzi ai propri azionisti la concessione di ulteriori crediti a condizioni sostanzialmente invariate, quando attività identiche possono essere acquisite sul mercato secondario a prezzi notevolmente scontati?

I vantaggi del nuovo schema di riduzione del debito...

Nell'alleviare l'onere del debito e del servizio del debito, la nuova strategia potrebbe concedere ai paesi debitori la pausa di respiro necessaria ad attuare quelle politiche di aggiustamento orientate alla crescita economica, che diversamente sarebbero troppo dolorose per essere politicamente accettabili. Inoltre, se attuate efficacemente, esse dovrebbero consentire di evitare il disordinato accumulo di arretrati, nonché le conseguenze destabilizzanti e il clima di conflittualità che di norma le accompagnano.

...e i pericoli che esso comporta

D'altra parte, le nuove proposte di alleggerimento dell'onere debitorio comportano alcuni pericoli. Generando eccessive attese, esse possono differire la conclusione di accordi e indurre i governi a sospendere gli attuali programmi di

conversione. Inoltre, gli schemi generali di riduzione del debito basati su quotazioni del mercato secondario possono facilmente creare incentivi perversi. Anziché realizzare le riforme necessarie, i paesi potrebbero essere tentati di far scendere il valore di mercato delle loro passività in modo da ottenere il massimo vantaggio dagli schemi di riduzione del debito. Infine, una strategia che viene esclusivamente in soccorso dei paesi in posizione critica rischia di essere considerata iniqua da quanti hanno attuato programmi di aggiustamento alquanto onerosi, e coronati infine da successo e hanno onorato pienamente i loro obblighi debitori.

Il nodo cruciale del problema è come promuovere le necessarie riforme e le politiche macroeconomiche orientate allo sviluppo. Finora il processo di reiterate rinegoziazioni ha assicurato la sorveglianza continua del FMI e della Banca Mondiale. La riduzione del debito, in quanto operazione *una tantum*, non si presta ad un siffatto "monitoraggio" a meno di non essere attuata con gradualità. Inoltre, per ottenere un consistente aumento dei flussi netti di risorse ai paesi debitori è necessario l'apporto di ulteriori finanziamenti.

Per i paesi in posizione critica, un'ulteriore fonte di risorse di capitale, potenzialmente elevatissima, da cui emerge altresì l'importanza vitale di sane politiche economiche, è rappresentata dall'ingente volume di attività detenute all'estero da residenti di questi stessi paesi. Benché non si disponga di dati attendibili su tali attività, come si può desumere dalla tabella, nei dieci anni terminanti nel 1987 in diversi paesi latino-americani esse sarebbero aumentate

Esigenza di mantenere la condizionalità

Il ruolo della "fuga di capitali"

Variazione cumulativa nelle posizioni esterne di alcuni paesi in via di sviluppo; 1978-1987					
	Saldo corrente	Investimenti diretti netti più variazioni delle riserve	Debito totale esterno ¹	Posta residuale ²	Passività verso le banche dichiaranti alla BRI a fine 1988
	(1)	(2)	(3)	(4) = (1) + (2) + (3)	(5)
in miliardi di dollari USA					
Argentina	-23,5	9,5	45,4	31,4	35,1
Bolivia	- 2,8	0,3	3,8	1,3	0,4
Brasile	-71,4	21,0	82,5	32,1	75,9
Cile	-17,7	0,8	15,4	-1,5	11,0
Colombia	-10,1	2,2	12,0	4,1	6,9
Costa Rica	- 3,7	0,3	3,4	0,0	0,9
Ecuador	- 6,0	1,2	8,1	3,3	4,9
Messico	-28,8	8,2	76,7	56,1	69,3
Perù	- 6,5	0,2	8,9	2,6	4,6
Uruguay	- 2,2	0,6	3,1	1,5	2,0
Venezuela	9,2	3,7	25,8	38,7	25,5

¹ Variazione nel valore in dollari correnti del debito esterno più utilizzo di prestiti del FMI. ² Poiché il saldo corrente corrisponde alla variazione nella posizione attiva netta sull'estero, questa colonna rappresenta le variazioni nella consistenza di attività e passività esterne non comprese nella seconda e terza colonna. La principale componente di questa posta è rappresentata dall'accumulazione di attività privata all'estero. I deflussi di capitali attraverso la sottofatturazione delle esportazioni e la sovrapproduzione delle importazioni, una pratica comune in alcuni di questi paesi, non sono rilevati in questa posta residuale.

Fonti: FMI e Banca Mondiale.

fino a raggiungere una quota assai ampia – o addirittura maggiore – dell'attuale debito verso le banche commerciali.

Tuttavia, la maggior parte di queste attività è detenuta dal settore privato ed è improbabile che nelle circostanze attuali i residenti siano disposti a investire nei loro rispettivi paesi più di quanto lo siano le banche commerciali estere o altri creditori. Il rientro dei capitali esportati clandestinamente tende ad essere più la conseguenza di un fondamentale miglioramento delle condizioni interne che uno strumento per conseguire tale miglioramento. E' anche possibile che talune tecniche concepite per la riduzione del debito, come ad esempio gli schemi di conversione, che di per sé forniscono un sussidio all'importazione di capitali, inducano invece temporanei deflussi di fondi in quanto i residenti cerchino di trarre vantaggio dai tassi di cambio preferenziali spesso contemplati negli accordi di conversione del debito.

In conclusione, non vi è dubbio che l'alleggerimento del debito, se attuato in modo appropriato, può dare un contributo decisivo alla soluzione dei problemi dei paesi fortemente indebitati. La riduzione del servizio del debito, accompagnata da nuovi crediti e da un rientro dei capitali espatriati, potrebbe aumentare sensibilmente il flusso netto di risorse e consentire il ritorno a saggi di investimento più elevati e a tassi di crescita economica più soddisfacenti. Tuttavia, i nuovi crediti "spontanei" da parte delle banche commerciali, nonché il rimpatrio dei capitali fuoriusciti, si otterranno solo a condizione che esistano chiare prospettive di un miglioramento permanente della situazione economica di fondo nei paesi in questione. Una soluzione duratura dei problemi dei paesi debitori è possibile solo se la pausa di riflessione offerta dall'alleggerimento dell'onere debitorio sarà sfruttata al fine di creare stabili condizioni macroeconomiche e di realizzare le necessarie riforme strutturali orientate alla crescita. In questo senso le idee di base del Piano Baker sono più valide che mai.

E' della massima importanza che l'alleggerimento del debito sia collegato a fondamentali riforme economiche

VI. L'evoluzione delle grandezze e delle politiche monetarie

Aspetti salienti

Di fronte all'inattesa accelerazione della crescita economica, lo scorso anno la politica monetaria in molti dei paesi industriali ha dovuto tener conto in misura crescente del rischio di un'eccessiva sollecitazione delle risorse produttive. I tassi di interesse a breve nei maggiori paesi erano ulteriormente calati nella prima parte del 1988, allorché le prospettive economiche erano ancora offuscate dalla crisi borsistica e dalla debolezza del dollaro, ma in seguito i tassi del mercato monetario hanno assunto un andamento ascendente. A differenza di quanto osservato nel 1987, i tassi di interesse a lungo termine sono saliti di poco o sono rimasti stabili durante la maggior parte del 1988, con la conseguenza che la curva dei rendimenti si è appiattita o ha assunto un'inclinazione negativa.

In parte a causa della crescente credibilità guadagnata presso gli operatori del mercato dagli impegni ufficiali di cambio, i capitali privati sono affluiti su vasta scala verso i paesi con tassi di interesse nominali relativamente elevati. Allorché la Riserva Federale ha cercato di moderare il rapido ritmo della crescita economica interna, l'innalzamento dei tassi a breve sul mercato statunitense ha accresciuto le spinte al rialzo sul dollaro USA nei confronti delle altre principali monete. In Giappone, dove il livello dei prezzi è rimasto praticamente stabile, la politica monetaria ha continuato ad essere orientata nel senso di favorire il processo di aggiustamento degli squilibri correnti internazionali, e i tassi di interesse a breve sono saliti assai poco. Per contro, la politica del cambio e dei tassi di interesse a breve in Germania ha tenuto conto del deprezzamento del marco, che minacciava la stabilità dei prezzi interni, nonché delle tensioni emergenti sul piano della capacità produttiva.

I movimenti di capitali, che hanno indebolito il marco nei riguardi del dollaro USA, hanno contribuito a stabilizzare i tassi di interesse in seno al meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo, allorché le autorità sono riuscite a convincere il mercato che non era contemplato un riallineamento delle parità centrali. Anche la Francia, il Belgio e i Paesi Bassi hanno segnato lo scorso anno un'accelerazione del ritmo di crescita economica, ed hanno accettato gli incrementi dei tassi di interesse a breve che apparivano opportuni per ragioni di ordine interno. In Italia, dove la crescita economica è stata relativamente forte, gli afflussi di capitali hanno ostacolato gli sforzi volti a conseguire un appropriato grado di restrizione monetaria. I flussi di capitali hanno esercitato spinte al rialzo sulle monete di molti altri paesi con tassi di inflazione relativamente elevati e deboli posizioni esterne di parte corrente, in quanto la politica monetaria di questi paesi è stata inasprita per contrastare le crescenti pressioni inflazionistiche. Situazioni di questo tipo sono state presenti a tratti nel Regno Unito, in Canada, Spagna, Portogallo, Svezia, Norvegia, Finlandia e Australia.

Dato che le relazioni fra la crescita della quantità di moneta, l'attività economica e i tassi di inflazione sono state influenzate in ampia misura dall'andamento dei tassi di cambio e da fattori straordinari, nei maggiori paesi industriali la politica monetaria non è stata orientata strettamente al controllo dei saggi di espansione degli aggregati monetari. Reagendo fortemente ai movimenti dei tassi di interesse, lo scorso anno la crescita degli aggregati-chiave è rallentata negli Stati Uniti, mentre è proseguita a ritmi sostenuti in Giappone e in Germania. Il tasso di crescita monetaria è aumentato nel Regno Unito e in Canada. In assenza del ricorso a un parametro-guida in termini di quantità di moneta, le autorità dei paesi maggiori si sono basate su vari indicatori dell'andamento nei mercati finanziari e nell'economia reale nel valutare l'intonazione appropriata della politica monetaria.

Sebbene nel 1988 l'inflazione sia rimasta generalmente moderata e le politiche seguite abbiano contribuito a dissipare i timori del mercato circa la dinamica dei prezzi, al momento attuale non è certo se i cambiamenti intervenuti nelle politiche monetarie determineranno un rallentamento del ritmo di espansione economica sufficiente ad arginare le crescenti spinte inflazionistiche che sono venute emergendo.

La politica monetaria nei maggiori paesi industriali

Considerazioni di ordine interno ed esterno

Aumento generalizzato dei tassi di interesse a breve

A partire dalla primavera dello scorso anno le autorità monetarie dei maggiori paesi industriali hanno indotto un rialzo dei tassi di interesse del mercato monetario in risposta alle indicazioni di un crescente vigore dell'attività economica e, in molti casi, ai segni di un più rapido aumento dei costi di produzione che potevano preludere ad un'accelerazione nei tassi tendenziali di inflazione dei prezzi al consumo. A differenza di quanto avvenuto nel 1987, i mercati obbligazionari ed azionari non hanno reagito sfavorevolmente all'innalzamento dei tassi a breve; in effetti l'appiattimento o l'inversione della curva dei rendimenti nel corso dell'estate e dell'autunno sono stati diffusamente interpretati come un segno della convinzione del mercato che una tempestiva restrizione monetaria sarebbe riuscita a tenere sotto controllo l'inflazione.

Afflussi di capitali nei paesi con tassi di interesse relativamente elevati

In un mutato clima di aspettative di cambio, che può avere in parte rispecchiato la maggiore credibilità dell'impegno delle autorità a contrastare un ulteriore calo del dollaro, nonché un certo miglioramento nella bilancia commerciale USA, sono fortemente aumentati gli afflussi di capitali privati verso gli Stati Uniti. Non si sono così resi necessari acquisti massicci di dollari da parte delle autorità monetarie per sostenere la moneta americana. Anzi, lo scorso anno sono notevolmente diminuite le riserve valutarie della Germania, principalmente a causa degli interventi sui mercati dei cambi volti a moderare l'ascesa del dollaro USA. L'attrattiva esercitata sui movimenti internazionali di capitali dai tassi di interesse relativamente alti ha talvolta posto dinanzi ad ardue scelte le autorità monetarie del Regno Unito, del Canada e dell'Italia. Per conseguire il grado di restrizione monetaria che pareva opportuno in questi paesi si è ritenuto necessario consentire un aumento del valore esterno della moneta nazionale. Un apprezzamento del tasso di cambio contribuirebbe direttamente a moderare la dinamica dei costi e le pressioni della domanda, sebbene a prezzo di un ulteriore deterioramento delle partite correnti. Tuttavia, specie nel caso in cui non fosse

possibile evitare un certo aumento dell'inflazione tendenziale, un più elevato tasso di cambio potrebbe senz'altro dimostrarsi insostenibile nel medio periodo.

L'azione delle autorità monetarie in risposta a situazioni di questo tipo è dipesa dal ruolo attribuito alla stabilità del tasso di cambio come caposaldo della politica monetaria e delle aspettative inflazionistiche a più lungo termine. Anche se è stato evitato un riallineamento delle parità centrali nello SME, in un più ampio contesto si è osservata in molti paesi la chiara tendenza ad attribuire una più elevata priorità, nella conduzione della politica monetaria, all'obiettivo di evitare un surriscaldamento dell'economia interna e una ripresa dell'inflazione. Ciò non deve essere necessariamente interpretato come espressione di disimpegno dalla cooperazione internazionale, la quale è stata palese negli interventi congiunti per moderare l'ascesa del dollaro e nella perdurante attività di consultazione. L'assenza di forti tensioni nei mercati finanziari e valutari pare comprovare l'accresciuta credibilità della politica di cooperazione nella gestione dei tassi di cambio. Ma con il rafforzarsi della crescita economica e con il suo diffondersi a paesi nei quali il ritmo di espansione era stato precedentemente piuttosto lento, sono in gran parte venuti meno i conflitti fra gli obiettivi interni e esterni, e quasi ovunque si è individuato nel rischio di inflazione il problema più impellente.

Negli Stati Uniti il tasso sui *Federal funds* è costantemente salito fra il marzo e l'agosto 1988, in quanto la Riserva Federale ha agito in senso restrittivo sulle riserve bancarie di fronte alla crescente evidenza di una forte dinamica economica. Il timore che non attuando un inasprimento della politica monetaria si sarebbe permessa una ripresa dell'inflazione ha indotto ad accettare un certo apprezzamento del dollaro USA. Si è potuto ovviamente argomentare con fondatezza che consentendo una dinamica dei prezzi e dei costi negli Stati Uniti non in linea con quella degli altri paesi si sarebbe ostacolato il processo di aggiustamento dello squilibrio corrente nel più lungo periodo. Per un certo tempo, agli inizi dell'autunno, è parso che il ritmo della crescita economica stesse moderandosi, e i rendimenti obbligazionari sono di fatto calati. Nella seconda parte dell'autunno, tuttavia, la Riserva Federale ha rilevato la persistenza di spinte inflazionistiche e, nel novembre, ha indotto un ulteriore aumento dei tassi di interesse a breve. Al fine di segnalare l'orientamento della politica monetaria il saggio ufficiale di sconto è stato elevato nell'agosto 1988 e nuovamente nel febbraio di quest'anno.

Benché l'espansione economica in Giappone abbia continuato ad essere assai vigorosa, gli effetti in termini di costi e di concorrenzialità delle importazioni derivanti dal precedente ampio apprezzamento dello yen e la forte risposta produttiva dell'economia giapponese hanno contribuito a mantenere stabili i prezzi al consumo nel corso del 1988, mentre i prezzi all'ingrosso sono addirittura calati. Le pressioni al ribasso sullo yen in primavera e nell'estate sono rimaste contenute e non sono state contrastate con interventi ufficiali sui mercati dei cambi. Si è consentito un certo rafforzamento dei tassi di interesse a breve, ma l'aumento è stato assai inferiore a quello avutosi negli altri paesi maggiori. Il fatto che il precedente calo dello yen nei confronti del dollaro USA sia stato ampiamente recuperato dopo il mese di ottobre ha sconsigliato un più deciso inasprimento della politica monetaria, cosicché il saggio di sconto della Banca del Giappone è stato mantenuto invariato.

Accresciuta
priorità attribuita
al controllo
dell'inflazione

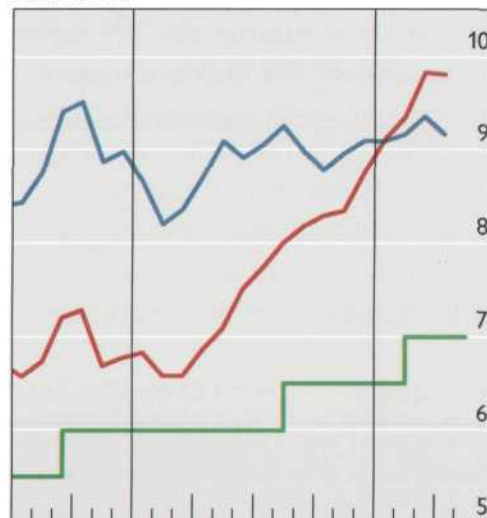
Restrizione
monetaria negli
Stati Uniti e
apprezzamento
del dollaro USA

Leggero
inasprimento
in Giappone

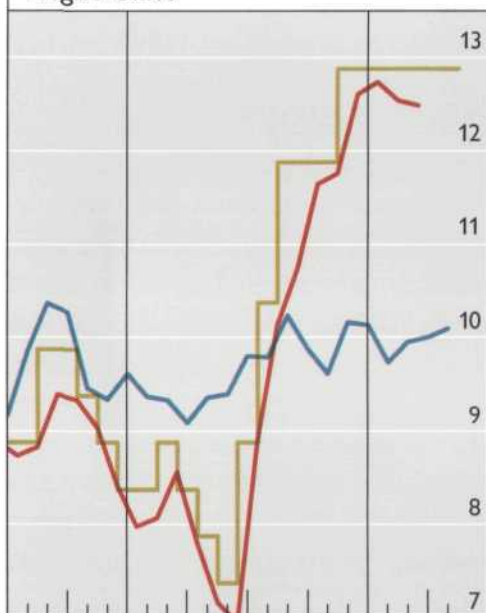
Tassi di interesse ufficiali e di mercato

- tasso di aggiudicazione nelle operazioni della banca centrale¹
- saggio ufficiale di sconto annunciato
- tasso massimo annunciato del rifinanziamento ufficiale²
- tasso a brevissimo termine del mercato monetario
- rendimento dei titoli di Stato

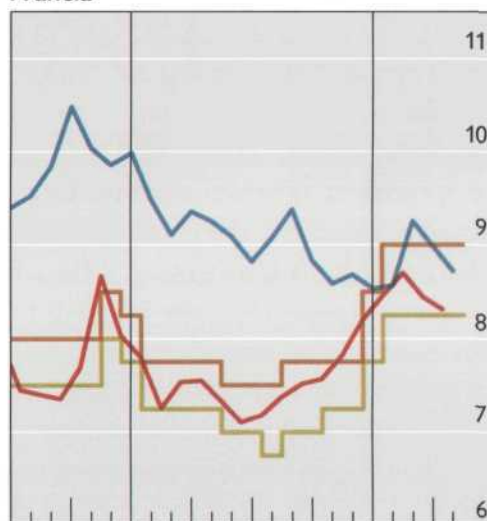
Stati Uniti



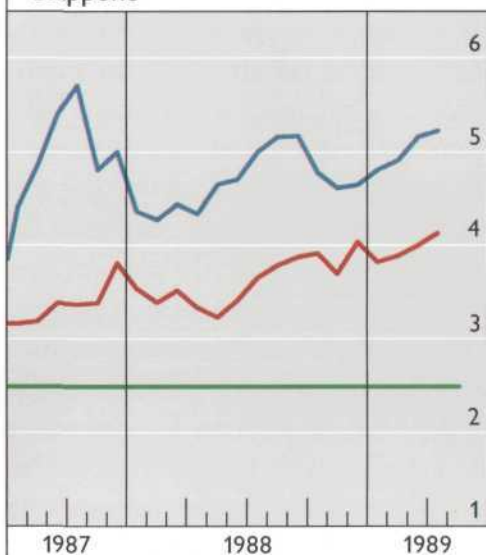
Regno Unito



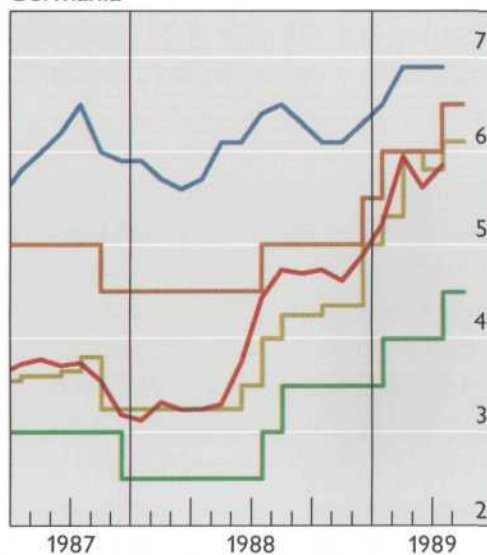
Francia



Giappone



Germania



¹ Per il Regno Unito, acquisti di effetti bancari a brevissimo termine. ² Per la Germania, tasso "Lombard"; per la Francia, operazioni temporanee su titoli attivabili da parte delle banche.

In Germania, per contro, dove l'attività produttiva si è portata a livelli prossimi al potenziale massimo, il deprezzamento del marco nei riguardi del dollaro USA – di oltre il 20% fra il gennaio e l'agosto 1988 – e la sua debolezza rispetto a diverse valute esterne allo SME hanno esercitato spinte al rialzo sul livello dei prezzi interni. Fra giugno e agosto, in un contesto di massicci interventi sul mercato dei cambi, la Bundesbank ha gradualmente innalzato i tassi di aggiudicazione per l'approvvigionamento di riserve bancarie, ed ha altresì elevato il saggio ufficiale di sconto ed il tasso sulle anticipazioni. In questo periodo sono fortemente saliti i tassi di interesse a breve; questi hanno subito un ulteriore aumento a partire da dicembre, in linea con i tassi di aggiudicazione applicati dalla Bundesbank. A quell'epoca era chiaramente in atto una forte espansione dell'attività economica in Germania e nella maggior parte degli altri paesi partecipanti al meccanismo di cambio dello SME. Fra il dicembre 1988 e l'aprile 1989 le banche centrali di Belgio, Paesi Bassi, Svizzera e Austria hanno seguito l'esempio della Bundesbank innalzando a più riprese i tassi ufficiali annunciati. Come in Giappone, anche i rendimenti obbligazionari sono saliti nell'ultima parte del 1988 e agli inizi di quest'anno.

L'azione in risposta all'indebolimento del marco tedesco e alla forte espansione economica in Germania

In Francia la discesa dei tassi di interesse di mercato rispetto agli elevati livelli raggiunti verso la fine del 1987 è continuata fino al giugno dell'anno scorso, e il franco è persino leggermente salito all'interno della fascia SME. Pur non essendovi timori di un eccessivo intensificarsi delle spinte inflazionistiche, sempreché la dinamica salariale fosse rimasta moderata, si è ritenuto che il leggero disavanzo delle partite correnti richiedesse un livello dei tassi di interesse tale da incoraggiare il risparmio privato interno. A partire dall'agosto gli aumenti apportati dalla Banca di Francia al tasso di aggiudicazione sulle sue operazioni di mercato aperto hanno indotto una progressiva lievitazione dei tassi di interesse del mercato monetario, e nei primi mesi del 1989 sono decisamente saliti anche i rendimenti obbligazionari.

Ritorno a un orientamento restrittivo anche in Francia

Nel Regno Unito la situazione diagnosticata nella tarda primavera del 1988 come un classico esempio di eccesso di domanda, che dava luogo a un disavanzo di bilancia dei pagamenti e a crescenti spinte salariali, è stata attribuita al livello troppo basso dei tassi di interesse a breve, conseguente alla politica fino allora seguita di impedire un apprezzamento della sterlina nei confronti del marco tedesco. Tuttavia, la concorrenzialità dell'industria britannica era stata una delle considerazioni preminenti nella scelta dell'obiettivo informale di tasso di cambio, e diversi indicatori finanziari ed economici evidenziavano da qualche tempo la necessità di inasprire la politica monetaria. Dopo la rinuncia all'osservanza del valore-soglia del tasso di cambio, è stata incoraggiata una graduale salita dei tassi di interesse fra maggio e agosto e un ben maggiore aumento nel mese di ottobre. I tassi di interesse sulle lunghe scadenze hanno mostrato una notevole insensibilità. E' difficile giudicare in che misura abbia influito – oltre agli afflussi di capitali – la politica di finanziamento del settore pubblico. Questa ha ora assunto la forma di consistenti rimborsi netti di debito pubblico da parte delle autorità. Tali rimborsi sono di entità pressappoco pari all'eccedenza dell'amministrazione centrale, la quale per l'esercizio terminato nel marzo 1989 è ammontata a circa £ 7 miliardi contro un fabbisogno netto di circa £ 900 milioni nel 1987-88.

I dilemmi di politica monetaria nel Regno Unito ...

In Italia le forti pressioni della domanda, alimentate dall'ingente disavanzo

... in Italia ...

pubblico, e gli aumenti registrati nei costi di produzione si traducevano in una netta accelerazione dei prezzi al consumo alla fine del 1988. A partire dal mese di luglio sono ancora saliti i tassi di interesse a breve, che già si situavano a livelli comparativamente elevati, e la lira è andata gradualmente apprezzandosi all'interno della sua più ampia fascia di oscillazione nello SME. Nel febbraio di quest'anno, di fronte ad una forte espansione del credito bancario all'economia, e specialmente dei prestiti in valuta finanziati all'estero, l'obbligo di riserva è stato esteso alla posizione debitoria netta in valuta estera delle banche. Nell'intento di impartire un segnale "forte" al mercato, in marzo la Banca d'Italia ha innalzato di un intero punto percentuale il saggio ufficiale di sconto.

... e in Canada

In Canada, benché le previsioni sulla dinamica dell'attività economica fossero state gradualmente corrette verso l'alto nel corso dell'anno, alla fine del 1988 appariva chiaro che si erano notevolmente sottostimate le pressioni in termini di costi e di domanda. I tassi di interesse a breve ed a lungo termine sono saliti progressivamente in misura tale da preservare all'incirca il loro margine sui corrispondenti tassi USA.

Il ruolo degli obiettivi in termini di aggregati monetari

Politiche non incentrate sul controllo degli aggregati monetari

Come già nel 1987, lo scorso anno la politica monetaria nei paesi industriali non è stata improntata ad uno stretto controllo della quantità di moneta, sebbene si sia progressivamente indebolita la tesi secondo cui l'assenza di pressioni inflazionistiche rendeva non necessario siffatto approccio. Il convincimento che nel lungo periodo i tassi di crescita monetaria tendono a rispecchiarsi nel livello di inflazione ha indotto le autorità di molti paesi a continuare la pubblicazione di obiettivi per l'espansione annua degli aggregati monetari rappresentativi. Questi sono generalmente basati sulla crescita stimata del potenziale produttivo a prezzi correnti e sulla variazione tendenziale della velocità di circolazione della moneta in relazione al reddito, oppure su previsioni programmatiche in termini di crescita del prodotto e di inflazione nel breve periodo. Nel corso degli ultimi anni, tuttavia, per diverse ragioni tali obiettivi non sono serviti in pratica da principale parametro-guida nella conduzione della politica monetaria.

L'impatto dei fattori perturbativi e dei cambiamenti nella struttura finanziaria sulla velocità della moneta

Nel 1988 la velocità di circolazione di taluni aggregati è stata chiaramente influenzata da fattori perturbativi imprevedibili o da cambiamenti nella struttura finanziaria di cui è stato difficile valutare l'impatto. Un esempio dei primi è riscontrabile in Germania, dove si è dovuta assecondare una forte accelerazione nella crescita della domanda di circolante, in parte dovuta alle incertezze connesse alla progettata introduzione della ritenuta fiscale sugli interessi. In Francia e in Italia i cambiamenti strutturali intervenuti nel sistema finanziario hanno indotto un forte aumento delle disponibilità del settore non bancario in strumenti compresi in M_3 ma non negli aggregati posti ad obiettivo. In Svizzera le modifiche nelle procedure di compensazione interbancaria e nel sistema delle riserve obbligatorie hanno consentito alle banche di ridurre in misura assai superiore alle previsioni i saldi detenuti presso la banca centrale.

Nel Regno Unito, d'altro canto, l'impatto su M_3 della concorrenza fra le banche e le "Building Societies" aveva condotto alcuni anni or sono all'abbandono di obiettivi di crescita per gli aggregati ampi, mentre l'accelerazione segnata lo scorso anno da M_0 e M_4 potrebbe essere stata interpretata come indicativa

Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di crescita								
Paesi e aggregati ¹		Obiettivo ² per l'anno			Espansione monetaria o creditizia			
					periodo considerato ⁴		variazione su quattro trimestri ⁵	
		1987 ³	1988 ³	1989 ³	1987	1988	1988 I	1989 I
in percentuale								
Stati Uniti	M ₂	5,5-8,5	4-8	3-7	4,2	5,2	4,2	4,1
	M ₃	5,5-8,5	4-8	3,5-7,5	5,7	6,3	5,8	5,5
	TDND	8-11	7-11	6,5-10,5	9,8	8,7	9,1	8,8
Giappone	M ₂ + CD	11-12	10-11	10-11	11,8	10,6	12,0	10,3
Germania	MBC	3-6	-	-	8,0	8,5	8,3	9,2
	M ₃	-	3-6	~ 5	6,0	6,8	6,0	6,8
Francia	M ₂	4-6	4-6	4-6	4,0	3,9	3,0	3,8
	M ₃	3-5	-	-	9,1	6,9	8,2	7,3
Regno Unito	M0	2-6	1-5	1-5	5,8 ⁶	6,2 ⁶	5,2	6,7
Italia	CSNS	5-9	6-10	7-10	10,3	15,7	9,4	18,1
	M ₂	6-9	6-9	6-9	8,3	8,4	7,1	9,1
Spagna	ALP	6,5-9,5	8-11	6,5-9,5	14,0	11,1	13,8	11,4
Svizzera	MBCR	2	3	2	3,0	-3,9	1,3	n.d.
Portogallo	L-	-	10-13	7,5-10,5	16,8	14,8	17,6	n.d.
Grecia	M ₃	-	14-16	18-20	25,2	22,4	25,3	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; ALP = attività liquide nelle mani del pubblico; MBCR = moneta della banca centrale rettificata; L- = liquidità totale detenuta da operatori residenti non finanziari. 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 1989 da secondo trimestre a secondo trimestre), Germania e Francia; da dicembre a dicembre per Italia, Spagna, Grecia e Portogallo. Per il Regno Unito, periodi di dodici mesi terminanti in marzo. Per la Svizzera, medie annue (per il 1989, crescita media destagionalizzata in ragione annua dal quarto trimestre 1988). ⁴ Calcolato sulla stessa base dell'obiettivo. ⁵ Basata su medie trimestrali. ⁶ Periodi di dodici mesi fino al marzo 1988 e 1989.

Fonte: statistiche nazionali.

dell'opportunità di un maggiore grado di restrizione monetaria. Nel 1988 lo sconfinamento dei tassi di crescita monetaria rispetto agli obiettivi in Portogallo e Grecia è parimenti servito da conferma dell'esigenza di un inasprimento della politica.

In altri casi le ampie variazioni nella velocità di circolazione sono state principalmente indotte dai movimenti dei tassi di interesse. In particolare, un forte effetto espansivo sui ritmi di crescita monetaria è stato nuovamente esercitato dal livello storicamente basso dei tassi di interesse a breve ancora presente agli inizi del 1988 in Giappone e Germania; tuttavia nel corso dell'anno gli aumenti dei tassi di interesse hanno agito in funzione moderatrice sull'espansione monetaria negli Stati Uniti e, in misura più ridotta, nel Regno Unito, in Giappone e in Francia. Per converso, le aspettative di ulteriori rialzi dei rendimenti a lungo termine in certi periodi hanno avuto la tendenza a stimolare la domanda di attività monetarie in Germania, Francia e Italia. Naturalmente il livello dei tassi di interesse a breve è stato il riflesso di scelte di politica monetaria, le quali sono state influenzate, specie in Germania, dalla consapevolezza dell'effetto diretto esercitato dall'andamento dei tassi di cambio sull'attività economica e sul livello

Influsso dei tassi di interesse

Le difficoltà
derivanti dall'in-
novazione
finanziaria sono
spesso superabili

generale dei prezzi. Negli Stati Uniti, le forti reazioni nel breve periodo di M_1 e in misura minore, di M_2 al mutare delle relazioni fra i tassi del mercato monetario e i tassi meno flessibili offerti sui depositi presso le banche e le casse di risparmio sono ormai divenute abituali e ampiamente prevedibili. Tuttavia il rallentamento nella crescita di M_2 prodottosi lo scorso anno in risposta agli aumenti dei tassi del mercato monetario ha reso difficile esprimere la necessità di una restrizione monetaria in termini di evoluzione corrente degli aggregati.

Mentre la sensibilità della domanda di moneta al livello dei tassi di interesse è talvolta chiaramente mutata per effetto dell'accresciuta sostituibilità fra i nuovi strumenti di deposito fruttifero e le attività finanziarie negoziabili, le difficoltà nell'interpretare i movimenti degli aggregati monetari dovuti all'innovazione finanziaria non sono normalmente insormontabili. Molti dei cambiamenti sono di natura evolutiva; altri causano soltanto uno spostamento *una tantum* nella domanda di moneta. Negli Stati Uniti, dove l'attenzione è rivolta ora principalmente a più ampie misure della moneta, paragonabili a quelle già da tempo in uso in Giappone e in Germania, la deregolamentazione può aver accresciuto l'utilità degli aggregati monetari come parametri-guida della politica nel lungo periodo. Sebbene la deregolamentazione abbia aumentato l'elasticità di questi rispetto ai tassi di interesse a breve, essa pare avere invece ridotto la loro reattività ai movimenti dei tassi nel più lungo periodo, nonché l'incentivo a ricercare strumenti innovativi che permetterebbero di ridurre la quantità detenuta di attività monetarie. La ragione principale è che ci si può attendere che la remuneratività rispettiva della maggior parte dei saldi monetari si adegui nel più lungo periodo ai livelli dei tassi di mercato. In Canada, dove la fissazione di un obiettivo per la crescita di M_1 era stata abbandonata fin dal 1982, è riemersa la relazione fra l'andamento degli aggregati più ampi M_2 e $M_2 +$ e quello della spesa nominale su periodi di uno-due anni. Benché questi aggregati non si prestino ad uno stretto controllo, nel dare conto dell'azione di politica monetaria si è ritenuto utile far rilevare al pubblico che l'accelerazione segnata l'anno scorso dalla crescita di M_2 e $M_2 +$, a livelli costantemente superiori al 10%, doveva essere considerata preoccupante.

I mutamenti sull'arco di più anni nelle relazioni fra la dinamica degli aggregati monetari e gli andamenti delle grandezze economiche, come quelli che paiono essere stati prodotti in Giappone e Germania dalle ampie oscillazioni dei cambi, pregiudicano chiaramente la credibilità dell'approccio basato sulla fissazione di obiettivi di crescita monetaria. Tuttavia fenomeni di questo genere possono in definitiva dimostrarsi coerenti con la tesi secondo cui si dovrebbe tener conto di sfasamenti temporali ampi e variabili nel processo attraverso il quale gli sviluppi monetari influenzano l'attività economica e l'inflazione.

I rischi insiti nella
forte espansione
monetaria negli
ultimi anni

Le autorità monetarie hanno continuato a richiamare l'attenzione sui pericoli insiti nella forte espansione monetaria avutasi in molti paesi negli ultimi anni. Questa si è chiaramente riflessa nell'aumento dei prezzi delle attività in un periodo pluriennale. Ciò può aver contribuito, congiuntamente all'ulteriore calo dei tassi di interesse a breve prodottosi in parecchi paesi nell'ultima parte del 1987 e nei primi mesi del 1988, alla decisa accelerazione del ritmo di crescita economica lo scorso anno. Finora l'inflazione è stata tenuta sotto controllo principalmente in virtù della moderata dinamica salariale, ma vi sono attualmente

indicazioni di un rialzo dei livelli retributivi contrattuali in taluni paesi, e il rischio che ciò accada in altri. Qualora un sensibile aumento dell'inflazione tendenziale dovesse tradursi in una ripresa delle aspettative inflazionistiche, potrebbe essere difficile impedire che le disponibilità monetarie accumulate negli ultimi anni vengano attivate per alimentare una spirale salari/prezzi.

A riprova della volontà delle autorità monetarie di evitare di assecondare una crescita del tasso di inflazione, gli obiettivi fissati per quest'anno nel Regno Unito, in Francia e in Italia sono stati vicini a quelli stabiliti per il 1988. In Germania, dove l'espansione monetaria negli ultimi tre anni ha regolarmente ecceduto il limite superiore della fascia-obiettivo della Bundesbank, è stato annunciato un valore singolo. Negli Stati Uniti, in Spagna e in Portogallo i limiti di tutte le fasce-obiettivo pubblicate per il 1989 sono inferiori a quelli dell'anno prima. In Grecia gli obiettivi sono notevolmente più bassi dei tassi effettivi di crescita monetaria registrati nel 1988. In Svizzera, il passaggio a una base di riferimento quarto trimestre su quarto trimestre per misurare l'espansione monetaria nel 1989 ha fatto sì che non fosse contemplato un recupero del calo della moneta della banca centrale avutosi nel 1988.

Sono proseguite le strategie basate sul controllo degli aggregati

Altri indicatori delle condizioni monetarie

Sebbene negli ultimi anni gli obiettivi pubblicati di politica monetaria siano stati generalmente espressi in termini di aggregati monetari e di tassi di cambio, in taluni paesi sono stati annunciati valori programmatici di crescita per specifici aggregati creditizi. In termini più generali, le autorità hanno sempre considerato l'evoluzione del credito come un importante elemento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e un utile indicatore delle condizioni monetarie.

Aggregati creditizi

La forte espansione del credito bancario al settore privato registrata lo scorso anno nella maggior parte dei paesi industriali è chiaramente in relazione con il vigore dell'attività economica. In molti casi tale espansione si è innestata sui già cospicui aumenti avutisi nel 1987, i quali in taluni casi avevano fatto prevedere l'esigenza di un inasprimento della politica monetaria. Il credito all'edilizia abitativa e al consumo hanno costituito una delle componenti più vivaci della domanda di finanziamenti; incrementi particolarmente ampi nei prestiti alle famiglie sono stati registrati nel Regno Unito, in Canada, Francia, Italia, Paesi Bassi e Svezia. Anche se la buona posizione reddituale delle imprese ha accresciuto la loro capacità di autofinanziamento, la netta crescita degli investimenti fissi produttivi è stata altresì sorretta in molti paesi da un accresciuto flusso di prestiti bancari alle aziende. Negli Stati Uniti l'ingente volume di emissioni di titoli ha contribuito a moderare la domanda di credito bancario, ma questo è stato impiegato in considerevole misura per finanziare fusioni e acquisizioni societarie. In molti paesi i finanziamenti bancari al settore pubblico sono cresciuti moderatamente, o sono addirittura calati, in quanto le banche hanno ridotto l'accumulo di titoli pubblici, oppure perché l'amministrazione pubblica ha preso provvedimenti al fine di ridurre il proprio fabbisogno e/o di limitare il ricorso al sistema creditizio per la copertura dei disavanzi.

Forti aumenti del credito bancario al settore privato

Alcuni di questi sviluppi richiamano l'attenzione sulle difficoltà, analoghe a quelle incontrate a riguardo degli aggregati monetari, che possono sorgere

Le difficoltà
nell'interpretare
l'evoluzione
del credito

nell'interpretare l'evoluzione del credito in un contesto di deregolamentazione e innovazione finanziaria. In Italia, ad esempio, i massimali sugli impieghi bancari che erano stati imposti per fronteggiare la crisi valutaria del 1987 sono stati rimossi agli inizi dello scorso anno. In Francia, nel Regno Unito e in Svezia i forti aumenti del credito edilizio e al consumo sono stati principalmente dovuti agli effetti della deregolamentazione e della più intensa concorrenza fra le istituzioni finanziarie nell'ampliare l'accesso del settore famiglie al credito. E' difficile valutare quale sia stato il contributo di questo fattore alla dinamica economica: in taluni casi i predetti aumenti hanno avuto come contropartita una più rapida accumulazione di saldi monetari nell'economia; in altri a essi ha fatto riscontro una crescita contenuta del credito al settore pubblico o alle imprese. Nondimeno, i finanziamenti erogati alle famiglie hanno contribuito in tutti e tre i paesi ad accrescere la spesa in consumi e per l'edilizia residenziale.

Aggregati
creditizi ampi

Negli Stati Uniti e in Italia sono pubblicati valori di obiettivo per aggregati creditizi ampi che comprendono, oltre ai prestiti erogati dalle istituzioni creditizie, taluni tipi di finanziamento del settore non bancario sotto forma di titoli; anche in Francia è ora seguita l'evoluzione di un aggregato del credito in senso ampio. Negli Stati Uniti la velocità di circolazione dell'aggregato creditizio ampio, caratterizzata in passato da una grande stabilità, è diminuita fortemente negli anni ottanta in presenza di un amplissimo indebitamento dei settori pubblico e privato. Lo scorso anno il ritmo di crescita dell'aggregato creditizio statunitense ha mostrato una certa decelerazione, rimanendo tuttavia superiore al tasso di crescita del PNL nominale. In Francia, invece, l'espansione del credito totale è leggermente accelerata. In Italia i finanziamenti allo Stato, che non possono essere controllati dalla politica monetaria, sono esclusi dall'aggregato posto come obiettivo. Lo sconfinamento del credito al settore non statale, sebbene influenzato da una contrazione dei portafogli bancari in titoli del Tesoro, ha messo in evidenza l'opportunità di una correzione della politica monetaria.

Credito interno
e flussi di capitali
internazionali

In un regime di fluttuazione controllata dei tassi di cambio, l'espansione del credito interno può tradursi in un disavanzo nei pagamenti correnti o in deflussi di capitali del settore non monetario (ossia in un deterioramento della posizione esterna del sistema bancario), e può pertanto non risolversi in una corrispondente crescita della quantità di moneta. Lo scorso anno, tuttavia, fenomeni di questo tipo, che potevano essere collegati a disavanzi esterni correnti, sono stati controbilanciati dalla tendenza dei capitali privati ad affluire verso i paesi in cui era massima la pressione della domanda aggregata e dove i tassi di interesse nominali si situavano a livelli comparativamente elevati. In tale contesto è possibile che i tassi di crescita del credito interno in paesi come l'Italia e la Spagna siano risultati inferiori ai valori che si sarebbero avuti in assenza di tali fattori, mentre l'inverso potrebbe essere accaduto in Germania e in Giappone. In alcuni paesi la relazione fra la dinamica del credito bancario e della moneta in senso ampio può essere influenzata in notevole misura da variazioni nel tasso di crescita delle passività non monetarie delle banche (non indicate nella tabella). In Germania lo scorso anno l'espansione delle passività bancarie a lungo termine ha segnato un netto rallentamento per effetto delle aspettative degli investitori di aumenti dei tassi di interesse e dell'introduzione di una ritenuta fiscale sui redditi in conto interessi.

Contributo relativo delle principali contropartite alla variazione della quantità di moneta in senso lato								
Paesi	1982-85	1986	1987	1988	1982-85	1986	1987	1988
	Variazioni dicembre su dicembre in percentuale della quantità di moneta							
	Credito al settore privato ¹				Credito alle amministrazioni pubbliche ²			
Stati Uniti	7,5	9,4	7,5	7,6	2,1	-0,1	0,1	-0,5
Giappone	9,2	9,6	11,3	11,1	0,7	1,3	0,0	1,4
Germania	9,7	7,5	5,8	8,6	2,8	0,8	2,5	3,8
Francia	13,4	9,6	14,9	13,6	3,2	1,2	-0,7	0,8
Regno Unito	17,0	20,9	20,4	27,0	-0,6	-1,6	-2,2	-2,8
Italia	6,1	5,3	4,2	7,5	12,7	5,6	10,3	9,5
Canada	2,9	5,0	13,6	14,5	1,0	1,4	0,5	3,4
Spagna	8,7	8,4	11,1	12,5	8,0	6,5	4,7	4,0
Paesi Bassi	7,0	13,7	6,5	15,5	5,2	4,5	1,0	2,0
Belgio	2,7	5,7	6,8	10,3	18,9	16,5	11,6	7,2
Svezia	6,1	12,1	8,5	17,4	1,3	1,7	-3,0	-3,4
	Attività nette sull'estero ³				Quantità di moneta ⁴			
Stati Uniti	-0,8	-2,2	-2,5	-2,0	9,4	9,2	5,2	6,5
Giappone	-0,6	-2,3	-0,9	-0,5	7,8	9,2	10,8	10,2
Germania	1,0	5,7	5,1	-0,5	5,5	6,7	5,8	6,8
Francia	-1,1	2,3	-0,5	-1,4	9,6	4,7	9,0	7,0
Regno Unito	-1,7	-1,3	0,9	-2,6	12,8	15,4	16,3	17,5
Italia	-0,4	-0,5	0,2	0,1	13,4	9,4	8,3	8,4
Canada	0,6	1,1	-5,1	-0,9	7,3	9,6	6,2	11,7
Spagna	1,3	0,9	2,9	0,9	14,7	12,2	13,6	10,3
Paesi Bassi	4,2	-5,6	1,9	4,6	9,2	5,1	6,0	13,0
Belgio	-7,2	-4,6	-5,2	-7,5	6,6	12,8	10,1	6,6
Svezia	1,7	-1,2	-0,9	-2,2	5,6	10,9	4,0	5,3

¹ Per gli Stati Uniti, crediti di banche commerciali e istituzioni di risparmio, con esclusione dei titoli di Stato e dei titoli esenti da imposta; per il Regno Unito, prestiti in sterline delle banche e delle "Building Societies"; per il Canada, crediti a vista ed a breve termine delle banche *chartered* e attività meno liquide in dollari canadesi, con esclusione dei crediti alle amministrazioni locali; per la Svezia, prestiti in moneta nazionale. ² Per gli Stati Uniti, acquisizioni di titoli del Tesoro e di titoli esenti da imposta da parte della Riserva Federale, delle banche commerciali e delle istituzioni di risparmio; per Francia e Svezia, amministrazione centrale; per il Canada, disponibilità in titoli di Stato e crediti verso le amministrazioni locali della Banca del Canada e delle banche *chartered*. ³ 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; per il Canada, attività nette in valuta estera delle banche *chartered*. ⁴ Per il Giappone, M₂ + CD; per il Regno Unito, M₄; per l'Italia, il Canada e i Paesi Bassi, M₂; per la Spagna, ALP; per il Belgio, M₂ (definizione CEE); per gli altri paesi, M₃.

Fonte: statistiche nazionali.

I tassi di interesse a breve, che costituiscono il principale strumento di politica monetaria, sono spesso comparati con il tasso di inflazione corrente nel tentativo di valutare l'orientamento della politica. In alcuni paesi l'accelerazione dell'inflazione nei prezzi al consumo registrata lo scorso anno è in gran parte attribuibile a fattori di natura transitoria, come modifiche nell'imposizione indiretta e aumenti dei tassi ipotecari. Comunque, si può rilevare che in termini reali il rialzo dei tassi di interesse a breve negli Stati Uniti, in Canada, nel Regno Unito e in Italia è stato decisamente inferiore a quello nominale. Inoltre, si è

Tassi di interesse

Difficoltà nel valutare l'appropriate livello dei tassi di interesse a breve

spesso ipotizzato che, quanto meno negli Stati Uniti, la deregolamentazione e l'innovazione finanziaria degli ultimi anni abbiano modificato i nessi esistenti nell'economia fra tassi di interesse, prodotto e domanda in misura tale da rendere ora necessario un più elevato livello dei tassi di interesse nominali e reali per conseguire lo stesso grado di restrizione.

Differenti interpretazioni della struttura per scadenze dei tassi di interesse

Negli ultimi due anni, tuttavia, è stata prestata crescente attenzione alla tesi secondo cui le autorità monetarie potrebbero trarre un'utile indicazione, nel valutare l'appropriatezza della politica, dalla relazione intercorrente fra i tassi del mercato monetario soggetti al loro stretto controllo e i tassi determinati dalle forze di mercato nei segmenti a più lungo termine. Di fatto i rapporti di arbitraggio sottostanti fra tassi a lungo termine, tassi a breve correnti e attesi, oppure fra tassi a breve e rendimenti effettivi periodali su titoli a lunga scadenza, variano nel tempo in modi difficili a spiegarsi. L'instabilità e le oscillazioni di medio periodo nei mercati obbligazionari, azionari e valutari hanno fatto sorgere crescenti dubbi circa la validità dell'assunto secondo cui i mercati non compiono errori sistematici di previsione. Taluni hanno sostenuto che i cambiamenti nella valutazione del rischio in questi mercati potrebbero essere collegati secondo complesse modalità causali. Lo scorso anno uno spostamento nelle preferenze di investimento a sfavore delle azioni potrebbe aver esercitato una pressione al ribasso sui rendimenti obbligazionari, e in molti paesi-chiave si è verificata oppure è prevista una riduzione nell'offerta di titoli di Stato a lungo termine a seguito del consolidamento delle finanze pubbliche o della politica di gestione del debito. Anche i flussi internazionali di capitali devono aver contribuito a comprimere i tassi di interesse a lungo termine in alcuni paesi, fra cui gli Stati Uniti, mentre potrebbero aver avuto una minore incidenza sui rendimenti nei paesi esportatori di capitali. L'appiattimento o l'inversione della curva dei rendimenti potrebbero altresì aver rispecchiato in certa misura l'aspettativa che sarebbe calato il ritmo di crescita economica e che la politica monetaria sarebbe stata allentata con l'attenuarsi delle spinte inflazionistiche.

Tassi di interesse e inflazione in un'ottica di lungo periodo

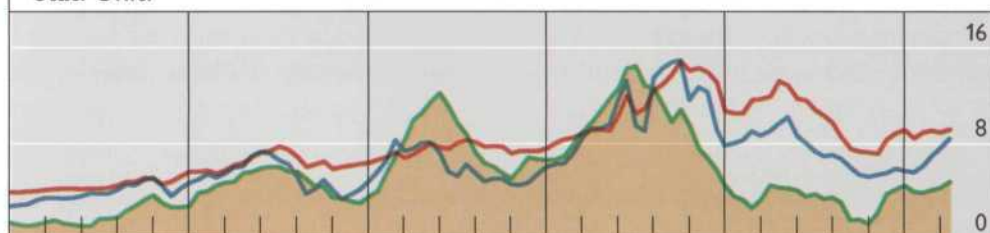
Mentre i rendimenti sulle lunghe scadenze hanno avuto la tendenza a seguire più dappresso i tassi a breve durante gli anni ottanta, un appiattimento o un'inversione della curva dei rendimenti del tipo osservato recentemente non costituivano un fatto inconsueto in passato, come si può notare nel grafico alla pagina seguente. Negli ultimi due o tre decenni la politica monetaria in Germania, in particolare, pare essere stata sistematicamente inasprita ogniqualvolta si è manifestata una riemergenza dell'inflazione. I tassi di interesse a breve sono regolarmente saliti ben al di sopra di quelli a lungo termine, mentre i rendimenti obbligazionari sono rimasti costantemente a livelli più alti dei tassi di inflazione. La fisionomia assunta di recente dalla struttura per scadenze in Germania allorché sono aumentati i tassi a breve appare sostanzialmente in linea con quanto osservato in precedenza. Nel caso del Giappone, i moderati livelli di inflazione nell'ultimo decennio contribuiscono senz'altro a spiegare il fatto che tanto i tassi a breve quanto quelli a lungo termine siano rimasti su valori notevolmente bassi. In altri paesi è spesso osservabile un appiattimento della curva dei rendimenti in periodi di accelerazione dell'inflazione. I tassi a breve hanno reagito più bruscamente dei rendimenti obbligazionari, ma entrambi sono stati di gran lunga sopravanzati dai tassi di incremento dei prezzi. Anche se poteva essere difficile

Tassi di interesse a lungo e a breve termine e inflazione*

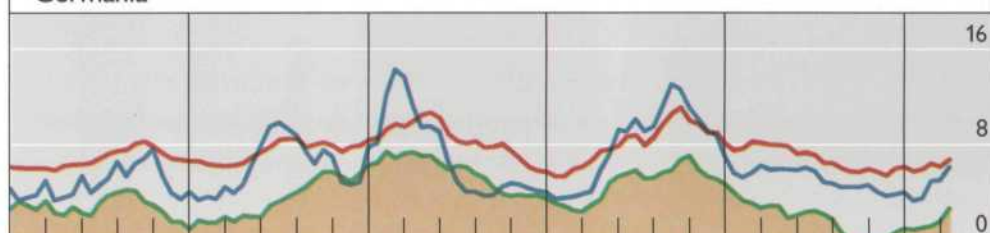
Dati trimestrali, in percentuale

- tassi a lungo termine
- tassi a breve termine
- inflazione dei prezzi al consumo

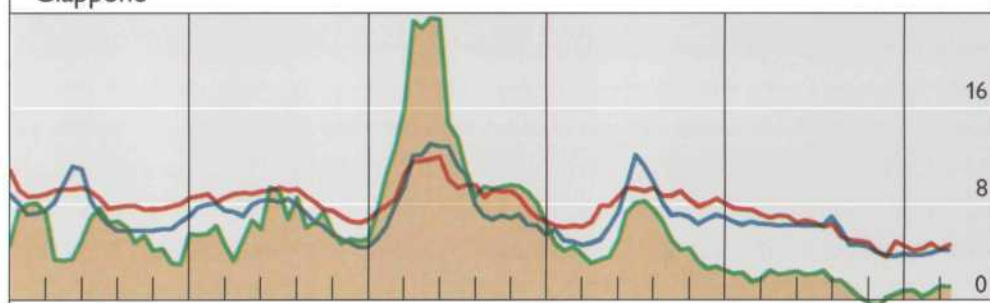
Stati Uniti



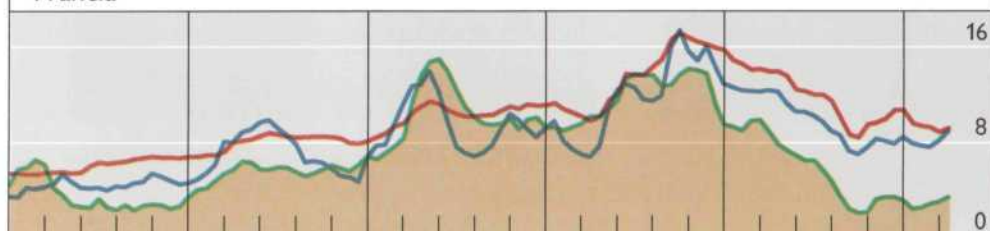
Germania



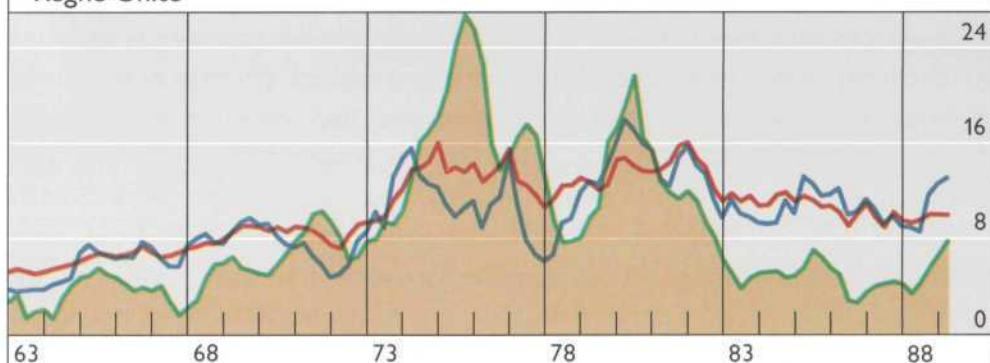
Giappone



Francia



Regno Unito



* Rendimenti obbligazionari a lungo termine e tassi del mercato monetario su strumenti rappresentativi; inflazione misurata dalla variazione percentuale dei prezzi al consumo su quattro trimestri.

prevedere i rincari del petrolio nel 1974 e nel 1978–79, appare chiaro che l'accelerazione dei tassi di inflazione non è sempre stata correttamente pronosticata dai mercati. Ciò può in parte spiegare il fatto che, in molti paesi, durante gli anni ottanta i tassi a lungo termine siano rimasti relativamente alti in rapporto all'inflazione corrente anche in periodi di discesa dei tassi a breve. Gli sforzi compiuti di recente in un ampio novero di paesi, fra cui gli Stati Uniti, al fine di evitare che i tassi a breve divenissero negativi in termini reali, possono aver contribuito a contenere per un certo tempo le aspettative inflazionistiche. Tuttavia, i rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti e in molti paesi dell'Europa continentale si sono mossi rapidamente verso l'alto nei primi mesi di quest'anno.

I prezzi dei prodotti primari:

Nella maggior parte dei paesi da lungo tempo la politica monetaria ha dovuto tener conto dell'andamento dei prezzi del petrolio e di altre materie prime che hanno una forte incidenza sul livello dei prezzi al consumo. Tuttavia, a parte le proposte di ancoraggio istituzionale alle quotazioni dell'oro o ad un indice generale dei corsi delle materie prime, il recente interesse per gli indici di prezzo dei prodotti primari – dimostrato ad esempio dalla loro inclusione fra gli indicatori considerati nelle consultazioni fra i paesi del Gruppo dei Sette – si è concentrato sulla loro utilità potenziale come indicatori segnaletici delle pressioni della domanda e dell'inflazione dei prezzi al consumo nell'insieme dell'economia mondiale. Benché i prezzi di molte materie prime influiscano direttamente solo su una modesta quota dei costi di produzione, la presenza di mercati d'asta organizzati garantisce la tempestiva disponibilità di quotazioni a pronti ed a termine che reagiscono rapidamente a variazioni nelle condizioni di domanda e offerta. In certa misura tali prezzi potrebbero quindi rispecchiare le aspettative circa le pressioni della domanda nell'economia internazionale. D'altra parte, i corsi delle materie prime possono altresì reagire prontamente ai movimenti dei tassi di interesse a breve in quanto determinanti del costo di detenzione delle scorte, mentre altre categorie di prezzi nell'economia rispondono con maggiore lentezza a un inasprimento o allentamento della politica monetaria.

vantaggi e limiti in quanto indicatori delle pressioni della domanda e dell'inflazione dei prezzi al consumo

Inoltre, gli indici dei prezzi delle materie prime mostrano spesso di reagire in modo erratico alle aspettative di cambiamenti nelle condizioni di domanda e offerta di singole componenti oppure nelle strutture di mercato. I *trends* di lungo periodo e i cicli di medio periodo dei corsi dei prodotti primari si sono discostati nettamente da quelli dei prezzi al consumo, e sebbene vi sia una certa evidenza empirica del fatto che i movimenti di prezzo di particolari categorie merceologiche, come le materie prime industriali, spesso precedono variazioni nel livello generale dei prezzi, questa correlazione non è del tutto affidabile. Nondimeno, se da un lato è inverosimile che tali indici siano adottati come principale parametro-guida per la conduzione della politica monetaria, essi possono talvolta fungere da utile complemento ad altri indicatori impiegati per valutare le condizioni della domanda nell'economia mondiale. Benché abbiano anche agito certi fattori dal lato dell'offerta ed i prezzi siano partiti da livelli storicamente bassi, il marcato, anche se irregolare, aumento dei prezzi dei prodotti primari da metà 1987 può in certa misura essere interpretato come indicativo di un rafforzamento della domanda aggregata mondiale e forse anche di potenziali spinte sui prezzi alla produzione. Tuttavia, i corsi delle materie prime non petrolifere hanno avuto in genere un impatto assai più ridotto sul livello generale dei prezzi

che non i movimenti del prezzo del petrolio, il che contribuisce a spiegare il fatto che l'andamento dell'inflazione al consumo sia stato fino in epoca recente più contenuto di quanto ci si potesse attendere, considerata la sostenutezza dell'espansione economica. Tra il dicembre 1988 e fine aprile 1989 i prezzi del petrolio sono però progressivamente saliti, essendo il cartello OPEC riuscito a riaffermare la sua influenza sulle condizioni di offerta sui mercati, che si stavano deteriorando.

La formulazione e l'attuazione della politica monetaria nei maggiori paesi industriali sono sempre state improntate a discrezionalità, ma questa caratteristica si è chiaramente accentuata nel recente periodo di bassa inflazione, durante il quale gli obiettivi intermedi in termini di aggregati monetari non sono stati considerati atti a costituire un affidabile parametro-guida per la gradazione degli strumenti operativi. In presenza di ampi squilibri esterni e di forti oscillazioni dei cambi, la politica monetaria è stata guidata maggiormente dagli sviluppi correnti e prospettici dell'economia. Il processo attraverso il quale la politica monetaria incide sull'inflazione potrebbe non restare costante nel tempo e comporta tuttora ampi sfasamenti temporali. Quand'anche le aspettative del mercato circa la dinamica del prodotto e dell'inflazione potessero essere correttamente individuate sulla base degli indicatori finanziari disponibili, è dubbio in che misura si possa fare affidamento su di essi nel valutare quale sia l'orientamento appropriato della politica. Si può altresì far uso di molti indicatori anticipatori dell'evoluzione del prodotto, dei prezzi e dei salari, ma non è generalmente possibile contare molto sull'affidabilità dei segnali forniti da ciascuna misura considerata a sé. Il rischio insito nel prestare eccessiva attenzione all'evoluzione del prodotto in rapporto alla capacità potrebbe inoltre essere divenuto più acuto negli ultimi anni, a causa delle incertezze circa una possibile accelerazione della crescita del potenziale di offerta a livello aggregato. Lo spostamento verso l'alto impartito quasi ovunque ai tassi di interesse nel corso del 1988 sta ad indicare che le autorità monetarie non perdono di vista tali rischi anche se esse non possono contare su affidabili grandezze di riferimento per prevedere il corso futuro dell'inflazione, il che comporta il pericolo che l'azione risulti inadeguata in termini sia di scelta temporale sia di intensità.

Indicatori degli sviluppi in atto nell'economia

I rischi che comporta la mancanza di parametri-guida affidabili

La politica monetaria nei paesi industriali di piccole e medie dimensioni

Paesi partecipanti al meccanismo di cambio dello SME

Gli incrementi dei tassi di interesse nei paesi aderenti agli Accordi di cambio dello SME, nella seconda metà del 1988, sono stati strettamente coordinati, benché si sia avuta una tendenza al restringimento dei differenziali fra i tassi di mercato monetario tedeschi e quelli negli altri paesi. Gli aggiustamenti verso l'alto dei tassi di intervento della Banca di Francia sul mercato monetario sono stati frequentemente sincronizzati con gli aumenti dei tassi applicati dalla Bundesbank sulle operazioni pronti contro termine, e altrettanto vale per gli incrementi apportati al saggio di base della Nederlandsche Bank e al tasso-chiave sui buoni del Tesoro a tre mesi stabilito dalla Banca Nazionale del Belgio. Anche se in tutti e quattro i paesi vi è stata una crescente percezione del rischio di una

Coordinamento delle politiche di tasso di interesse fra i paesi partecipanti al meccanismo di cambio dello SME

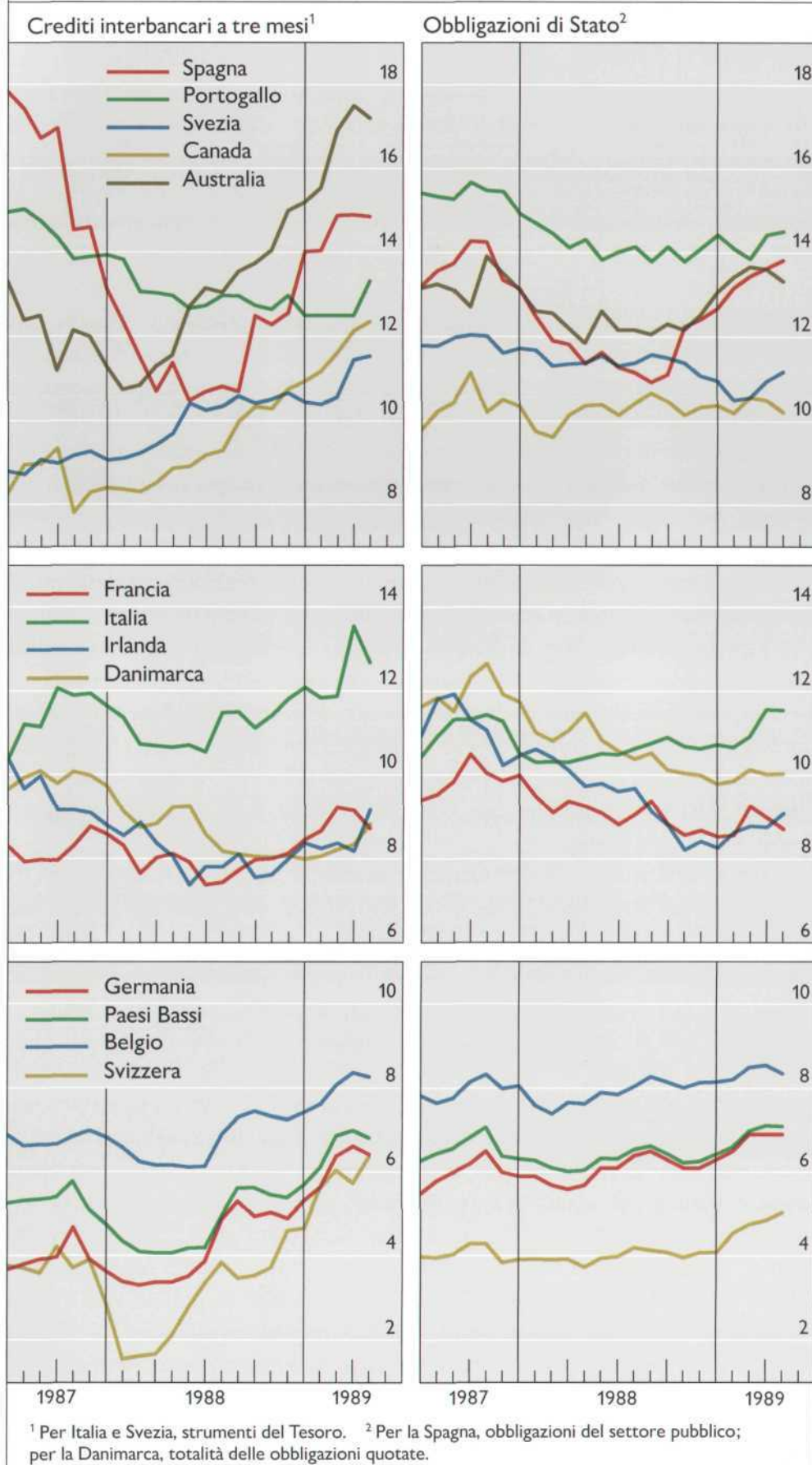
ripresa dell'inflazione, in Francia ha continuato ad essere un fattore condizionante il potenziale vincolo insito nell'assenza di una forte posizione esterna di parte corrente, mentre in Belgio i responsabili delle politiche hanno continuato a manifestare la volontà di promuovere quanto più possibile l'attività economica interna. In Italia, dove le pressioni della domanda sono state più forti che negli altri paesi aderenti agli Accordi di cambio dello SME, e la posizione di fondo dei pagamenti correnti più debole, il dilemma si è presentato in termini più acuti. Un aumento relativamente forte dei tassi di mercato è stato favorito mediante le operazioni temporanee in BOT della Banca d'Italia. Gli afflussi di capitali dall'estero sono stati in certa misura neutralizzati mediante interventi ufficiali sul mercato dei cambi, permettendo alla lira di muoversi verso l'alto nella fascia ristretta di oscillazione dello SME ed estendendo l'obbligo di riserva alla posizione debitoria sull'estero delle banche agli inizi del 1989, dopo di che la lira è scesa leggermente. In Danimarca e in Irlanda, per contro, lo scorso anno la dinamica economica è rimasta relativamente debole, in parte a causa dei notevoli sforzi compiuti negli ultimi anni per riequilibrare le finanze pubbliche. Nel caso della Danimarca, per un certo periodo la politica monetaria era stata improntata a cautela anche in considerazione della debole posizione di bilancia dei pagamenti correnti. Date le circostanze, questi paesi hanno avuto una certa riluttanza ad accettare aumenti dei tassi di mercato monetario di ampiezza pari a quelli intervenuti negli altri paesi partecipanti al meccanismo di cambio. In Irlanda i tassi di interesse a breve sono stati innalzati in misura sufficiente a mantenere la sterlina irlandese in prossimità del limite superiore della banda SME, il che ha contribuito a controbilanciare l'effetto dell'apprezzamento della sterlina inglese sul tasso di cambio effettivo. Alla corona danese è stato consentito di scendere all'interno della fascia di oscillazione nei primi mesi del 1989, ma nell'aprile anche la Danimarca ha seguito gli altri paesi aderenti all'Accordo di cambio nel rialzare i tassi di interesse a breve.

Fattori influenti
sui tassi di
interesse a lungo
termine

I tassi di interesse a lungo termine nei paesi in questione hanno mostrato un'ulteriore convergenza nel 1988 e nei primi mesi di quest'anno. Un fattore che ha contribuito a ciò è stato ovviamente l'aumento relativamente forte dei rendimenti obbligazionari in Germania, che ha in parte rispecchiato le incertezze connesse all'introduzione di una ritenuta fiscale sui redditi da interessi. Sebbene negli ultimi anni gli squilibri interni fra risparmio e investimento non paiano aver esercitato un rilevante influsso diretto sui rendimenti obbligazionari nei singoli mercati nazionali, la presenza di disequilibri strutturali di bilancio può ripercuotersi sulla fiducia del mercato negli impegni ufficiali di cambio a più lungo termine. Il calo dei tassi di interesse sulle lunghe scadenze prodottosi lo scorso anno, specie in Irlanda, può essere in parte attribuito ai progressi compiuti nel correggere il disavanzo pubblico, anche se nei Paesi Bassi e in Belgio non ci si è avvalsi appieno dell'opportunità offerta dal rafforzamento della dinamica economica per ridurre ulteriormente gli ampi deficit del settore pubblico. In Italia l'insuccesso nel conseguire l'atteso miglioramento della finanza pubblica può aver contribuito all'aumento comparativamente forte dei tassi di interesse a lungo termine.

Mentre nei primi anni di funzionamento dello SME i riallineamenti delle parità erano alquanto frequenti, in seguito essi si sono notevolmente diradati. Negli ultimi anni l'accresciuta credibilità degli impegni ufficiali di cambio ha

Tassi di interesse in determinati paesi



Il funzionamento
dello SME negli
ultimi anni

contribuito a stabilizzare le aspettative del mercato. Per alcuni aspetti tecnici il Sistema non ha funzionato come previsto inizialmente: l'attenzione si è sempre concentrata sulla posizione delle monete nella fascia di oscillazione attorno alle parità bilaterali; l'ECU ha svolto soltanto un ruolo limitato nel meccanismo operativo dello SME; gli interventi valutari sono stati generalmente effettuati prima che le monete raggiungessero la propria soglia di intervento; i meccanismi di finanziamento a disposizione delle singole banche centrali sono stati scarsamente usati. Gli obblighi di intervento non hanno di per sé agito da vincolo cogente nella conduzione della politica di mercato monetario interno da parte delle singole banche centrali. Nondimeno il sistema di cooperazione fra queste ultime ha indubbiamente accresciuto l'accettabilità politica degli impegni di cambio, i quali sono serviti da caposaldo della politica monetaria nei singoli paesi membri ed hanno consentito all'ampia componente intracomunitaria del commercio estero di questi paesi di rimanere protetta da instabilità nei rapporti di cambio. Vi è il diffuso convincimento nei paesi partecipanti al meccanismo di cambio dello SME che gli altri paesi CEE trarrebbero beneficio dall'appartenenza a pieno titolo al Sistema e dall'accettazione degli impegni connessi.

Questioni poste
dalla prospettiva
di una maggiore
integrazione
finanziaria

L'attuazione del progetto comunitario di creare un mercato finanziario unico per il 1993 e la decisione di procedere alla liberalizzazione dei movimenti di capitali entro il 1990 hanno fatto sorgere la questione dell'opportunità di nuovi accordi monetari per facilitare la cooperazione delle banche centrali in seno alla Comunità. Mentre su questo punto le opinioni sono discordanti, sussiste un unanime consenso sul fatto che continueranno ad essere necessarie credibili politiche interne per convincere i mercati che i progressi verso la liberalizzazione dei movimenti dei capitali sono irreversibili.

Numerose questioni sono state sollevate nel dibattito sul futuro assetto della cooperazione monetaria in un'Europa integrata sul piano finanziario. Una questione frequentemente discussa nel contesto dello SME è se gli impegni debbano essere in futuro più simmetrici, nel senso che tanto i paesi a moneta debole quanto quelli a moneta forte siano chiamati a sopportare l'onere dell'aggiustamento. Un maggiore riconoscimento della necessità di focalizzare la politica monetaria soprattutto sulla stabilità dei prezzi può aver contribuito ad accrescere la consapevolezza che l'adozione di meccanismi implicanti una minore disciplina antinflazionistica degli impegni di cambio potrebbe essere contraria agli interessi di singoli paesi o dell'insieme dei paesi CEE. Un'altra questione concerne il modo migliore di salvaguardare la stabilità dei prezzi qualora un sistema di tassi di cambio permanentemente fissi riduca notevolmente l'autonomia della politica monetaria nazionale nei paesi partecipanti. Nella misura in cui si ritiene che l'esigenza di una maggiore centralizzazione delle decisioni di politica monetaria renda necessari nuovi assetti istituzionali, ci si dovrà adoperare per assicurare che la conduzione della politica monetaria sia quanto più possibile sottratta a condizionamenti politici di breve momento. Una questione di pari importanza è se siano concepibili progressi verso l'unione monetaria senza una più stretta cooperazione in altre aree, specie nella politica di bilancio.

Attualmente le condizioni per realizzare rapidi progressi in direzione dell'unione economica e monetaria sono ben lontane dall'essere soddisfatte. La permanenza di differenziali di interesse fra i paesi partecipanti al meccanismo di

cambio dello SME, nonostante un periodo relativamente protratto di stabilità delle parità centrali, implica che la realizzazione dell'unione monetaria non sarebbe impresa facile neanche in questi paesi. I tassi di inflazione nei paesi CEE differiscono ancora ampiamente e potrebbero divergere ulteriormente nel corso del 1989. Anche i risultati conseguiti nel riequilibrio della finanza pubblica sono assai diversi a seconda dei paesi. Gli squilibri nei pagamenti correnti hanno continuato ad ampliarsi lo scorso anno, ancorché si tenga conto della componente dell'eccedenza della Germania connessa al *boom* degli investimenti in Europa. Vi è ragione di dubitare che l'attuale grado di integrazione dei mercati dei beni e del lavoro sia tale da consentire una riduzione a livelli sostenibili degli squilibri esterni di parte corrente senza ricorrere a modifiche dei tassi di cambio. Anche se in linea di principio la politica fiscale o dinamiche differenziate in termini di salari e di produttività possono costituire un'alternativa rispetto alla manovra dei tassi di cambio, di fatto il contributo delle politiche fiscali e strutturali al processo di aggiustamento esterno nel breve periodo sarà senza dubbio limitato.

Perdurano le differenze tra gli andamenti dei paesi CEE

La politica monetaria negli altri paesi industriali

Lo scorso anno l'Austria ha realizzato un'espansione economica equilibrata, seguendo una politica di "moneta forte" – la quale negli ultimi anni ha determinato una stabilità dello scellino in rapporto al marco superiore a quella di qualsiasi moneta partecipante allo SME – e continuando ad adeguare strettamente le operazioni sul mercato monetario in funzione dell'impegno unilaterale di tasso di cambio. In Svizzera, dove negli ultimi anni la politica orientata al controllo della moneta della banca centrale ha comportato in generale andamenti economici e monetari analoghi a quelli avutisi in Germania ed un cambio franco svizzero/marco abbastanza stabile, le difficoltà emerse lo scorso anno nel formulare appropriati obiettivi operativi in termini di riserve bancarie, allorché è intervenuto un cambiamento nella domanda di liquidità delle istituzioni creditizie (si veda a pagina 172), hanno dato luogo a livelli dei tassi di interesse a breve ben inferiori a quelli tedeschi. Il conseguente indebolimento del franco svizzero pare aver contribuito alle forti pressioni della domanda nell'economia elvetica.

Impegno unilaterale di cambio in Austria

Obiettivi operativi interni in Svizzera

Nella maggior parte degli altri paesi europei il tasso di cambio effettivo svolge una funzione di ancoraggio della politica monetaria, sebbene le monete di questi paesi abbiano in complesso mostrato la tendenza a deprezzarsi nei confronti del marco. Lo scorso anno, tuttavia, molti di essi hanno sperimentato spinte al rialzo sulla propria moneta allorché hanno manovrato in senso restrittivo la politica monetaria. In molti casi la posizione esterna di parte corrente è stata deficitaria o ha iniziato a deteriorarsi per effetto delle forti tensioni dal lato della domanda interna.

Problemi causati dagli afflussi di capitali ...

In Svezia e in Finlandia, dove gli obiettivi di tasso di cambio effettivo usati per orientare la politica monetaria erano stati precedentemente influenzati dal deprezzamento della loro componente in dollari USA, nel 1988 e nei primi mesi del 1989 si è consentito alle rispettive monete di rafforzarsi entro i margini della fascia di oscillazione annunciata, in quanto la politica monetaria si è mossa per impedire un'accelerazione dell'inflazione. In Finlandia l'intervallo di obiettivo è stato aggiustato nel novembre 1988 e nel marzo 1989 al fine di accrescere il

... in Svezia, Finlandia e Norvegia ...

margine di apprezzamento consentito del marco finlandese. In Norvegia, dove la bilancia delle partite correnti ha risentito del ribasso del prezzo del petrolio, la politica monetaria ha ricevuto un'impostazione sostanzialmente restrittiva, ma non si è mancato di approfittare dei periodi di relativa forza della corona per ridurre i differenziali di interesse rispetto ai maggiori *partners* commerciali.

... Spagna ...

In Spagna gli sforzi compiuti nel 1987 per limitare l'ascesa del tasso di cambio della peseta nei confronti di un paniere di monete CEE ponderato in base all'interscambio avevano infine condotto ad un marcato calo dei tassi di interesse, nonostante massicci interventi sui mercati dei cambi e l'inasprimento dei controlli valutari. Per contro, lo scorso anno è stato accettato un forte apprezzamento della moneta spagnola per consentire un sensibile aumento dei tassi di interesse a breve, al quale ha contribuito una coerente politica monetaria e di gestione del debito. In certa misura si potevano considerare favorevolmente gli afflussi di capitale e un tasso di crescita relativamente elevato, ma l'accelerarsi dell'inflazione e le prospettive di difficili contrattazioni salariali hanno chiaramente messo in pericolo la sostenibilità dell'espansione economica e reso più remoto l'obiettivo di portare il tasso di inflazione più in linea con quelli presenti negli altri paesi CEE. In Portogallo, dove i mercati dei capitali sono assai meno aperti, è stato fatto soprattutto affidamento su una riduzione dei massimali di espansione del credito nell'ultima parte del 1988 e agli inizi di quest'anno, e su un rafforzamento delle procedure di controllo del credito al fine di contrastare le pressioni della domanda interna. Si è fatto scarso ricorso allo strumento dei tassi di interesse, anche se nel marzo 1989 è stato innalzato il saggio ufficiale di sconto. Un progressivo deprezzamento controllato dell'escudo nell'arco di diversi anni ha approssimativamente compensato il differenziale di inflazione fra il Portogallo e gli altri paesi. Nel 1988, con l'ampliarsi di tale differenziale, è stata sospesa la pratica di ridurre gradualmente il tasso di svalutazione dell'escudo.

... Portogallo ...

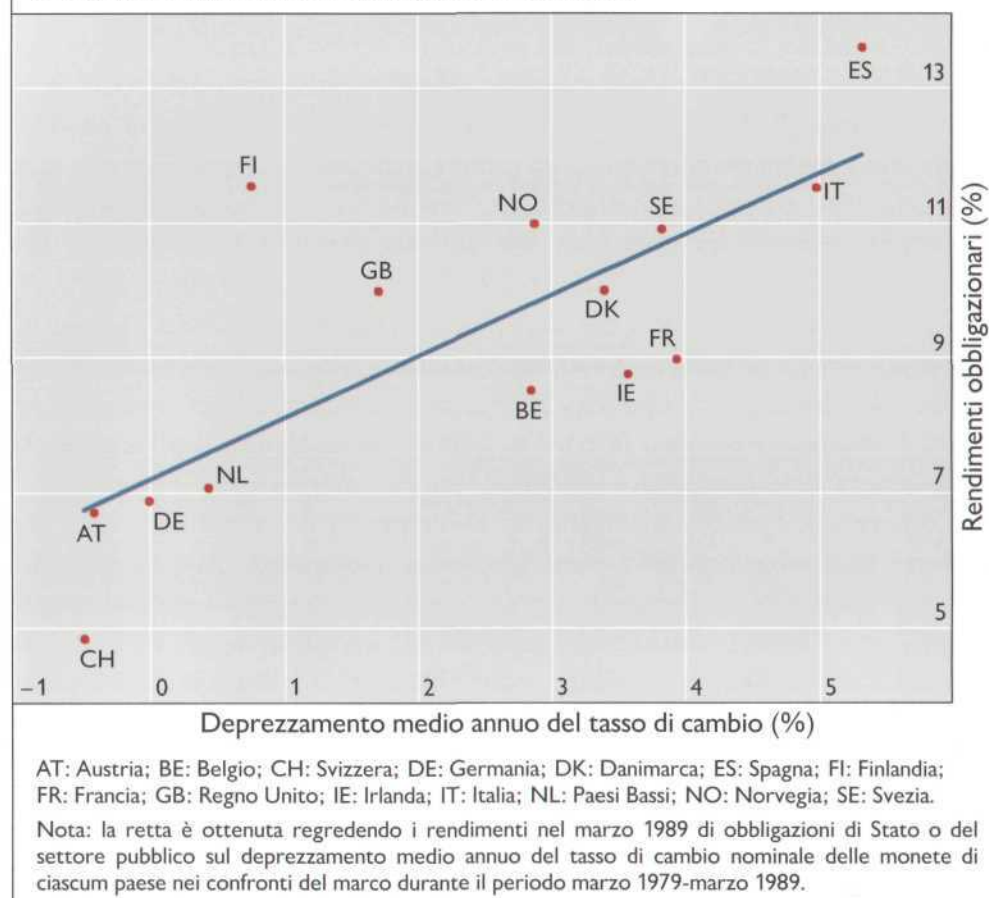
... e Australia

In Australia la politica monetaria è stata guidata da un insieme definito di indicatori dacché sono stati abbandonati, alcuni anni or sono, gli obiettivi in termini di tasso di cambio effettivo e di crescita monetaria. Dopo aver ampiamente fluttuato negli ultimi anni in funzione, fra l'altro, delle valutazioni del mercato circa gli effetti dei movimenti dei prezzi delle materie prime sulla bilancia dei pagamenti e sull'economia, nel 1988 il tasso di cambio del dollaro australiano si è apprezzato fortemente sotto l'influsso di un inasprimento della politica monetaria, per poi subire un repentino ma limitato calo agli inizi del 1989. Sebbene sia diminuito nettamente il fabbisogno del settore pubblico, le pressioni della domanda si sono fatte molto intense ed è emerso chiaramente il rischio che il tasso di inflazione nei prezzi al consumo, ancora al livello del 7%, potesse nuovamente salire. Nei primi mesi del 1989 i tassi di interesse a tre mesi si situavano attorno al 17% e mostravano una tendenza al rialzo per effetto di un aumento eccezionalmente ampio del disavanzo esterno di parte corrente.

Tassi di interesse
a lungo termine
e credibilità della
politica
monetaria

Così come avvenuto nei paesi maggiori, lo scorso anno gli andamenti dei tassi di interesse a lungo termine in molte economie medie e piccole si sono discostati alquanto da quelli dei tassi a breve. I primi rispecchiano ancora in ampia misura le precedenti vicende di deprezzamento del tasso di cambio. Vi è normalmente da attendersi che i mercati si pongano in un'ottica di lungo periodo nel giudicare la credibilità delle politiche monetarie nei singoli paesi e le prospettive

Tassi di interesse a lungo termine e variazioni anteriori del tasso di cambio



a lungo termine del tasso di cambio. Come si può osservare nel grafico, i differenziali dei rendimenti obbligazionari fra i vari paesi paiono essere strettamente correlati al deprezzamento subito negli ultimi dieci anni dalla propria moneta rispetto al marco. Di riflesso all'accresciuta credibilità degli impegni ufficiali di cambio, i tassi di interesse a lungo termine in tutti i paesi aderenti all'accordo di cambio dello SME e in Austria si situano al disotto della retta che esprime la correlazione media stimata fra i rendimenti dei titoli a lunga scadenza e le variazioni anteriori dei tassi di cambio, mentre quelli della maggior parte degli altri paesi europei si trovano al disopra della retta di regressione.

Cambiamenti nelle procedure operative e nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria

Lo scorso anno molte banche centrali hanno dovuto nuovamente fare ricorso a flessibili operazioni di mercato monetario per neutralizzare gli effetti sulla liquidità bancaria prodotti dagli interventi valutari. L'emergere della necessità di un maggior grado di restrizione monetaria ha stimolato l'ulteriore sviluppo di strumenti e di procedure operative delle banche centrali che fanno leva sui meccanismi del mercato per guidare i tassi di interesse. Un fattore di fondo che ha condizionato questi cambiamenti è stata la crescente integrazione dei mercati finanziari a livello interno ed internazionale.

Operazioni di mercato monetario delle banche centrali

Neutralizzazione degli effetti degli interventi valutarî sulle riserve bancarie

L'impatto esercitato sulle operazioni delle banche centrali dal sostanziale cambiamento intervenuto l'anno scorso nella configurazione dei flussi internazionali di capitali si è fatto soprattutto sentire in quei paesi che avevano accumulato ingenti riserve valutarie ufficiali nel 1987. Gli interventi delle banche centrali sul mercato monetario interno hanno svolto un ruolo primario nel compensare l'amplessima riduzione delle riserve ufficiali esterne in Germania – dove in novembre sono stati elevati i contingenti di risconto – e la loro crescita assai inferiore a quella dell'anno precedente nei Paesi Bassi. Le oscillazioni nei conti di Tesoreria, in parte dovute alle politiche di gestione del debito pubblico, hanno contribuito a neutralizzare l'impatto sulle riserve bancarie in Giappone, in Belgio e nel Regno Unito, paesi in cui lo scorso anno si è parimenti ridotto considerevolmente il tasso di accumulazione delle riserve ufficiali. In Giappone e Germania l'ulteriore forte aumento della domanda di circolante e l'incremento delle riserve bancarie obbligatorie sono stati soddisfatti a tassi di interesse coerenti con gli obiettivi generali della politica monetaria.

In alcuni paesi gli ampi interventi valutarî sono stati comunque modesti in relazione alle riserve bancarie

In Francia le operazioni di mercato monetario della banca centrale hanno costituito la principale contropartita della variazione nel saldo delle operazioni valutarie ufficiali a seguito delle ingenti vendite nette di valute estere nel corso del 1987. Tuttavia, nei paesi maggiori che nel 1988 hanno registrato un ampliamento dell'eccedenza della bilancia dei pagamenti sulla base dei regolamenti ufficiali, il possibile impatto sulla posizione della banca centrale è stato soltanto un fattore di secondaria importanza nella conduzione della politica di mercato monetario. In Italia l'accumulazione netta di riserve ufficiali sull'estero è rimasta alquanto modesta in relazione alla loro dimensione assoluta e alla crescita in corso d'anno della base monetaria, nella quale la componente costituita dalle riserve bancarie obbligatorie è assai maggiore che negli altri paesi. I finanziamenti della Banca d'Italia al Tesoro, che rappresentano di regola la maggiore contropartita della crescita della base monetaria, lo scorso anno sono stati mantenuti abbastanza sotto controllo grazie alle favorevoli condizioni per il collocamento dei titoli del Tesoro. In Canada le riserve valutarie sono detenute in un fondo cambi del Tesoro, e gli incrementi sono stati principalmente finanziati, come di consueto, al di fuori del canale della banca centrale. Negli Stati Uniti le operazioni in cambi della Riserva Federale sono di entità assai modesta in rapporto alle transazioni interne del Sistema, e anche la quota delle riserve di banche centrali estere detenuta presso la Riserva Federale è estremamente piccola e stabile. Nei paesi in cui è prevalente l'influsso dei fattori interni sulle riserve bancarie gli osservatori spesso trascurano il fatto che nelle altre economie i movimenti della posizione ufficiale sull'estero sono sovente assai ampi in relazione alla base monetaria e alla limitata reattività della domanda di moneta della banca centrale alle variazioni dei tassi di interesse. In siffatte circostanze l'impatto degli interventi valutarî sulla liquidità bancaria deve essere neutralizzato anche sull'arco di periodi di un anno o più.

Pur incoraggiando un rafforzamento dei tassi di interesse di mercato monetario nel fornire liquidità al sistema bancario, lo scorso anno le banche centrali di molti paesi hanno in genere innalzato i tassi ufficiali di sconto e sulle

Fattori influenti sulla creazione di base monetaria								
Paesi	Base monetaria ¹		Attività esterne nette della banca centrale ²		Finanziamenti ed operazioni di mercato della banca centrale ³		Altri fattori interni ⁴	
	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988
	variazioni percentuali dicembre su dicembre in rapporto alla base monetaria ⁵							
Stati Uniti	7,6	6,3	- 3,5	0,4	8,1	5,8	3,0	0,2
Giappone	9,1	13,7	18,4	1,8	3,0	7,9	-12,3	4,0
Germania	12,5	9,8	23,1	-16,2	- 5,8	28,3	- 4,8	- 2,3
Francia	8,1	4,7	-20,7	1,8	29,2	0,2	- 0,4	2,7
Regno Unito	4,2	8,5	75,6	24,1	-48,9	- 6,0	-22,5	- 9,6
Italia	9,9	8,4	4,9	7,2	- 3,5	- 0,7	8,6	2,0
Canada	9,2	4,2	26,2	53,1	9,3	4,0	-26,3	-53,0
Paesi Bassi	11,9	4,1	16,9	8,5	- 9,6	- 1,0	4,5	- 3,4
Belgio	2,6	1,1	19,5	4,4	- 0,4	0,1	-16,5	- 3,4
Svezia	2,9	11,0	16,1	24,6	13,8	2,9	-27,2	-16,6
Svizzera	6,0	-14,2	- 1,7	- 4,3	0,7	-14,4	6,9	4,4

¹ Per la Germania, in base ai coefficienti di riserva correnti, ma escludendo gli effetti delle modifiche dei coefficienti stessi; per il Regno Unito, M0; per gli altri paesi, circolante e riserve bancarie libere.
² Esclusi gli *swaps* di valute effettuati al fine di influire sulla liquidità bancaria. Per gli Stati Uniti, operazioni in cambi del Tesoro e della Riserva Federale; per Giappone, Regno Unito e Canada, operazioni del fondo cambi governativo. ³ Anticipazioni e (eccetto la Germania) risconto; vendite e acquisti in via definitiva di effetti e titoli sul mercato aperto, finanziamenti speciali a tassi di mercato, *swaps* di valute e depositi del settore pubblico trasferiti sul mercato. ⁴ Comprendono i movimenti nei conti di Tesoreria e, nel caso della Germania, gli effetti delle modifiche nei coefficienti di riserva e nei contingenti di risconto. ⁵ Dati di flusso depurati dagli effetti di cambio, in parte su stime BRL. Per Stati Uniti, Germania, Francia, Canada e Paesi Bassi sulla base di medie mensili di dati giornalieri o settimanali; per gli altri paesi, dati di fine mese.
Fonte: statistiche nazionali.

anticipazioni garantite soltanto nei momenti in cui si è ritenuto appropriato impartire un chiaro segnale al mercato. Negli Stati Uniti il margine eccezionalmente ampio creatosi fra il saggio ufficiale di sconto ed il tasso sui *federal funds* ha agito nel senso di rendere più labile la relazione fra questi tassi ed il ricorso al rifinanziamento ufficiale da parte delle banche. Nel quadro delle procedure operative in uso dal 1982 presso la Riserva Federale, questa relazione costituisce la base del meccanismo diretto ad assicurare normalmente che l'azione orientata al conseguimento dell'obiettivo strumentale in termini di *borrowed reserves* eserciti un effetto abbastanza prevedibile sui tassi del mercato monetario. Lo scorso anno tale relazione pare essere stata influenzata anche dalle difficoltà in cui si dibatte il settore delle casse di risparmio. Le istituzioni raccoglitrici di depositi hanno mostrato un'eccezionale riluttanza a far uso del rifinanziamento della Riserva Federale, sia perché desideravano preservare le facoltà di accesso future, sia perché temevano che il ricorso allo sportello ufficiale, qualora fosse venuto a conoscenza del mercato, avrebbe potuto essere interpretato come un indizio di debolezza finanziaria dell'istituzione prenditrice. In siffatte circostanze la Riserva Federale ha focalizzato in misura crescente la sua attenzione sull'andamento del tasso dei *federal funds* nella conduzione della politica di mercato aperto.

Maggiori incrementi dei tassi delle operazioni di mercato aperto rispetto ai tassi ufficiali

Connessi cambiamenti delle procedure operative negli Stati Uniti...

... in Giappone ...

Un importante cambiamento nelle procedure di intervento della Banca del Giappone sul mercato monetario ha avuto luogo nel novembre scorso, dopo un periodo nel corso del quale i tassi di interesse nei settori del mercato eurovalutario e interno accessibili agli operatori non bancari erano saliti ben al di sopra dei tassi praticati nei mercati dei fondi interbancari ("*call money market*") e dello sconto di effetti cambiari ("*bill market*"), con una conseguente tendenza del mercato interbancario a perdere di importanza in termini relativi. I tassi di interesse per talune scadenze in quei settori del mercato dello sconto cambiario più strettamente influenzati dalla Banca del Giappone hanno assunto agli occhi degli operatori una funzione segnaletica dell'orientamento della politica monetaria e non hanno potuto essere modificati flessibilmente. Al fine di rafforzare l'influsso della banca centrale sulla formazione dei tassi nel mercato aperto, le contrattazioni in effetti cambiari sono state estese alle scadenze più brevi, in modo da poter costituire un mercato per le scadenze a una e a due settimane in cui potessero aver luogo interventi ufficiali. Al tempo stesso è stata abbassata a sei giorni la scadenza massima nel mercato dei crediti interbancari garantiti, mentre la scadenza più lunga trattata sul mercato dei crediti interbancari non garantiti è stata portata da tre settimane a sei mesi. Agli inizi del 1989 le contrattazioni in effetti cambiari e fondi interbancari non garantiti sono state estese alle scadenze di dodici mesi, e per facilitare l'arbitraggio fra i differenti segmenti del mercato monetario sono state allentate le restrizioni poste all'operatività delle banche, come i massimali sulle disponibilità in CD. Il Ministero delle Finanze ha in programma per l'esercizio finanziario terminante nel marzo 1990 l'emissione di buoni del Tesoro a tre mesi (in aggiunta ai buoni a sei mesi, emessi a partire dal 1986). Ciò dovrebbe fornire uno strumento particolarmente adatto agli interventi di mercato aperto della banca centrale.

... e Germania

In Germania la Bundesbank ha introdotto nel settembre 1988 un nuovo metodo d'asta competitiva sui tassi di interesse con procedure di allocazione di tipo "americano" nel fornire riserve bancarie per due mesi nel quadro delle operazioni pronti contro termine. Secondo il nuovo sistema, che in ottobre è stato esteso alle operazioni con la scadenza standard di un mese, le offerte ritenute sono soddisfatte al tasso di interesse proposto anziché ad un prezzo uniforme, come avveniva in precedenza. In un periodo caratterizzato da tassi di mercato generalmente elevati in relazione al tasso uniforme di aggiudicazione, le banche erano state incentivate ad avanzare richieste per ammontari. Quel che più importa, la sostituzione del tasso unico con un ventaglio di tassi proposti dalle banche ha comportato potenzialmente una minore esplicitazione degli oneri applicati alle operazioni della banca centrale. Nei momenti in cui è parsa opportuna una chiara guida ufficiale nella formazione dei tassi di interesse sul mercato, in particolare in funzione dell'andamento del tasso di cambio, la Bundesbank ha continuato a far uso del metodo d'asta "quantitativo", basato sull'annuncio di un determinato tasso al quale essa è disposta ad accettare le richieste e sull'assegnazione *pro quota* fino a concorrenza dell'ammontare stabilito. Nel mese di novembre la Bundesbank ha integrato i propri strumenti di regolazione fine con una nuova procedura d'asta "rapida", destinata principalmente alle banche più attive sul mercato monetario ed impiegabile per soddisfare occorrenze di liquidità per periodi anche di pochi giorni.

In Belgio agli inizi del 1989 la Banca Nazionale ha introdotto procedure d'asta per l'offerta di riserve bancarie per periodi di quindici giorni. Nel dicembre scorso era stata approvata una nuova legislazione che prevede l'istituzione di un sistema di riserva bancaria obbligatoria (che in precedenza poteva essere imposta soltanto in determinate circostanze di emergenza). L'attuazione di queste modifiche potrebbe contribuire, nel più lungo periodo, a rendere le procedure impiegate dalla Banca Nazionale nella manovra dei tassi a breve più simili a quelle adottate in Germania, Francia e Paesi Bassi.

Modifiche delle procedure operative di mercato monetario e nei sistemi di riserva obbligatoria in Belgio...

Nell'ottobre 1988 la Banca d'Italia ha annunciato proposte volte a consentire un computo sostanzialmente su base media mensile dei saldi vincolati nel misurare l'assolvimento dell'obbligo di riserva; ridurre le anticipazioni ordinarie della banca centrale; modificare più frequentemente i tassi sulle anticipazioni a scadenza fissa allo scopo di mantenerli, in condizioni normali, al disopra dei tassi a breve del mercato. Tali cambiamenti dovrebbero parimenti avvicinare le procedure operative seguite dalle autorità monetarie italiane a quelle in uso negli altri paesi partecipanti al meccanismo di cambio dello SME. In particolare, l'adozione del criterio dell'assolvimento su base media dell'obbligo di riserva, come avviene nella maggior parte dei paesi del Gruppo dei Dieci, contribuisce in generale ad evitare dannose oscillazioni dei tassi a breve del mercato monetario durante il periodo di detenzione delle riserve obbligatorie. Una dimostrazione lampante può essere il fatto che sono praticamente scomparse le frequenti impennate di fine mese dei tassi a breve che caratterizzavano il mercato svizzero prima dell'introduzione, agli inizi del 1988, di nuovi requisiti di liquidità bancaria che prevedono l'assolvimento dell'obbligo di riserva su base media. A differenza dei sistemi in vigore in molti altri paesi, tuttavia, le nuove disposizioni adottate in Svizzera prescrivono il mantenimento di saldi vincolati presso la Banca Nazionale a livelli così bassi da indurre la maggior parte delle banche a detenere riserve eccedentarie per fini di compensazione. Nel 1988 la domanda di riserve bancarie è diminuita in misura ben superiore alle previsioni, ma la Banca Nazionale confida che essa rimarrà stabile in futuro.

... Italia ...

... Svizzera ...

In Canada, dove il Governo intende abolire il sistema attuale di riserva obbligatoria, le proposte pubblicate di recente prevedono, fra l'altro, talune modifiche nelle modalità di costo del rifinanziamento ufficiale. Queste mirano a creare una più ampia gamma di istituzioni di compensazione incentivate a gestire la loro posizione verso la Banca del Canada nel corso della settimana con modalità tali da contribuire ad una stabilizzazione dei tassi di interesse a breve. Nei Paesi Bassi, dove l'applicazione del principio della media di periodo ai contingenti di rifinanziamento presso la banca centrale contribuisce a smorzare le oscillazioni dei tassi di mercato monetario, la Nederlandsche Bank ha annunciato nel marzo 1989 che avrebbe posto in atto operazioni in titoli di Stato volte ad innalzare selettivamente i tassi di interesse a lungo termine.

... Canada ...

... e Paesi Bassi ...

Anche se la maggior parte dei suddetti cambiamenti contribuisce ad una maggiore convergenza nelle procedure operative delle varie banche centrali, essi tendono per lo più ad accentuare il ruolo dei tassi di interesse come variabile strumentale della politica monetaria e non sono diretti in prima istanza a stabilizzare i tassi di cambio. La Svezia è l'unico paese del Gruppo dei Dieci ad aver adottato strumenti – fra cui una graduazione progressiva del costo del rifinanzia-

... che accrescono il ruolo dei tassi di interesse come variabili strumentali

mento ufficiale – che potrebbero essere usati per far sí che l'impatto esercitato sulla liquidità bancaria dalle variazioni delle riserve valutarie ufficiali spinga i tassi di interesse del mercato nella direzione atta a stabilizzare il tasso di cambio in assenza di interventi espliciti da parte della banca centrale. Agli inizi del 1988 la struttura graduata dei tassi è stata suddivisa in fasce più ristrette.

Incertezze nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria

L'effetto della
crescente
integrazione
dei mercati

Negli ultimi anni in molti paesi l'azione della politica monetaria diretta a influire sull'economia ha fatto affidamento in misura sempre minore sul razionamento del credito e sulla manovra della liquidità, e in misura crescente sui meccanismi dei tassi di interesse. In un contesto di crescente integrazione finanziaria internazionale hanno acquistato maggiore importanza gli effetti dei tassi di cambio, soprattutto nelle economie maggiori. Gli accadimenti dello scorso anno hanno nuovamente mostrato che la risposta dei tassi di interesse del mercato e dei tassi di cambio all'azione di politica monetaria può essere fortemente condizionata dalle aspettative e da fattori tanto esterni quanto interni. I cambiamenti nel meccanismo di trasmissione sono stati più rilevanti in certi paesi che in altri, e non significano necessariamente che la politica monetaria sia divenuta in generale meno efficace nel controllare l'inflazione nel più lungo periodo. Tuttavia, in molti casi essi hanno accresciuto l'incertezza circa l'impatto a breve termine della politica stessa, rendendo più difficile una valutazione dell'appropriatezza del suo orientamento sulla scorta degli andamenti correnti delle grandezze economiche.

Minore efficacia
del razionamento
creditizio
e delle restrizioni
alla liquidità

I mutamenti nel meccanismo di trasmissione degli impulsi di politica monetaria risultano soprattutto evidenti in Giappone e nei paesi europei, dove sono stati rimossi negli ultimi anni i controlli sul credito e/o sui cambi. Nondimeno, anche l'abolizione dei vincoli ai tassi di interesse negli Stati Uniti agli inizi di questo decennio e lo sviluppo di nuovi strumenti finanziari e mercati secondari in diversi paesi hanno contribuito a togliere forza ai meccanismi di restrizione della liquidità e di razionamento del credito. L'evoluzione tecnologica a livello delle informazioni e delle procedure negoziali ha consentito alle imprese di ridurre i saldi transattivi a bassa remuneratività, e in un crescente numero di paesi nuovi tipi di conti di deposito e di mercato monetario forniscono ai piccoli risparmiatori migliori opportunità di ottenere rendimenti in linea con i tassi del mercato e di aggiustare i propri portafogli con più bassi costi di transazione. In molti paesi europei talune istituzioni creditizie specializzate sono state autorizzate a diversificare la propria attività e a penetrare in altri mercati. L'accresciuta concorrenza ha contribuito a far cadere i vincoli che tradizionalmente limitavano l'accesso al credito da parte delle famiglie (ad esempio in Francia, nel Regno Unito e in Svezia) e da parte delle imprese con affidabilità creditizia non di prim'ordine (in particolare negli Stati Uniti).

Cambiamenti nei
meccanismi di
trasmissione dei
tassi di interesse

In taluni paesi negli ultimi anni i tradizionali meccanismi di trasmissione dei tassi di interesse sono stati notevolmente influenzati da modifiche nelle procedure di definizione delle condizioni di tasso in uso presso le istituzioni finanziarie. Lo scorso anno in Giappone la determinazione dei tassi attivi primari delle banche è stata resa più flessibile con l'introduzione di dispositivi che legano tali tassi a quelli di mercato anziché al saggio ufficiale di sconto. I cambiamenti di

questo genere, che in anni recenti erano già stati introdotti in altri paesi, contribuiscono ad accelerare la trasmissione degli impulsi di politica monetaria attraverso l'intero sistema finanziario. Tuttavia, l'evoluzione osservata lo scorso anno mostra che il ritardo con cui le istituzioni finanziarie incrementano i tassi variabili, in particolare sui prestiti ipotecari, può in certi casi essere ancora considerevole.

E' divenuto sempre più manifesto il fatto che la risposta dei tassi di interesse del mercato può essere fortemente condizionata dalle aspettative. L'incertezza causata dall'instabilità delle aspettative del mercato ha fatto sì che sia più difficile prevedere l'impatto delle variazioni dei tassi a breve sui rendimenti a lungo termine. Inoltre i flussi internazionali di capitali, influenzati dalle aspettative a livello interno ed estero, possono aver contribuito a ridurre la reattività dei rendimenti obbligazionari ai movimenti dei tassi del mercato monetario all'interno dei singoli paesi. Lo scorso anno la limitata risposta dei tassi a lungo termine al rialzo dei tassi a breve potrebbe essere un fenomeno incoraggiante nella misura in cui ha rispecchiato una stabilizzazione delle aspettative inflazionistiche, ma essa ha fatto altresì sorgere dubbi circa la capacità della politica monetaria di conseguire un rallentamento sensibile dell'attività economica.

E' inoltre divenuto più difficile formulare previsioni su taluni degli effetti di ricchezza, di sostituzione e di reddito esercitati sull'economia dai tassi di interesse. Da quanto si è potuto osservare successivamente alla crisi borsistica si è indotti a ritenere che l'effetto di ricchezza prodotto sulla spesa in consumi dalle variazioni di prezzo delle attività, e gli effetti di valutazione dell'attivo patrimoniale sugli investimenti delle imprese possono essere meno forti di quanto si ritenesse in precedenza. Nondimeno, l'aumento dei prezzi delle azioni, delle abitazioni e di altre attività lungo un arco temporale protratto devono aver influito sull'accelerazione della crescita economica avutasi lo scorso anno. In alcuni paesi il rialzo dei tassi di interesse non pare essere stato molto efficace nel ridurre la forte domanda di credito per il finanziamento di acquisizioni societarie o della spesa in consumi, ma il conseguente indebitamento di taluni comparti del settore imprese negli Stati Uniti e del settore famiglie nel Regno Unito, in particolare, inducono a pensare che i tassi di interesse possano in futuro esercitare potenti effetti di reddito e di liquidità. Ma tale "arma" potrebbe risultare a doppio taglio qualora la maggiore fragilità delle strutture finanziarie o la presenza di pressioni politiche contro aumenti dei tassi di interesse dovessero dimostrarsi un vincolo alla conduzione della politica monetaria.

La crescente influenza del tasso di cambio sugli sviluppi economici può tendere a potenziare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Nell'azione di inasprimento delle condizioni monetarie interne, lo scorso anno le autorità di diversi paesi paiono essersi avvalse dell'apprezzamento esterno della moneta nazionale per moderare gli aumenti dei costi delle importazioni e per accrescere le pressioni competitive sulle industrie esportatrici o esposte alla concorrenza delle importazioni. Tuttavia, i movimenti dei tassi di cambio tendono a redistribuire le spinte inflazionistiche a livello internazionale. Inoltre, ci si può attendere che con il tempo i tassi di cambio tornino a subire l'influsso di fattori non monetari, come le posizioni relative di bilancia dei pagamenti.

Incertezze connesse al fattore aspettative

Implicazioni dell'accresciuto indebitamento

Problemi connessi agli effetti del tasso di cambio

I pericoli insiti nella situazione attuale

Non è ancora
del tutto
evidente
l'impatto della
restrizione
monetaria

Lo scorso anno la politica monetaria nella maggior parte dei paesi industriali ha dovuto passare da una manovra a sostegno dell'attività economica a un'azione diretta a impedire il riemergere dell'inflazione. E' possibile che le aspettative inflazionistiche nei mercati dei capitali siano state mantenute sotto controllo, ma l'attività economica pare aver risposto con lentezza all'inasprimento delle condizioni monetarie. Nella primavera di quest'anno le autorità monetarie, confidando sempre nella possibilità di un "atterraggio morbido", erano in attesa di constatare gli effetti dei provvedimenti restrittivi. Nel frattempo si sono fatti più evidenti i segni di tensioni a livello dei prezzi e dei salari, e resta da vedere quale sarà l'efficacia della politica monetaria nel tenere a freno l'inflazione.

Le pressioni della domanda sono state forti in molti paesi con una debole posizione esterna di parte corrente, e variazioni dei tassi di cambio, che apparivano non appropriate alla struttura delle loro bilance dei pagamenti, hanno dovuto essere accettate come conseguenza di un indispensabile inasprimento delle condizioni monetarie, sebbene così facendo tali paesi rischiassero di crearsi potenziali problemi in futuro. Un problema di fondo in questi paesi sono gli squilibri fra risparmio e investimento i quali, sebbene possano risultare da diversi fattori, sono in molti casi dovuti in parte ai disavanzi del settore pubblico. In un contesto di crescita sostenuta dell'economia mondiale, è chiaramente necessario, per ragioni interne, che siano proseguiti gli sforzi per ridurre nel medio periodo gli ampi disavanzi di bilancio anche in quei paesi che presentano una forte eccedenza esterna di parte corrente. Negli altri paesi si richiede un'azione più immediata. Le spinte al rialzo sul dollaro USA, che hanno agito in senso frenante sul processo di aggiustamento internazionale, possono essere attribuite in notevole misura al maggiore onere che ha dovuto sopportare la politica monetaria a causa della mancanza di progressi nel ridurre il disavanzo federale negli Stati Uniti allorché l'economia si stava avvicinando a livelli di pieno utilizzo della capacità. L'assenza di aggiustamenti dal lato della finanza pubblica continua ad essere fonte di pressioni sui tassi di cambio e rende più difficile il perseguimento di politiche che assicurino stabili condizioni monetarie.

L'esigenza
di un sostegno
proveniente
dalla correzione
degli squilibri
di bilancio

VII. Il sistema monetario internazionale

Aspetti salienti

Lo scorso anno, sebbene siano perdurati gli ampi squilibri esterni di parte corrente, la situazione sui mercati dei cambi è mutata considerevolmente. Sotto l'impatto psicologico del precedente forte deprezzamento del dollaro e dell'azione delle autorità monetarie per impedire che continuasse la sua flessione, i mercati hanno dato sempre minor peso al rischio di un ulteriore indebolimento della moneta statunitense. Di conseguenza, gli ampi differenziali di interesse in favore del dollaro sono ridivenuti il fattore determinante dei flussi internazionali di capitali. Le forti pressioni al ribasso, che avevano caratterizzato il 1986 e il 1987, si sono gradualmente esaurite e hanno talora lasciato il posto a fasi di marcata sostenutezza del dollaro. Gli afflussi spontanei di capitali hanno a tratti ecceduto il disavanzo corrente statunitense, e le autorità sono ripetutamente intervenute di concerto al fine di impedire un'eccessiva ripresa della moneta americana. D'altro canto, l'anno scorso il dollaro ha attraversato anche periodi di debolezza che hanno dato luogo a un considerevole sostegno ufficiale. Il volume lordo degli interventi per vendite ed acquisti di dollari da parte dei paesi del Gruppo dei Dieci, benché inferiore a quello del 1987, ha superato i livelli raggiunti negli anni precedenti.

Le prospettive di un andamento più equilibrato sul mercato valutario non soltanto hanno sostenuto il dollaro, ma hanno anche dato vigore a valute di diversi paesi con tassi di interesse e di inflazione elevati e con ampi o crescenti disavanzi correnti. D'altro canto, le monete di taluni paesi con livelli di inflazione tradizionalmente modesti e tassi di interesse nominali relativamente bassi, segnatamente la Germania e la Svizzera, hanno subito forti pressioni al ribasso.

Per il Sistema monetario europeo, il 1988 ed i primi mesi del 1989 hanno costituito un periodo di relativa stabilità. Nonostante l'ampliarsi degli squilibri commerciali fra i paesi membri, il rafforzamento del dollaro e l'ulteriore restringimento dei differenziali di inflazione hanno contribuito a impedire l'insorgenza di gravi perturbazioni valutarie.

La maggiore forza del dollaro, i più elevati tassi di interesse e la fiducia nella ferma volontà delle autorità monetarie di tenere sotto controllo l'inflazione hanno agito nel senso di ridurre notevolmente l'attrattiva dell'oro nell'anno in esame. Nel maggio 1989, il prezzo in dollari dell'oro aveva toccato il livello più basso dall'estate del 1986.

La crescita delle riserve globali, che era stata insolitamente ampia nel 1987, è nettamente rallentata. L'azione delle autorità dei vari paesi volta a frenare il deprezzamento delle proprie monete rispetto al dollaro ha talvolta portato ad una considerevole riduzione delle disponibilità ufficiali in dollari, mentre si sono fortemente accresciute le riserve in altre valute. L'anno scorso, l'ammontare del

credito in essere del Fondo Monetario Internazionale ha continuato a contrarsi in seguito ai rimborsi di prestiti concessi nei primi anni della crisi debitoria. Ne è conseguito un calo delle posizioni di riserva sul FMI di quei paesi industriali le cui valute sono state utilizzate per tali rimborsi.

I mercati valutari

Gli andamenti sul mercato del dollaro USA

Cambiamento di fondo della situazione di mercato

Il periodo in esame ha fatto registrare una netta inversione di tendenza sui mercati valutari. Dopo quasi tre anni di forte deprezzamento, con un calo particolarmente pronunciato verso la fine del 1987, il dollaro ha cominciato gradualmente a riprendersi. Non solo è diminuita la frequenza degli interventi ufficiali in suo sostegno, ma in alcuni periodi le autorità monetarie hanno anche ceduto un consistente volume di dollari allo scopo di contenere il forte recupero della valuta statunitense, che pareva inopportuno in considerazione del persistente, ampio disavanzo corrente USA e della necessità di un ulteriore aggiustamento.

Debolezza del dollaro agli inizi della primavera del 1988...

Gli andamenti registrati nella prima parte del 1988, allorché i tempestivi interventi ufficiali a sostegno del dollaro e le indicazioni di una significativa riduzione del disavanzo commerciale USA avevano migliorato considerevolmente il clima di mercato nei confronti della moneta americana, sono già stati analizzati nella Relazione dello scorso anno. Nel corso del marzo 1988, tuttavia, la fiducia ha cominciato ancora una volta a venir meno, essendosi manifestati segni di un vigore dell'economia statunitense superiore al previsto, che sembravano ridurre le possibilità di un ulteriore miglioramento della bilancia commerciale USA. Nonostante il considerevole ampliamento dei differenziali di interesse a favore degli Stati Uniti e i nuovi favorevoli dati sull'interscambio USA, il

Tassi di cambio bilaterali di determinate monete rispetto al dollaro USA

Medie settimanali; terza settimana di febbraio 1987 = 100



rapporto di cambio yen/dollaro, che era risalito da un minimo storico di meno di 122 all'inizio dell'anno ad un massimo di 131 verso metà febbraio, era ricaduto al disotto di 125 a fine marzo.

Tuttavia, un'azione concordata di sostegno intrapresa dalle autorità a fine marzo e a metà aprile ha contribuito a ripristinare la fiducia nel dollaro, e gli ampi differenziali di interesse in suo favore hanno ripreso a determinare in misura crescente i flussi internazionali di capitali. Di conseguenza, il dollaro ha cominciato a risalire, seppure dapprima con una certa esitazione e soltanto nei confronti delle monete europee. Verso metà giugno, la pubblicazione di dati sull'interscambio USA dai quali risultava, per il secondo mese consecutivo, che era in atto un decisivo miglioramento della bilancia corrente americana, ha dato un forte impulso al dollaro. Inoltre, nel corso dello stesso mese, la dichiarazione ufficiale rilasciata a conclusione del Vertice economico di Toronto è parsa convincere i mercati che i paesi del Gruppo dei Sette avrebbero potuto accettare un ulteriore moderato apprezzamento della moneta americana.

L'attrattiva congiuntamente esercitata dalle favorevoli prospettive di cambio per il dollaro e dagli ampi differenziali di interesse in suo favore si è dimostrata irresistibile per gli investitori. Di conseguenza, il rapporto di cambio marco/dollaro, che era già salito da circa 1,66 verso fine marzo a 1,75 a metà giugno, ha superato verso metà luglio il livello di 1,83 precedente all'Accordo del Louvre, per raggiungere un massimo di 1,92 nella seconda settimana di agosto, in seguito a un aumento del tasso di sconto USA motivato dalla sostenutezza dell'attività economica interna e dai connessi timori inflazionistici. A questo punto il dollaro superava del 21,5% il suo minimo di fine 1987 nei confronti del marco tedesco. Nonostante la pubblicazione, a metà agosto, di dati deludenti sull'interscambio USA e una manovra concertata di aumenti dei tassi di interesse da parte delle banche centrali europee attuata il 26 agosto, il dollaro si è mantenuto forte per buona parte del mese di settembre.

Il rialzo del dollaro ha avuto luogo nonostante i forti interventi ufficiali a sostegno del marco. Nel periodo da fine giugno a fine settembre gli acquisti di marchi tedeschi da parte delle autorità statunitensi sono ammontati a \$ 5 miliardi, mentre le riserve ufficiali tedesche in valuta si sono ridotte di \$ 10,6 miliardi nei quattro mesi da giugno a settembre. Inoltre, la Deutsche Bundesbank, preoccupata della forte espansione degli aggregati monetari interni, ha reagito al rafforzamento del dollaro con un drastico incremento dei tassi di interesse a breve, saliti da meno del 3,5% a fine maggio a oltre il 5% agli inizi di agosto, e con un rialzo di 0,5 punti percentuali del tasso ufficiale di sconto agli inizi di luglio e nuovamente a fine agosto.

In questo periodo, il dollaro è salito anche rispetto allo yen, benché in misura molto inferiore all'apprezzamento segnato nei confronti del marco, ma non si è mai avvicinato al livello raggiunto all'epoca dell'Accordo del Louvre, né risulta che vi siano stati interventi ufficiali per frenarne l'ascesa.

Nel mese di settembre il dollaro è rimasto per lo più sostenuto, particolarmente dopo la pubblicazione di un'altra serie di dati positivi sull'interscambio e la successiva dichiarazione dei paesi del Gruppo dei Sette, sempre in settembre, che è stata ancora una volta interpretata dai mercati come il segnale di un margine disponibile per un ulteriore apprezzamento della moneta americana.

... seguita da un suo pronunciato rafforzamento durante l'estate

Interventi ufficiali per impedire un eccessivo recupero del dollaro

Temporanea
debolezza del
dollaro in autunno

Tuttavia, nel corso di ottobre l'entusiasmo per il dollaro ha cominciato a diminuire. L'azione ufficiale volta ad impedirne un'eccessiva ripresa aveva finalmente fatto presa sui mercati. Nel contempo, i dati più sfavorevoli sull'interscambio USA e le indicazioni provenienti dai paesi eccedentari facevano ritenere che il processo di aggiustamento delle partite correnti stesse segnando il passo. Il dollaro ha cominciato ad indebolirsi e le pressioni al ribasso si sono intensificate in novembre, dopo le elezioni presidenziali statunitensi e l'incertezza diffusasi sui mercati circa la determinazione della nuova amministrazione ad intervenire decisamente sul disavanzo di bilancio. Il deprezzamento è stato particolarmente pronunciato rispetto allo yen, con un calo del rapporto di cambio yen/dollaro al nuovo minimo del periodo post-bellico di 121 verso la fine di novembre.

Operazioni
ufficiali a
sostegno
del dollaro

Come in precedenti occasioni, le eccessive pressioni sui tassi di cambio sono state contrastate da interventi ufficiali coordinati, in questo caso, ovviamente, in favore del dollaro. Ad esempio, tra la fine di ottobre e l'inizio di dicembre la Riserva Federale ha sostenuto il dollaro per importi di quasi \$2 miliardi nei confronti dello yen e di \$630 milioni nei confronti del marco. Inoltre, poiché l'economia americana dava segni per lo più inaspettati di rinnovata esuberanza, in novembre le autorità statunitensi inducevano un deciso aumento dei tassi di interesse. Nondimeno, in presenza di un clima di mercato dominato da timori circa l'evoluzione del dollaro, l'attrattiva dei più alti tassi di interesse restava temporaneamente priva di effetto.

Nuovo rafforza-
mento del dollaro
verso la fine del
1988 e agli inizi
del 1989

Tuttavia, la costante presenza delle banche centrali sui mercati dei cambi e le aspettative di un ulteriore inasprimento della politica monetaria statunitense hanno finito con l'avere un effetto. Benché a metà dicembre la Deutsche Bundesbank e varie altre banche centrali europee avessero aumentato i tassi attivi ufficiali per esigenze interne, il dollaro ha proseguito nella sua ripresa per tutto il resto del mese. In gennaio la tendenza al rialzo si è ulteriormente accentuata, nonostante il perdurare di interventi ufficiali concertati a sostegno del marco, i deludenti dati sull'interscambio USA e un netto restringimento dei differenziali di interesse. Neppure la nuova tornata di aumenti dei tassi attivi ufficiali da parte della Deutsche Bundesbank e di alcune altre banche centrali europee – questa volta motivata in gran parte da considerazioni di cambio – è riuscita a ristabilire un mercato con movimenti in entrambe le direzioni, e il dollaro si è apprezzato, toccando un massimo di DM 1,88 agli inizi di febbraio, superiore di quasi il 10% al minimo di fine novembre.

Breve periodo
di stabilità

Nella seconda settimana di febbraio le pressioni al rialzo sul dollaro sono momentaneamente cessate. Ancora una volta una manovra concordata di interventi ufficiali sempre più aggressivi aveva lasciato la sua impronta sui mercati. Inoltre vi erano crescenti indicazioni di un ulteriore aumento dell'avanzo corrente in Germania e del continuo vigore dell'economia tedesca. Le quotazioni del dollaro sono scese e a fine mese la Riserva Federale è stata in grado di aumentare il tasso di sconto senza perturbare i mercati.

Agli inizi di marzo la Deutsche Bundesbank ha sorpreso i mercati annunciando una riduzione dei suoi tassi attivi senza peraltro innescare al momento gravi reazioni negative dei cambi. Tuttavia, pochi giorni dopo, i dati statistici che segnalavano un'accelerazione dell'inflazione USA e le connesse aspettative di un ulteriore aumento dei tassi di interesse sul dollaro hanno portato ad un nuovo

rafforzamento della moneta statunitense. Nonostante i ripetuti interventi coordinati da parte delle autorità statunitensi ed europee, il dollaro ha continuato a rafforzarsi per il resto del mese di marzo. Solo agli inizi di aprile, dopo l'annuncio da parte dei paesi del Gruppo dei Sette della loro ferma opposizione ad un ulteriore aumento del dollaro ed in seguito ad alcune vendite di dollari da parte della Banca del Giappone – il primo intervento di questo tipo dalla fine del 1985 – la moneta statunitense ha mostrato una certa reazione al ribasso. Nel corso del mese di aprile la Germania e altri paesi europei hanno aumentato i tassi attivi ufficiali. Nondimeno, verso la fine dello stesso mese le spinte al rialzo sul dollaro sono riprese con rinnovato vigore. Malgrado il perdurare degli interventi ufficiali e il restringimento dei differenziali di interesse, nella quarta settimana di maggio il dollaro, in seguito alla pubblicazione di dati sull'interscambio USA inaspettatamente positivi, è salito a oltre DM 2 e yen 140.

Perdurante forza del dollaro nonostante gli interventi ufficiali coordinati

Il Canada è il solo paese del Gruppo dei Dieci la cui moneta si sia notevolmente rafforzata rispetto al dollaro USA nel periodo in esame. Un'economia solidissima e una politica monetaria rigorosa hanno mantenuto i tassi di interesse canadesi decisamente al di sopra di quelli statunitensi. Al tempo stesso, il clima di mercato nei confronti del dollaro canadese è stato favorevolmente influenzato dalla prospettiva di un accordo di libero scambio con gli Stati Uniti, nonché dall'evoluzione dei prezzi delle materie prime e dal connesso miglioramento delle ragioni di scambio del paese. Questa concomitanza di tassi di interesse nominali molto elevati e di favorevoli prospettive per il tasso di cambio ha indotto un afflusso di capitali che ha superato il crescente disavanzo corrente del paese. Di conseguenza, per la maggior parte del 1988 la moneta canadese si è rafforzata nei confronti del dollaro USA, e a metà maggio del 1989 il suo apprezzamento rispetto al livello di fine 1987 ammontava al 9% nei confronti del dollaro USA e al 34% nei confronti del marco.

Sostenutezza del dollaro canadese

Gli andamenti nei settori delle altre monete

Una caratteristica di spicco degli andamenti sui mercati valutari nel 1988 è costituita dai pronunciati movimenti dei tassi di cambio fra le monete diverse dal dollaro USA, in particolare per quanto riguarda l'importante tasso di cambio incrociato fra yen e marco tedesco. Nei periodi di rafforzamento del dollaro la flessione del marco ha superato quella dello yen, mentre nelle fasi di indebolimento del dollaro lo yen ha recuperato terreno più del marco. Di conseguenza, dall'epoca dell'Accordo del Louvre a metà febbraio del 1989 lo yen si è apprezzato del 22% rispetto al marco, benché successivamente abbia perso in parte terreno.

Mercato apprezzamento dello yen nei confronti del marco ...

Non è facile spiegare l'andamento divergente di queste due importanti monete sulla base dei fattori economici sottostanti. Rapportato al PNL, l'avanzo corrente tedesco è ora notevolmente maggiore di quello giapponese. Inoltre, i margini per un'ulteriore penetrazione delle importazioni sono probabilmente maggiori in Giappone che in Germania. I livelli dei tassi di interesse, sia nominali che reali, sia a breve che a lungo termine, sono più alti in Germania e, considerate le favorevoli prospettive dell'economia tedesca, non vi sono indicazioni di una loro imminente discesa. Anche la scadenza del 1992 sembra giocare a favore del

... difficilmente spiegabile sulla base dei fattori fondamentali



marco. Per di più, data la diversa distribuzione geografica dell'interscambio giapponese e di quello tedesco, l'enorme deprezzamento del dollaro a partire dal 1985 ha comportato un apprezzamento del tasso di cambio effettivo molto più accentuato per lo yen che per il marco.

Una delle principali cause del più debole andamento del marco nel 1988 è stata probabilmente la progettata introduzione in Germania di un'imposta cedolare sugli interessi del 10%. Ciò ha causato un aumento dei deflussi di capitali che talvolta hanno di gran lunga sopravanzato l'eccedenza corrente del paese.

Mentre i più elevati tassi di interesse tedeschi non sono stati in grado di sostenere il marco nei confronti dello yen, il livello ancor più alto dei tassi di interesse nel Regno Unito ha costituito un fattore-chiave della debolezza del marco nei confronti della sterlina, nonostante la maggiore inflazione nel Regno Unito e un disavanzo corrente in rapida espansione. Gli ampi afflussi di capitali attratti dagli elevati tassi di interesse nominali britannici e la risultante pressione al rialzo sulla sterlina hanno posto le autorità britanniche di fronte a difficili scelte di politica economica. Da un canto si prospettava il pericolo di un eccessivo apprezzamento della moneta; dall'altro si profilava la minaccia di un surriscaldamento dell'economia e di una recrudescenza dell'inflazione.

Dopo che le autorità britanniche avevano consentito alla sterlina di superare il tetto informale dei DM 3,00 agli inizi di marzo 1988, la moneta inglese si è gradualmente apprezzata fino a DM 3,19 a metà maggio mentre, in considerazione dell'effetto deflazionistico esercitato proprio dal più alto tasso di cambio,

Pronunciato rafforzamento della sterlina e dilemmi per la politica economica

la Banca d'Inghilterra segnalava una riduzione del *base rate* delle banche commerciali in tre riprese, dal 9% di metà marzo al 7,5% verso metà maggio. Successivamente, a partire dalla fine di maggio, la sterlina è andata progressivamente indebolendosi. Ciò è imputabile in gran parte al rafforzamento del dollaro USA, al forte deterioramento della bilancia corrente del Regno Unito e all'inasprimento della politica monetaria tedesca. La Banca d'Inghilterra ha reagito manovrando al rialzo i *base rates* in otto riprese dal 7,5% di inizio giugno al 12% di fine agosto. Benché il premio dei tassi di interesse a breve sui corrispondenti tassi del dollaro si sia notevolmente ampliato, la sterlina è calata nei confronti della valuta statunitense da un massimo di \$ 1,89 a metà maggio ad un minimo di \$ 1,66 a fine settembre, mentre rispetto al marco è scesa a circa DM 3,14.

Temporaneo indebolimento della sterlina e reazioni sul piano delle politiche

Nel successivo periodo di debolezza del dollaro si è registrato un forte apprezzamento della sterlina rispetto alla moneta americana e, in certa misura, anche nei confronti del marco. Pur avendo condiviso, in dicembre e in gennaio, la generale tendenza al ribasso rispetto al dollaro, la sterlina ha continuato a rafforzarsi nei confronti del marco, e a fine gennaio ha raggiunto un nuovo massimo di oltre DM 3,28. Tuttavia, nel corso di febbraio essa ha cominciato a risentire della generale disaffezione nei confronti delle valute ad elevato rendimento innescata dal forte calo del dollaro australiano. A fronte di un deterioramento dei dati sull'interscambio e sull'inflazione, la sterlina è scesa ad un minimo di DM 3,16 agli inizi di marzo e ha continuato ad indebolirsi rispetto al dollaro nonostante i ripetuti interventi di sostegno della Banca d'Inghilterra.

Il dollaro australiano, con rendimenti a lungo termine intorno al 12% ed un apprezzamento del 25% circa rispetto al dollaro USA e al marco fra la metà del 1987 e gli inizi di febbraio del 1989, è parso a lungo uno strumento ideale per gli investitori, a condizione che questi fossero disposti ad ignorare i sottostanti rischi di cambio. Tuttavia, nel febbraio 1989, sotto l'influsso di deludenti dati della bilancia corrente, il dollaro australiano è crollato, deprezzandosi del 10% circa nell'arco di due settimane rispetto al dollaro USA e al marco.

L'ascesa e la caduta del dollaro australiano

Per contro, il franco svizzero si è trovato in una situazione molto simile a quella del marco tedesco. Con un'inflazione leggermente superiore a quella tedesca, ma con tassi di interesse a lungo termine sostanzialmente più bassi, la moneta svizzera ha subito forti pressioni al ribasso ed è stata una delle poche monete che hanno perduto terreno persino nei confronti delle valute partecipanti al meccanismo di cambio dello SME. Nonostante il pronunciato aggiustamento verso l'alto dei tassi di interesse di questo paese, a metà maggio 1989 il franco svizzero si situava al disotto del suo tasso di cambio di fine 1987 di circa il 10% rispetto al marco e del 27% rispetto al dollaro USA.

Insolita debolezza del franco svizzero

Evoluzione dei tassi di cambio effettivi

Il grafico di pagina 183 illustra la recente evoluzione dei tassi di cambio di alcune monete, ponderati in base alle quote delle esportazioni e delle importazioni di ventuno paesi industriali, e tenendo altresì conto della competitività delle esportazioni sui mercati terzi.

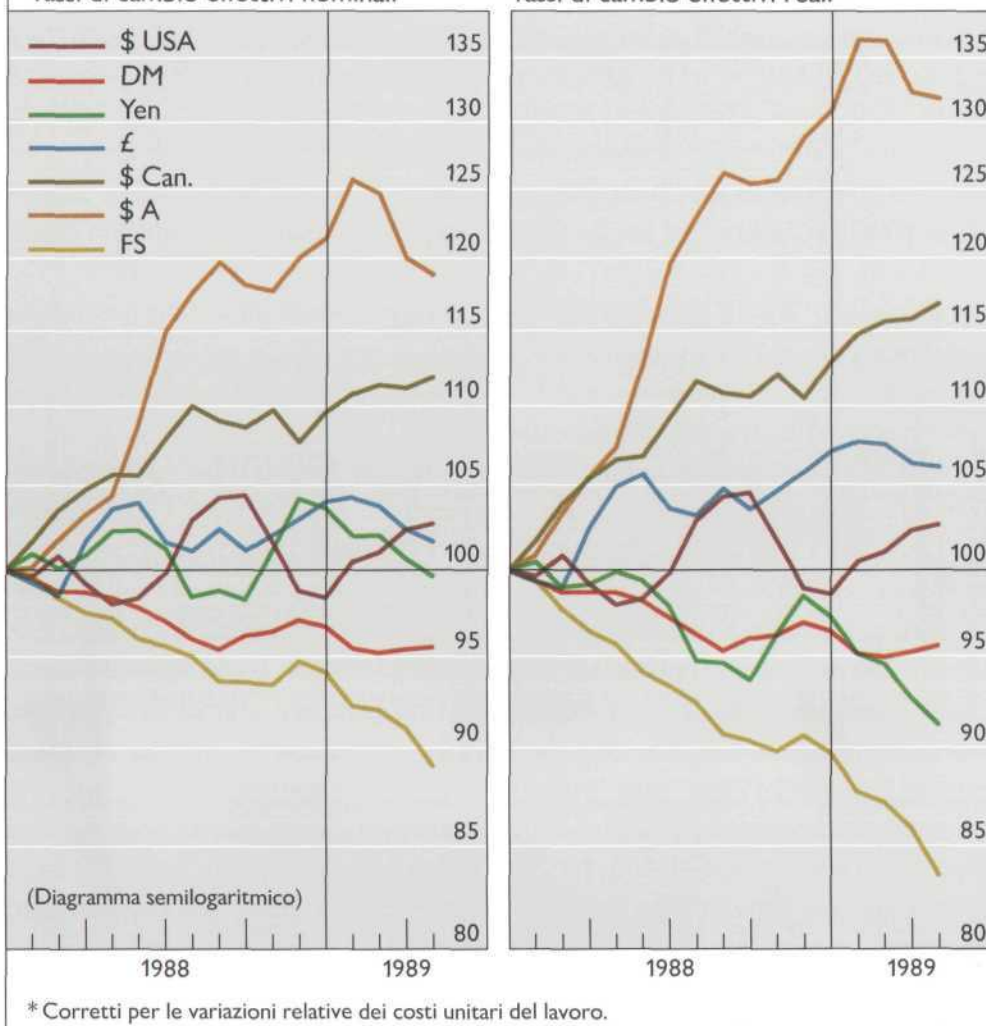
Si può osservare che il 1988 è stato l'anno delle monete dagli elevati rendimenti. Ciò è messo in particolare evidenza dal diagramma di destra del grafico, che mostra l'andamento degli indici dei tassi di cambio corretti per gli sposta-

Tassi di cambio effettivi nominali e reali di determinate monete

Medie mensili; dicembre 1987 = 100

Tassi di cambio effettivi nominali

Tassi di cambio effettivi reali*



Influenza
predominante
dei differenziali
di interesse
nominali
sui movimenti
dei cambi

menti relativi dei costi unitari del lavoro nel settore manifatturiero. Benché i costi del lavoro notoriamente siano soltanto un indicatore assai imperfetto dei costi finali, gli indici dei tassi di cambio così calcolati forniscono un quadro più realistico dell'evoluzione della competitività internazionale di quanto non facciano i tassi di cambio effettivi nominali o i tassi effettivi reali basati sugli indici dei prezzi al consumo.

Su questa base di computo, nel 1988 e nei primi quattro mesi del 1989 il marco tedesco e lo yen si sono deprezzati rispettivamente del 4 e del 9%. Il franco svizzero ha registrato un calo ancor più ampio, di circa il 16%. Nello stesso periodo di sedici mesi, il dollaro USA si è apprezzato del 3% in termini reali. Gli apprezzamenti più significativi sono stati tuttavia registrati dalle monete con i più alti tassi di interesse nominali, ossia il dollaro australiano (+ 36%, prima del brusco calo del febbraio 1989), il dollaro canadese (+ 17%) e la sterlina (+ 6%). Tutti i paesi in questione hanno registrato saggi di inflazione relativamente elevati e talvolta in aumento, nonché disavanzi correnti ampi o addirittura

crescenti. A meno che queste valute fossero originariamente sottovalutate, ciò starebbe ad indicare che i loro tassi di cambio sono stati allontanati dal livello di equilibrio a più lungo termine dagli eccessivi afflussi di capitali.

L'evoluzione in un'ottica di più lungo periodo

Il grafico a pagina 185 illustra l'evoluzione dei tassi di cambio reali di quattro fra le principali monete su un periodo decennale iniziante nel marzo 1979, data in cui fu istituito il Sistema monetario europeo. La scelta di una data di base comporta comunque una certa arbitrarietà, ma la primavera del 1979 non è un cattivo punto di riferimento per comparazioni fra tassi di cambio. All'epoca, le bilance dei pagamenti correnti del Regno Unito e degli Stati Uniti erano quasi in equilibrio. La sterlina era giunta a metà strada nella lunga risalita dal minimo del 1976 al massimo del 1981. Il marco e lo yen erano leggermente discesi dai precedenti valori massimi rispetto al dollaro USA e, in parte per effetto del forte apprezzamento anteriore di queste monete, le bilance correnti di Germania e Giappone tendevano a un disavanzo considerevole.

Si può notare che l'enorme apprezzamento del dollaro USA in termini reali fino agli inizi del 1985 era stato interamente annullato nel 1987, e che nell'aprile 1989 il dollaro risultava sceso dell'11% circa al disotto del suo livello di dieci anni prima. Diversi cambiamenti nelle grandezze economiche fondamentali possono contribuire a spiegare questo deprezzamento del tasso di cambio reale ponderato del dollaro rispetto agli inizi del 1979. Fra essi si annoverano l'accresciuta dipendenza degli Stati Uniti dalle importazioni petrolifere; la crisi debitoria internazionale, da cui è derivata la stagnazione di uno dei principali mercati d'esportazione degli Stati Uniti, ossia l'America Latina; l'enorme progresso industriale delle NIEs del Sud-Est asiatico, che ha indebolito la capacità concorrenziale dell'industria USA in termini di innovazione tecnologica e merceologica. Inoltre l'impatto degli ultimi due fattori è stato temporaneamente amplificato dal forte apprezzamento del dollaro USA fino agli inizi del 1985, che sembra aver avuto su taluni settori dell'industria statunitense un effetto negativo che non ha ancora potuto essere neutralizzato dal successivo deprezzamento.

Il risultato di questi sviluppi è stato l'emergere di un ingente disavanzo esterno corrente USA. Il forte deprezzamento del dollaro a partire dagli inizi del 1985 ha contribuito a ridurre in misura considerevole tale disavanzo fra il terzo trimestre del 1987 e quello del 1988, ma da allora il processo di aggiustamento è considerevolmente rallentato. Ciò ha indotto alcuni osservatori a concludere che, in assenza di un ulteriore deprezzamento del dollaro, il disavanzo potrebbe riprendere ad ampliarsi in un futuro non molto lontano. Tuttavia, parallelamente al forte deterioramento della bilancia corrente USA, si sono avuti alcuni cambiamenti fondamentali nei fattori che determinano l'assetto internazionale dei flussi di capitale. In gran parte per effetto della crisi debitoria internazionale, i PVS non OPEC non sono più grandi importatori netti di capitali. Nel contempo, la Germania, il Giappone ed alcuni paesi industriali minori hanno formato ampie eccedenze di risparmio strutturali. Gli Stati Uniti, con i loro mercati finanziari ben sviluppati, un saggio di risparmio del settore privato molto basso, un ingente disavanzo del bilancio federale, il forte orientamento alla crescita della loro economia e i concomitanti alti livelli dei tassi di interesse, hanno attratto una quota considere-

Andamenti dei
cambi reali su un
periodo decennale

Il deprezzamento
del dollaro nel più
lungo periodo
e le grandezze
economiche
che ne sono state
alla base

vole delle eccedenze di risparmio disponibili nell'economia mondiale. Di conseguenza, uno dei paesi più ricchi del mondo sta diventando il principale debitore nell'economia internazionale, una situazione ben in contrasto con il modello classico secondo cui i capitali tendono ad affluire verso i paesi con un'abbondante offerta di lavoro ed una scarsa dotazione di capitale, ossia essenzialmente i paesi in via di sviluppo.

Il deprezzamento del dollaro è stato sufficiente?

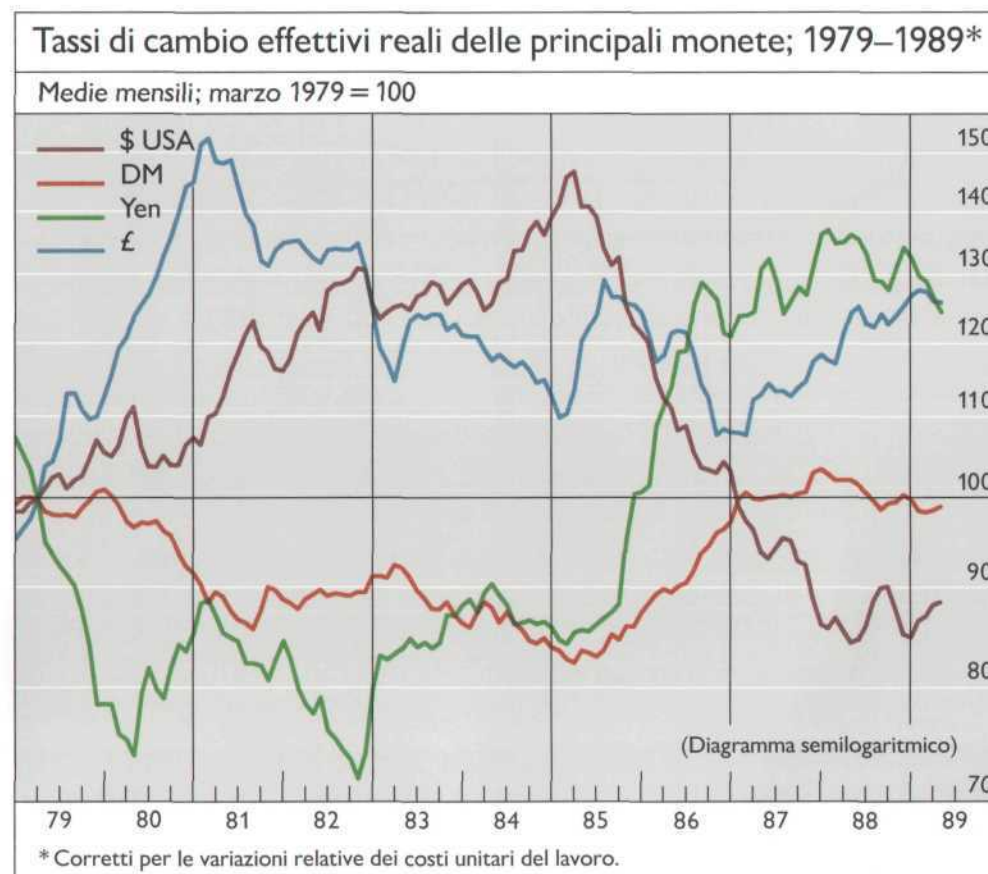
In considerazione di questi effetti di segno opposto sulla bilancia dei pagamenti americana, non è facile giudicare quale dovrebbe essere il tasso di cambio appropriato del dollaro USA. Tuttavia, è fuori di dubbio che l'esistenza di un ingente disavanzo corrente giustifica un livello di cambio sostanzialmente inferiore a quello di dieci anni fa. I fautori di un ulteriore deprezzamento del dollaro fanno solitamente rimarcare le implicazioni nel più lungo periodo, dal punto di vista sia dell'indebitamento esterno sia del portafoglio internazionale, di un mantenimento del disavanzo corrente USA ai livelli attuali o anche leggermente inferiori.

Stabilità di lungo periodo del marco

Fra le valute che appaiono nel grafico, la sola il cui tasso di cambio effettivo reale non abbia subito variazioni di rilievo dagli inizi del 1979 è il marco, nonostante il capovolgimento della posizione di parte corrente della Germania da un disavanzo di circa l'1,75% del PNL nel 1979-1980 a un'eccedenza del 4% nel 1988. Un importante fattore alla base dell'andamento del marco è costituito dalla stabilità dei rapporti di cambio reali all'interno del meccanismo dello SME, ai cui paesi membri si deve una quota significativa del commercio estero tedesco.

Apprezamento dello yen e della sterlina nel lungo periodo

Per converso, i tassi di cambio effettivi reali di yen e sterlina si sono apprezzati entrambi di circa il 25% a partire dal marzo 1979. Mentre la bilancia



corrente giapponese ha registrato uno straordinario miglioramento nel periodo in esame, quella britannica si è fortemente deteriorata. Ciò contribuisce a spiegare perché il profilo temporale dell'apprezzamento delle due valute è stato assai diverso. Nel caso dello yen, dopo un significativo calo nel corso del 1979, il tasso di cambio effettivo reale non ha mostrato una chiara tendenza fino alla seconda metà del 1985, quando è iniziata una fase di forte risalita. Il tasso di cambio reale della sterlina, sostenuto dal ruolo svolto dal Regno Unito quale produttore di petrolio e dalla debolezza congiunturale della domanda di importazioni, è salito fortemente nel corso del 1980 e agli inizi del 1981, superando del 50% il livello raggiunto nel marzo 1979, per poi perdere gran parte di questo apprezzamento nell'arco dei sei anni successivi. Dal 1987, comunque, ampi afflussi di capitali hanno ancora una volta spinto al rialzo il tasso di cambio reale della sterlina, il quale è cresciuto di circa il 16%, nonostante la bilancia corrente del Regno Unito sia bruscamente passata in disavanzo.

Negli ultimi due anni, la cooperazione internazionale nel gestire i tassi di cambio è stata efficace nel porre un limite al calo del dollaro USA. Dall'Accordo del Louvre fino al 22 maggio 1989, le variazioni dei tassi di cambio delle principali valute rispetto al dollaro sono complessivamente rimaste alquanto moderate, con un deprezzamento del marco del 9% ed un apprezzamento dello yen e della sterlina del 9 e del 3% rispettivamente. Tuttavia, il periodo della gestione ufficiale dei tassi di cambio non è stato del tutto privo di problemi. Esso è stato infatti caratterizzato da enormi oscillazioni dei flussi internazionali di capitali che hanno dato luogo a forti pressioni sui cambi e richiesto frequenti e massicci interventi ufficiali sui mercati valutari. In effetti, sia nel 1987 che nel 1988 gli interventi ufficiali per acquisti e vendite di dollari da parte dei paesi del Gruppo dei Dieci sono stati di entità superiore a quelli degli anni precedenti.

Il principale problema sembra essere costituito dagli ampi differenziali internazionali fra i tassi di interesse nominali che rispecchiano in larga misura la diversa valutazione della propensione inflazionistica delle singole economie. Quando le autorità riescono a persuadere i mercati della loro volontà e capacità di difendere la struttura esistente dei cambi nominali, i differenziali di interesse nominali tendono a divenire il fattore determinante dei flussi internazionali di capitali, come è accaduto durante periodi protratti nel corso del 1988 e del 1989. Di conseguenza, nei paesi con tassi di inflazione e di interesse più elevati possono prodursi afflussi di capitali eccessivi, che esercitano indesiderabili pressioni al rialzo sui tassi di cambio. Per converso, nei paesi con bassa inflazione i massicci deflussi di capitali tenderanno a provocare un deprezzamento del tasso di cambio. Queste tendenze del mercato possono provocare distorsioni in taluni parametri orientativi delle politiche e generare forze agenti in senso perverso. Esse tendono infatti a esercitare una certa pressione a favore di politiche indebitamente accomodanti nei paesi a più alto tasso di inflazione e inopportune restrittive in quelli a bassa inflazione.

D'altra parte, sussiste il pericolo che, una volta che questi flussi di capitali destabilizzanti abbiano allontanato sufficientemente i tassi di cambio dai livelli giustificati dalle grandezze economiche fondamentali, il clima di mercato si orienti improvvisamente in senso opposto. In questo caso i differenziali di interesse nominali cesseranno di essere la determinante dei flussi internazionali

Il periodo di gestione ufficiale dei cambi

Il ruolo degli ampi differenziali di interesse a livello internazionale

Il rischio di ipercorrezione

di capitali, le aspettative di cambio prevarranno e i capitali riaffluiranno nei paesi con tassi di inflazione e di interesse nominali bassi. A questo punto, anche se le pressioni sui cambi e le grandezze orientative della politica punteranno, per lo meno inizialmente, nella direzione giusta, sorgerà il pericolo di forti turbolenze e di correzioni abnormi sul mercato valutario, dato l'alto grado di integrazione globale dei mercati finanziari e la connessa ampiezza dei flussi internazionali di capitali.

Gli obiettivi di cambio devono tener conto dei differenziali di inflazione

Questa alternanza fra differenziali di interesse nominali da un lato, e aspettative di cambio dall'altro, nel ruolo di fattore determinante dei flussi internazionali di capitali può implicare che il più delle volte si ponga un problema di "troppo o troppo poco", cioè una tendenza dei flussi di capitali a sovrafinanziare ovvero sottofinanziare gli squilibri di parte corrente. Forse un modo per affrontare questo problema potrebbe consistere nell'introduzione di una maggiore flessibilità negli accordi ufficiali di cambio. Gli obiettivi ufficiali in termini di tassi di cambio nominali potrebbero quindi contemplare in forma esplicita la possibilità di un loro graduale aggiustamento in ragione dei differenziali di inflazione. Anche se tali aggiustamenti non dovrebbero essere attuati in modo rigido e automatico, la possibilità che essi abbiano luogo tenderebbe a ridurre l'influenza predominante dei differenziali di interesse nominali e quindi anche gli incentivi "artificiali" che hanno indotto i massicci e destabilizzanti flussi e riflussi di capitali tipici della scena monetaria internazionale negli anni recenti.

Mancanza di una realistica alternativa a una gestione dei cambi coordinata a livello internazionale

L'alternativa ad un'azione coordinata a livello internazionale per stabilizzare i tassi di cambio, ossia una politica ufficiale di "non intervento" nei confronti dei mercati valutari, nelle attuali circostanze non pare proprio una strategia sensata, ammesso che sia fattibile. L'elevata integrazione mondiale dei mercati finanziari nazionali implica che cambiamenti anche relativamente modesti nelle politiche monetarie o nelle regolamentazioni interne possono avere sull'andamento dei tassi di cambio un impatto maggiore di quello prodotto da interventi ufficiali diretti sul mercato valutario. Ne consegue che la sola scelta disponibile è quella fra una gestione dei cambi coordinata a livello internazionale e un'interferenza accidentale, a livello nazionale, con l'andamento dei cambi che lasci ai mercati il compito di interpretare i segnali spesso contraddittori dell'orientamento delle politiche.

Ruolo fondamentale di aspettative di cambio stabili

Il funzionamento soddisfacente di un sistema a tassi fluttuanti dipende essenzialmente dal fatto che sul mercato si possano formare aspettative abbastanza stabili e realistiche sul livello di equilibrio o sulla tendenza dei cambi nel più lungo periodo, cosicché si realizzino le necessarie spinte correttive attraverso l'assunzione di posizioni, allorquando i tassi di cambio correnti divergono troppo da tale livello o tendenza. In assenza della base di riferimento costituita da aspettative stabili e realistiche, vi è il pericolo che i movimenti dei cambi si autoalimentino e acquistino una dinamica autonoma. In tal caso, essi non assolvono più una funzione correttiva, ma diventano di per sé fonte di squilibri e distorsioni.

La difficoltà nel valutare l'appropriatezza dei cambi e la necessità di una guida ufficiale

Purtroppo nella situazione attuale è divenuto molto difficile per gli operatori di mercato valutare l'appropriatezza dei livelli dei tassi di cambio. In un contesto di rapidi mutamenti tecnologici, demografici e sociali la parità del potere d'acquisto è un parametro molto limitato per individuare il "giusto" livello di tasso di cambio. Inoltre, in presenza di un alto grado di integrazione finanziaria

internazionale, anche forti avanzi o deficit temporanei delle partite correnti non sono necessariamente un sintomo di squilibrio fondamentale. Infine, le varie politiche adottate dai singoli paesi e la loro interazione sul piano internazionale costituiscono esse stesse una determinante essenziale dei livelli di tasso di cambio sostenibili. Ciò equivale a dire che senza una consistente azione di guida di parte ufficiale è praticamente impossibile che sui mercati si formino quelle aspettative di cambio stabili che svolgono una funzione riequilibratrice di vitale importanza per il soddisfacente funzionamento di un sistema a cambi fluttuanti.

Spesso si sostiene che l'opportunità di un ruolo attivo delle autorità sui mercati valutari dipende dalla loro capacità di superare il mercato nel valutare i tassi di cambio di equilibrio (di solito sottintendendo con ciò il fatto che gli operatori di mercato riescono meglio in questa impresa, non foss'altro perché con l'assumere una data posizione essi si espongono a un rischio economico). Questo argomento non ha tuttavia rilevanza. Non esiste infatti un unico livello di equilibrio predeterminato del tasso di cambio. Dato che le politiche economiche nazionali hanno una fortissima incidenza sui cambi, vi è una gamma alquanto ampia di rapporti di cambio sostenibili, sempreché essi siano sorretti da congrue politiche economiche.

Ciò non implica naturalmente che le autorità siano pienamente libere quanto alla scelta dei livelli di cambio da sostenere. Ovviamente vi sono tassi di cambio, come quello del dollaro alla metà degli anni ottanta, che, data la vischiosità dei prezzi dei fattori, potrebbero praticamente annientare la capacità concorrenziale di un paese. Più in generale, un tasso di cambio la cui difesa fosse economicamente troppo onerosa e non ottenesse il necessario sostegno dalle politiche non dovrebbe essere considerato un tasso di equilibrio.

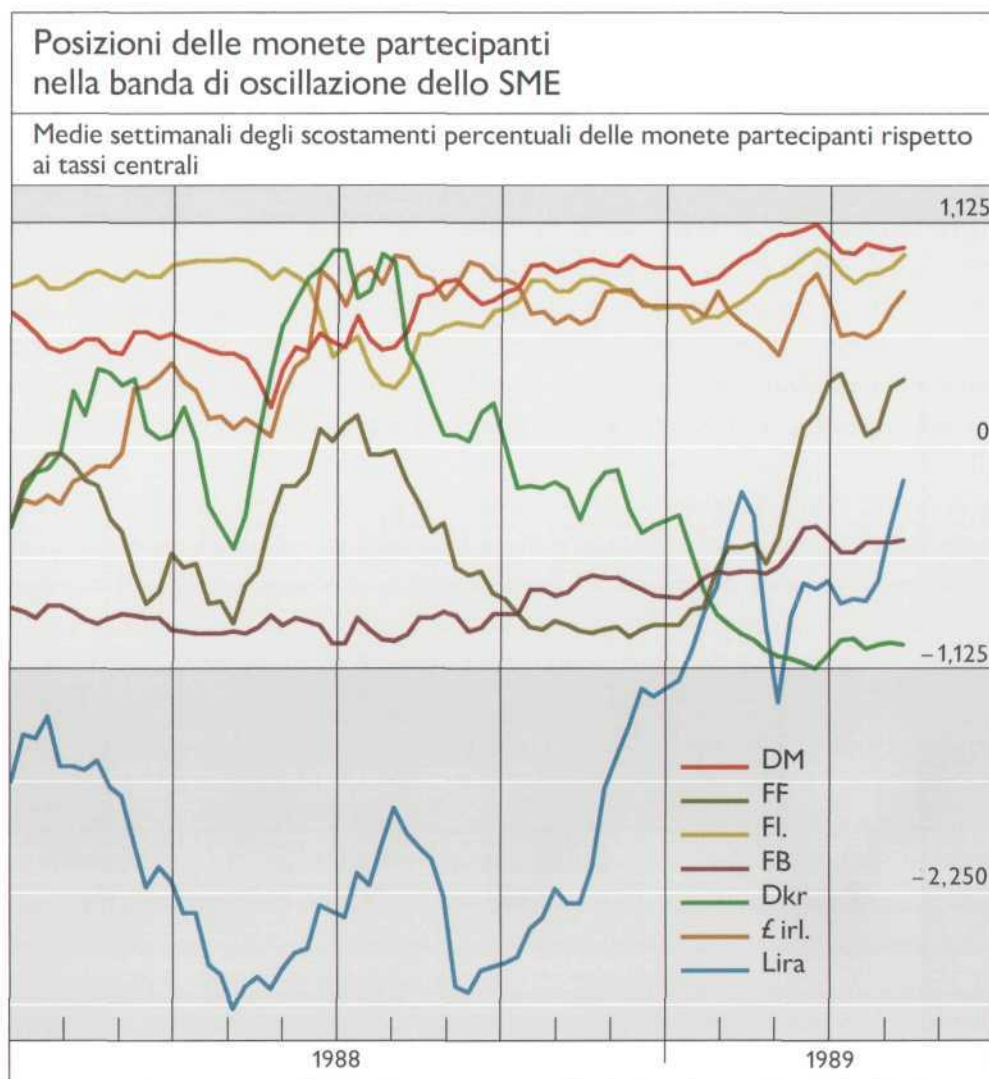
Tuttavia, nonostante la possibilità che emergano talora alcune dissonanze fra le politiche nazionali, in presenza di mercati finanziari altamente integrati non vi è alcuna valida alternativa alla gestione concertata dei tassi di cambio sorretta da un appropriato coordinamento internazionale delle politiche. In considerazione del ruolo determinante svolto dai tassi di cambio come meccanismo di allocazione, della loro influenza sull'andamento economico dei singoli paesi e dell'importanza di prospettive ragionevolmente stabili per le decisioni d'investimento, il costo di fluttuazioni ampie ed erratiche dei tassi di cambio reali è troppo elevato.

Il coordinamento internazionale delle politiche: un presupposto per l'ordinato funzionamento del mercato dei cambi

Gli sviluppi nell'ambito dello SME

Nonostante la crescente eccedenza commerciale della Germania nei confronti degli altri paesi membri dello SME (Capitolo III) e l'ulteriore liberalizzazione dei controlli valutari, il 1988 e i primi mesi del 1989 hanno costituito un periodo di relativa calma per lo SME. Ciò va ascritto anzitutto ai continui progressi nella convergenza delle politiche economiche, tradottasi in un ulteriore restringimento dei differenziali di inflazione fra i paesi membri. Mentre la politica monetaria tedesca è stata principalmente indirizzata all'obiettivo di contenere le spinte inflazionistiche interne e di contrastare un eccessivo indebolimento del marco rispetto al dollaro, considerazioni inerenti alla stabilità dello SME hanno svolto un ruolo importante nella conduzione della politica monetaria degli altri paesi membri. Un altro fattore che spiega la virtuale assenza di spinte centrifughe in seno al sistema è costituito dagli sviluppi sui mercati valutari al di

Un periodo di relativa calma e stabilità



fuori dello SME. Nel passato, la debolezza del dollaro tendeva solitamente a esercitare spinte al rialzo sul marco in misura sproporzionata. Per la maggior parte del periodo in esame il dollaro si è invece mantenuto forte. Inoltre, il fatto che il marco abbia perso terreno non soltanto nei confronti del dollaro ma anche della sterlina e di varie altre valute al di fuori dello SME può aver contribuito a ridurne la posizione di forza all'interno del sistema.

Nei primi due mesi del 1988, dopo che il dollaro si era ripreso dalla fase di debolezza attraversata verso la fine del 1987, la situazione all'interno dello SME si è mantenuta piuttosto tranquilla. Tuttavia, in marzo vi sono stati segni di nervosismo in connessione con le elezioni in Francia, e per alcuni giorni agli inizi di marzo e di maggio il franco francese ha sostituito il franco belga al margine inferiore della banda d'oscillazione ristretta dello SME. Tuttavia, essendo stato ripristinato il clima di fiducia sui mercati, le autorità francesi hanno potuto ridurre i tassi attivi ufficiali dello 0,25% verso fine maggio e di un ulteriore 0,25% agli inizi di luglio. Nello stesso tempo, la lira, dopo essere scivolata nella metà inferiore della sua banda di oscillazione allargata agli inizi di maggio, ha tratto sostegno dai cospicui investimenti esteri in titoli di Stato italiani, soprattutto in quelli denominati in ECU, e ha cominciato a salire parallelamente al franco francese.

Segni di nervosismo in primavera

A partire dai primi mesi estivi, i paesi europei hanno iniziato ad inasprire le proprie politiche monetarie, per lo più di riflesso al rafforzamento del dollaro. Fra la fine di giugno e la fine di agosto le banche centrali di Belgio, Germania, Paesi Bassi e di alcuni paesi europei al di fuori dello SME hanno aumentato a più riprese i tassi attivi ufficiali. Sotto l'influsso di queste manovre concertate al rialzo dei tassi di interesse – all'ultima delle quali si sono unite anche la Banca di Francia e la Banca d'Italia – la configurazione dei cambi nell'ambito dello SME si è notevolmente modificata. A partire dalla metà di luglio, in seguito al restringimento del differenziale d'interesse rispetto al marco, il franco francese è sceso nella metà inferiore della fascia di oscillazione, mentre il marco si è rafforzato. In questo contesto, vi sono state due occasioni in cui sono riemerse tensioni in seno allo SME, che hanno sottoposto il franco francese a forti pressioni. La prima si è avuta verso la fine di agosto, quando il marco ha preso il posto della sterlina irlandese al limite superiore della banda. Il secondo episodio è intervenuto alla metà di ottobre, allorché il franco francese è stato lasciato scendere fino al margine inferiore della fascia di oscillazione, mentre il marco tornava ad essere la valuta più forte dello SME. Di fronte alle aspettative di riallineamento, la Banca di Francia è intervenuta massicciamente sui mercati valutari e ha aumentato i tassi di interesse interni. Inoltre, il Ministro delle Finanze francese ha ripetutamente escluso la possibilità di una svalutazione del franco. Nonostante il successivo allentamento delle pressioni, si è consentito che il franco francese restasse in prossimità della soglia inferiore della banda di oscillazione per tutto il resto dell'anno, allo scopo di limitare il margine per i potenziali guadagni sulle posizioni speculative al ribasso sul franco. L'andamento favorevole dell'economia francese ha condotto ad un rafforzamento del franco agli inizi del 1989, e nel mese di marzo, dopo l'annuncio di un ulteriore allentamento dei controlli sui movimenti di capitali, la valuta francese è risalita nella metà superiore della fascia di oscillazione dei tassi di cambio dello SME.

Temporaneo indebolimento del franco francese ...

... e suo recupero agli inizi del 1989

Un'altra caratteristica della seconda metà del 1988 e dei primi mesi del 1989 è stata la pronunciata debolezza della corona danese. Dopo essersi mantenuta al limite superiore negli ultimi giorni di giugno e per parte di luglio, essa è discesa progressivamente, e dalla metà di gennaio del 1989 è subentrata al franco francese come valuta più debole, toccando in marzo il limite inferiore della banda di oscillazione ristretta. Quest'andamento va ricollegato al forte restringimento dei differenziali di interesse in favore della corona, dato che i tassi di interesse ufficiali in Danimarca erano stati mantenuti invariati a causa della debolezza dell'economia interna. Nel contempo, in considerazione del nuovo rafforzamento del dollaro e della minaccia di una recrudescenza delle spinte inflazionistiche interne, altre banche centrali dello SME, sotto la guida della Bundesbank, facevano ricorso ad aumenti concertati dei tassi di interesse verso la fine di agosto e a metà dicembre 1988, nonché verso metà gennaio e a fine aprile 1989.

Contrariamente alla corona danese, dagli inizi di settembre del 1988 la lira ha mostrato una considerevole forza. Essa ha beneficiato non soltanto dei differenziali di interesse in suo favore, ma anche dell'abolizione, il 1° ottobre, dei controlli sui movimenti di capitali, che ha indotto un sostanziale incremento dell'indebitamento in valuta da parte di residenti italiani tramite il settore bancario interno. Di conseguenza, fra gli inizi di settembre e metà febbraio la lira

Notevole vigore della lira

si è apprezzata di 2,5 punti percentuali, avvicinandosi alla metà della banda di oscillazione. Nella seconda parte di febbraio del 1989, tuttavia, l'imposizione di una riserva obbligatoria del 25% sugli incrementi della posizione debitoria netta in valuta delle banche si è tradotta in un certo indebolimento della lira. Ciò ha indotto le autorità italiane, preoccupate dell'eccessiva sostenutezza dell'economia interna, ad aumentare il saggio ufficiale di sconto di un intero punto percentuale agli inizi di marzo.

Ulteriore liberalizzazione dei flussi di capitali

Al di là degli sviluppi relativi allo SME, lo scorso anno un importante passo avanti è stato compiuto verso l'ulteriore liberalizzazione dei movimenti di capitali in Europa. In giugno, i paesi membri della CEE hanno raggiunto un accordo sulla completa liberalizzazione dei movimenti di capitali nell'ambito comunitario entro la metà del 1990, concedendo una proroga di questo termine a Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna. Belgio e Lussemburgo si sono impegnati ad abolire il doppio mercato valutario entro la fine del 1992. Nello stesso tempo, i paesi CEE hanno convenuto di istituire un nuovo schema di finanziamento a medio termine degli squilibri di bilancia dei pagamenti, in base al quale vengono erogati fondi attingendo direttamente alle riserve di altri paesi membri, oppure tramite il meccanismo di prestiti della Comunità.

I dieci anni dello SME

Nel marzo 1989 lo SME ha celebrato il decimo anniversario della sua fondazione. L'obiettivo ufficiale del sistema era "la creazione di una zona di stabilità monetaria in Europa". In sostanza, ciò implicava due elementi: la protezione dei rapporti di cambio fra le valute partecipanti al sistema dalle fluttuazioni del dollaro e la convergenza verso il basso dei tassi di inflazione dei paesi membri.

Sostanziale successo dello SME nel raggiungimento dei propri obiettivi, nonostante un contesto economico mondiale inizialmente molto difficile

Nel complesso lo SME è riuscito a raggiungere gli obiettivi che si era prefissato. Dati gli amplissimi differenziali di inflazione iniziali, si sono resi necessari numerosi aggiustamenti dei cambi negli ultimi dieci anni. Ad esempio, dal marzo 1979 il tasso di cambio nominale della lira è sceso di quasi il 40% rispetto al marco, e quello del franco francese di oltre il 30%. Tuttavia, questi aggiustamenti sono avvenuti in modo graduale e ordinato (grafico di pagina 192), in netto contrasto con le forti oscillazioni nei confronti delle valute esterne al sistema, nonché nei rapporti di cambio fra queste monete, che hanno caratterizzato il sistema monetario internazionale nell'ultimo decennio. Inoltre, in particolare nei suoi primi anni di esistenza, lo SME ha dovuto sopravvivere in un clima economico mondiale estremamente difficile: il secondo *shock* petrolifero, un'impenata inflazionistica insolitamente forte seguita da un drastico inasprimento delle politiche monetarie e, a seguito di tutto ciò, le oscillazioni senza precedenti dei tassi di interesse, un enorme aumento della disoccupazione e la crisi debitoria internazionale.

Notevole convergenza verso il basso dei tassi di inflazione

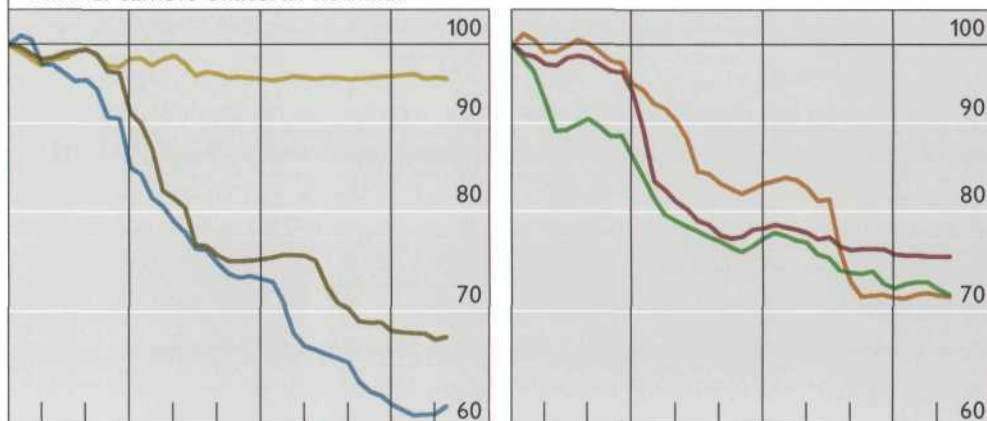
Nonostante talune fosche previsioni di una "comunità inflazionistica", formulate all'epoca della sua istituzione, lo SME è anche riuscito a promuovere una notevole convergenza verso il basso dei saggi di inflazione fra i paesi membri. Il tasso medio di incremento dei prezzi al consumo nei paesi partecipanti si è ridotto fortemente, e i differenziali di inflazione ammontano ora a una frazione soltanto dei valori presenti nei primi anni del sistema. Di conseguenza, è sensibilmente rallentato dal 1983 il movimento verso il basso dei tassi di cambio delle

Tassi di cambio bilaterali nominali e reali delle monete dello SME rispetto al marco

Medie trimestrali; primo trimestre 1979 = 100

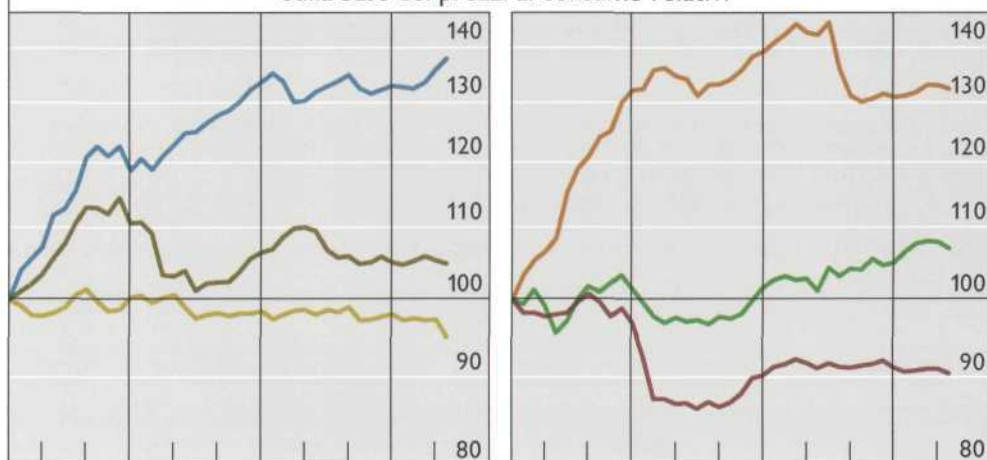
FF
 Lira
 Fl.
 FB
 Dkr
 £ irl.

Tassi di cambio bilaterali nominali

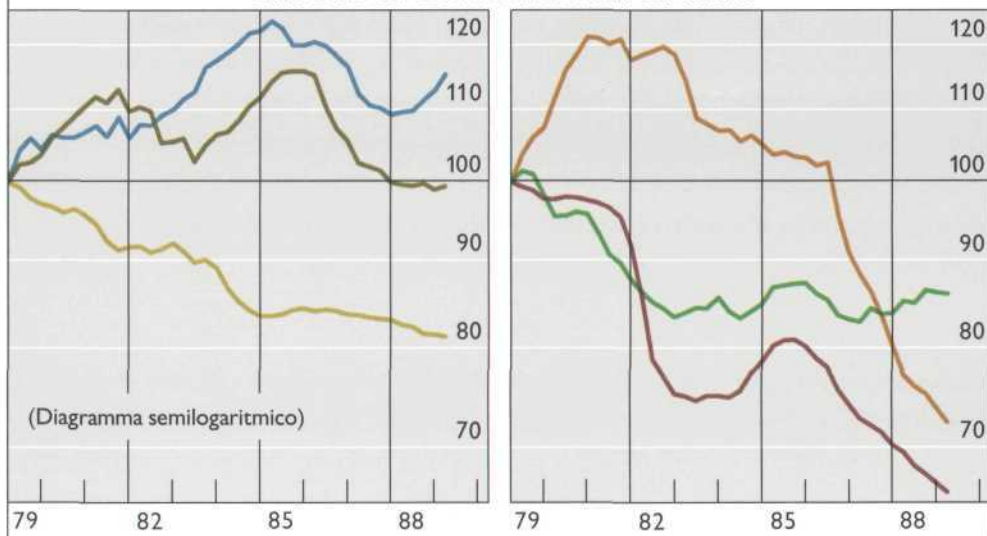


Tassi di cambio bilaterali reali

Sulla base dei prezzi al consumo relativi



Sulla base dei costi unitari relativi del lavoro



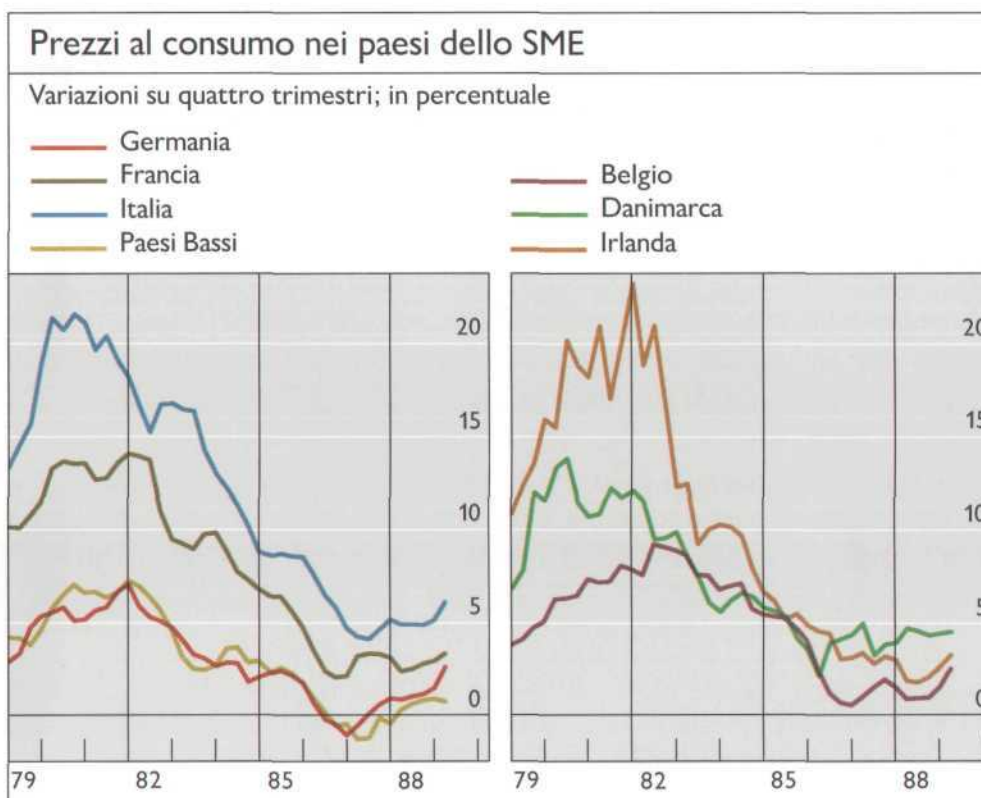
(Diagramma semilogaritmico)

Andamento
sostanzialmente
non distorsivo
dei cambi reali

altre valute partecipanti rispetto al marco. Dall'istituzione del sistema vi sono stati in tutto undici riallineamenti, che sono però divenuti di frequenza ed entità sempre minori, offrendo scarsi incentivi agli speculatori. Poiché l'ultimo riallineamento risale al gennaio 1987, lo SME attraversa ormai il più lungo periodo senza aggiustamenti delle parità centrali, benché questa stabilità si basi su rilevanti differenziali di interesse nominali.

Nonostante la crescente stabilità dei rapporti di cambio nominali, non pare che lo SME abbia complessivamente comportato distorsioni di rilievo delle posizioni concorrenziali in favore del marco. La disciplina antinflazionistica del sistema implica che vi sia una certa riluttanza a consentire che nei paesi a più elevato tasso di inflazione i deprezzamenti compensino i differenziali di inflazione. Ed è proprio quanto è accaduto. Come si può notare dal grafico a pagina 192, il cambio reale del marco, corretto per le variazioni relative dei prezzi al consumo, si è deprezzato rispetto a tutte le valute partecipanti, ad eccezione del franco belga e del fiorino olandese. Tuttavia, sotto il profilo della competitività internazionale, gli indici dei prezzi al consumo hanno una rilevanza limitata.

Nei paesi in rapida espansione con ampi guadagni di produttività nell'industria il settore dei servizi non è normalmente in grado di assorbire lo stesso tasso di crescita salariale senza scaricare sul consumatore parte dei costi. Ne consegue che tali paesi tendono a registrare tassi più elevati di incremento dei prezzi al consumo, senza peraltro subire rilevanti perdite di competitività nel settore dei beni esposti alla concorrenza internazionale. Un indicatore più significativo della competitività internazionale è quindi l'andamento dei tassi di cambio corretti per i costi unitari del lavoro nell'industria manifatturiera. Dal grafico a pagina 192 si può rilevare che, valutata in questi termini, l'economia tedesca non sembra nel complesso aver tratto un vantaggio concorrenziale dalla partecipazione allo SME.



Il tasso di cambio reale del marco si è fortemente apprezzato rispetto al franco belga, alla sterlina irlandese, al fiorino olandese e alla corona danese, mentre è rimasto complessivamente invariato rispetto al franco francese. La sola moneta partecipante rispetto alla quale il cambio reale del marco si sia deprezzato (quasi del 15%) è la lira, ossia la moneta di uno dei paesi più dinamici del sistema, dove fattori diversi dai prezzi possono aver avuto una certa influenza. Va inoltre notato che negli ultimi tre-quattro anni la posizione concorrenziale tedesca, in termini di costi unitari del lavoro, si è sensibilmente deteriorata rispetto ad altri paesi, come Belgio, Francia, Irlanda e, fino al 1987, Italia. Ciò potrebbe implicare che il recente incremento delle eccedenze commerciali bilaterali della Germania nei confronti di altri paesi membri (si veda il Capitolo III) sia dovuto in gran parte a fattori congiunturali o strutturali, come la sostenuta domanda internazionale di beni strumentali, la cui produzione resta uno dei principali punti di forza dell'industria tedesca.

La riduzione e la convergenza dei tassi di incremento dei prezzi non solo sono un fine in quanto tali; esse sono anche un obiettivo da perseguire per i vantaggi di più lungo periodo che possono derivarne in termini di occupazione e di crescita economica. Sotto questo profilo, l'evidenza statistica a favore dello SME è meno convincente. La crescita economica dei paesi membri è stata, semmai, inferiore a quella di altri paesi industriali e la disoccupazione più persistente. Contrariamente a quanto ci si sarebbe potuto aspettare da una più rigorosa disciplina antinflazionistica, i tassi di interesse reali a lungo termine (misurati sulla base dei tassi di inflazione correnti) degli altri paesi membri non sono diminuiti, bensì sono aumentati, in quasi tutti i casi, rispetto a quelli esistenti in Germania; tuttavia potrebbe trattarsi in parte di un problema di misurazione, in quanto le aspettative inflazionistiche, che non possono essere stimate con precisione, sono lente ad esaurirsi.

E' molto difficile ipotizzare quale sarebbe stata l'evoluzione delle grandezze economiche dei paesi membri in assenza dello SME. L'esperienza di altri paesi industriali non fornisce in merito indicazioni conclusive, poiché troppe sono le altre variabili in causa. Tuttavia, vi sono varie argomentazioni che a priori sembrano militare in favore dello SME. In primo luogo, i vantaggi di una maggiore stabilità dei prezzi diventano evidenti soltanto nel più lungo periodo, e i successi nella lotta all'inflazione sono probabilmente troppo recenti per trovare pienamente espressione negli andamenti economici relativi. In secondo luogo, non vi è dubbio che un maggior grado di stabilità e di prevedibilità delle relazioni di cambio tra i paesi membri favorisce gli investimenti. Infine, conformemente alle intenzioni dei suoi fondatori, l'accresciuta convergenza delle politiche e l'integrazione economica promosse dallo SME hanno contribuito a preparare il terreno a ulteriori iniziative, come lo studio delle tappe concrete verso la realizzazione di un'unione economica e monetaria europea, promosso dai Capi di stato e di governo dei paesi della CEE alla metà del 1988.

Il Rapporto sull'Unione economica e monetaria nella Comunità Europea ("Rapporto Delors")

Nel vertice di Hannover del 27-28 giugno 1988, il Consiglio europeo ha "confermato l'obiettivo della realizzazione graduale di un'unione economica e moneta-

Le conseguenze di più vasta portata dello SME non sono certe ...

... nondimeno è probabile che esse siano positive

La genesi del "Rapporto Delors"

ria” e ha affidato a un Comitato, presieduto da Jacques Delors, Presidente della Commissione delle Comunità Europee, “l’incarico di studiare e di proporre le tappe concrete verso tale unione”. Il Comitato ha concluso i suoi lavori a metà aprile del 1989 e poco dopo è stato pubblicato il “Rapporto sull’Unione economica e monetaria nella Comunità Europea”. Dopo il Rapporto Werner, che risale al 1970, questo è il secondo tentativo di formulare un piano per la realizzazione dell’unione economica e monetaria.

Parte I del
Rapporto: aspetti
storici e attuali
del processo
di integrazione
economica
e monetaria
europea

Il Rapporto si divide in tre parti principali. La prima passa brevemente in rassegna gli aspetti storici e attuali del processo di integrazione economica e monetaria nella Comunità. Vi si nota che sono stati compiuti notevoli progressi negli ultimi anni, sia nell’ambito dello SME sia nella realizzazione del programma relativo al mercato unico senza frontiere interne entro la fine del 1992. Si osserva tuttavia che lo SME non ha ancora realizzato pienamente tutte le sue potenzialità e che è necessaria una maggiore convergenza degli andamenti economici. La realizzazione dell’unione economica e monetaria richiederà nuovi, importanti passi avanti in tutti gli ambiti della politica economica e presuppone un grado elevato di integrazione economica, una politica monetaria comune e politiche economiche coerenti. Tali politiche dovrebbero essere indirizzate agli obiettivi della stabilità dei prezzi, di una crescita equilibrata, di standard di vita convergenti, di un’elevata occupazione e dell’equilibrio esterno.

Parte II: principali
requisiti, caratteristiche e conseguenze
dell’unione
economica
e monetaria

La parte II del Rapporto delinea le principali caratteristiche e implicazioni di un’unione economica e monetaria. In esse si sottolinea che l’attuazione di tale unione comporterebbe il trasferimento della necessaria potestà decisionale in campo monetario ed economico dagli Stati membri alla Comunità e un emendamento dei Trattati comunitari in vigore. Le condizioni necessarie per un’unione monetaria, già evidenziate nel Rapporto Werner, sono: la convertibilità totale e irreversibile delle monete; la completa liberalizzazione dei movimenti di capitali e la piena integrazione dei mercati bancari e degli altri mercati finanziari; la fissazione irrevocabile delle parità di cambio senza alcun margine di fluttuazione. Una volta soddisfatte queste condizioni, un ulteriore sviluppo – non strettamente necessario, ma auspicabile per ragioni economiche oltre che psicologiche e politiche – potrebbe essere l’adozione di una moneta unica. Il Comitato ha ritenuto che l’ECU possiede i requisiti potenziali per divenire la futura moneta comune, ma ha fermamente respinto le proposte di adottare una moneta parallela come mezzo per accelerare il processo di unione monetaria.

Necessità
di una politica
monetaria
comune

L’implicazione più importante di un’unione monetaria è la necessità di una politica monetaria comune, di cui si assumerebbe la responsabilità una nuova istituzione, che potrebbe essere denominata Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC). Questo nuovo sistema dovrebbe avere una struttura federativa e potrebbe essere costituito da un organismo centrale e dalle banche centrali nazionali; esso dovrebbe essere indipendente dalle istruzioni dei governi nazionali e delle autorità della Comunità e vincolato all’obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi.

Le principali caratteristiche dell’unione economica sono: il mercato unico nel quale persone, beni, servizi e capitali possano circolare liberamente; comuni politiche concorrenziali; comuni politiche strutturali e regionali; politiche macroeconomiche efficacemente coordinate, che contemplino norme vincolanti

per le politiche di bilancio nazionali. Questi requisiti sono essenziali sia per affrontare i possibili squilibri economici in una situazione in cui l'aggiustamento dei cambi non è più disponibile come strumento per correggere tali squilibri fra i paesi membri, sia per consentire alla Comunità di attuare una coerente combinazione delle politiche fiscali e monetarie volta ad obiettivi interni ed esterni. La politica monetaria non può, da sola, assolvere tutte queste funzioni.

La parte III del Rapporto enuncia i principi dell'approccio graduale all'unione economica e monetaria, articolato in tre tappe principali. Essa sottolinea che, sebbene ogni fase sia distinta, la creazione dell'unione deve essere considerata come processo unico e la decisione di avviare la prima tappa comporta l'impegno a portare avanti il processo nella sua interezza. Le nuove disposizioni poste in vigore all'inizio di ciascuna fase aprirebbero gradualmente la strada a quella successiva. In ciascuna tappa si dovrebbe realizzare un progresso sostanzialmente parallelo in campo economico e monetario. Il Rapporto si astiene deliberatamente dal fissare una sequenza temporale precisa, ma suggerisce che la prima fase dovrebbe iniziare non oltre il 1° luglio 1990, quando entrerà in vigore la direttiva per la completa liberalizzazione dei movimenti di capitale.

Nella prima tappa l'azione sarebbe principalmente finalizzata ad una maggiore convergenza dei risultati economici attraverso il rafforzamento del coordinamento delle politiche economiche e monetarie nell'ambito del quadro istituzionale esistente. In questa fase sarebbe anche necessario preparare e ratificare la revisione del Trattato di Roma.

La seconda tappa potrebbe iniziare solo quando fosse entrato in vigore il nuovo Trattato che consenta l'istituzione degli organi fondamentali e della struttura dell'unione economica e monetaria. In questo nuovo quadro istituzionale verrebbe avviato un processo di addestramento che condurrebbe gradualmente ad una formazione delle decisioni collettiva. La responsabilità ultima per le decisioni di politica economica continuerebbe tuttavia a competere alle autorità nazionali.

La tappa finale inizierebbe con il passaggio a tassi di cambio irrevocabilmente fissi e con la piena attribuzione alle istituzioni comunitarie dei necessari poteri decisionali. In particolare, ciò implicherebbe che alla Comunità verrebbe conferita l'autorità di imporre vincoli ai bilanci nazionali e che il Sistema Europeo di Banche Centrali assumerebbe la piena responsabilità della politica monetaria. Le monete nazionali verrebbero al più presto sostituite da una moneta unica.

Il Comitato ha espresso il parere che, qualora il Consiglio europeo accettasse il suo Rapporto, il Consiglio dei Ministri e il Comitato dei Governatori dovrebbero essere invitati a prendere le decisioni necessarie per attuare la prima tappa e che i lavori preparatori per i negoziati sul nuovo Trattato dovrebbero essere intrapresi immediatamente.

Parte III:
un approccio in
tre tappe all'u-
nione economica
e monetaria

Maggiore
coordinamento
delle politiche

Nuove istituzioni
e organi

Centralizzazione
del processo
decisionale e
istituzione di una
moneta comune

La produzione e il mercato dell'oro

Nel periodo in esame, l'oro ha condiviso la sorte delle monete a basso rendimento. Nonostante un calo del volume totale immesso sul mercato (sceso a 1.705 tonnellate nel 1988, con una diminuzione di 140 tonnellate), il prezzo dell'oro ha mostrato una pronunciata debolezza per la maggior parte dello

Condizioni
di mercato
tendenzialmente
ribassiste

Mercato dell'oro; fonti e impieghi (stime)					
Voci	1984	1985	1986	1987	1988
	tonnellate				
Produzione	1.160	1.230	1.290	1.380	1.535
Vendite nette da parte dei paesi comunisti ¹	150	250	400	300	260
Variazioni nelle disponibilità auree ufficiali dovute a operazioni di mercato ²					
(- = aumento)	20	-165	-10	95	-240
Nuovi prestiti netti di oro				70	150
Totale (= impieghi non monetari)	1.330	1.315	1.680	1.845	1.705

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 alla liquidazione di *swaps* in oro tra la banca centrale sudafricana e le banche commerciali di altri paesi.

scorso anno e agli inizi del 1989. La produzione totale dei paesi occidentali è stata superiore a quella del 1987, ma sono leggermente diminuite le vendite da parte dei paesi comunisti e, in netto contrasto con il 1987, il settore ufficiale è stato un importante acquirente netto.

Perdurante
aumento della
produzione

L'aumento della produzione delle miniere dell'Occidente nel 1988 ha costituito un fenomeno diffuso, in quanto sono stati utilizzati i margini di capacità produttiva creati in risposta alle elevate quotazioni del metallo agli inizi degli anni ottanta. La produzione complessiva è salita di 155 tonnellate, portandosi a 1.535 tonnellate. Il Sudafrica ha leggermente aumentato la propria produzione, per la prima volta in quattro anni, in seguito agli incentivi derivanti dalle modifiche nella normativa fiscale. Negli Stati Uniti la produzione è aumentata di quasi un terzo, ossia di 50 tonnellate. In Australia, l'incremento di 41 tonnellate è stato pari ad un'espansione del 37%. Consistenti aumenti si sono avuti anche in Brasile (16 tonnellate) e in Canada (12 tonnellate).

Un certo calo
nelle forniture
dei paesi
comunisti

Si stima che nel 1988 i paesi comunisti abbiano venduto sui mercati occidentali circa 260 tonnellate di oro, 40 tonnellate in meno rispetto al 1987. Lo scorso anno le vendite dell'Unione Sovietica non sono aumentate, nonostante la scarsità dei raccolti in questo paese e la debolezza dei prezzi del petrolio. Ciò può spiegarsi con il fatto che l'URSS ha in parte soddisfatto il proprio fabbisogno di valute estere con il ricorso agli euromercati. Pare inoltre che siano diminuite le forniture nette di oro dalla Cina, altro importante paese produttore nell'area comunista, in parte a causa di un aumento della domanda interna parallelamente a una recrudescenza dell'inflazione, in parte per effetto di una riduzione della produzione interna.

Consistente
assorbimento da
parte delle
istituzioni ufficiali

L'incremento identificato di 240 tonnellate nelle disponibilità auree ufficiali nel 1988 va ascritto in ampia misura alle istituzioni internazionali, e in particolare al Fondo europeo di cooperazione monetaria. Le disponibilità auree dei paesi si sono accresciute di sole 82 tonnellate, e questo incremento è il risultato netto di cospicui movimenti di segno opposto. Tra i paesi del Gruppo dei Dieci, solo due hanno registrato variazioni nel 1988. Gli Stati Uniti hanno utilizzato 16 tonnellate delle loro riserve auree ufficiali per coniare monete, mentre il Canada ha proseguito la precedente politica di graduale riduzione delle proprie

Produzione mondiale di oro								
Paesi	1953	1970	1980	1984	1985	1986	1987	1988
	tonnellate							
Sudafrica	371	1.000	675	683	672	640	607	621
<i>Quota sulla produzione mondiale di oro</i>	<i>49,1</i>	<i>78,6</i>	<i>70,4</i>	<i>58,8</i>	<i>54,5</i>	<i>49,5</i>	<i>43,9</i>	<i>40,4</i>
Stati Uniti	61	54	31	66	80	118	155	205
Australia	33	20	17	39	59	75	111	152
Canada	126	75	52	86	90	106	117	129
Brasile	4	9	35	62	72	67	84	100
Filippine	15	19	22	34	37	39	40	43
Colombia	14	7	17	21	26	27	33	33
Papua-Nuova Guinea	0	1	14	19	31	36	34	33
Cile	4	2	7	18	18	19	20	23
Venezuela	1	1	1	10	12	15	16	16
Zimbabwe	16	15	11	15	15	15	15	15
Giappone	7	8	7	7	9	14	14	14
Altri paesi	103	62	70	102	112	122	136	153
Produzione mondiale ¹	755	1.273	959	1.162	1.233	1.293	1.382	1.537
<i>Per memoria:</i>	medie annue, in dollari USA per oncia							
<i>Prezzi di mercato dell'oro</i>								
<i>in dollari USA correnti</i>	<i>35,00</i>	<i>35,94</i>	<i>612,76</i>	<i>360,45</i>	<i>317,30</i>	<i>367,59</i>	<i>446,63</i>	<i>437,09</i>
<i>in dollari USA costanti²</i>	<i>35,00</i>	<i>24,78</i>	<i>199,03</i>	<i>92,87</i>	<i>78,96</i>	<i>89,77</i>	<i>105,21</i>	<i>98,93</i>

¹ Esclusi URSS, altri paesi dell'Europa orientale, Cina e Corea del Nord. ² Dati deflazionati in base all'indice dei prezzi al consumo (1953 = 100).
Fonte: "Consolidated Gold Fields PLC" (Londra).

riserve ufficiali, cedendo altre 43 tonnellate di metallo. Uno sviluppo di rilievo, benché privo di effetti sui dati del 1988, è costituito dal fatto che nel primo trimestre del 1989 la Banca Nazionale del Belgio ha effettuato vendite di oro per 127 tonnellate. Ciò ha contratto di circa il 10% le riserve auree, la cui quota sul totale delle riserve ufficiali di questo paese è scesa grosso modo ai livelli dei paesi europei limitrofi.

Fra gli altri paesi industriali, il Portogallo ha registrato un calo di 124 tonnellate nelle riserve auree. Tuttavia questa contrazione, essendo la contropartita di *swaps* di oro contro ECU, connessi all'adesione del paese al Fondo europeo di cooperazione monetaria, non ha inciso sull'offerta di oro sul mercato. La Spagna, che aveva già provveduto al trasferimento di oro al FCoM nel 1987, ha invece registrato un aumento di 66 tonnellate nelle proprie riserve.

Gli acquisti ufficiali di oro di gran lunga più consistenti si sono avuti nell'Estremo Oriente, dove Taiwan ne ha acquisite 181 tonnellate. Valutato ai prezzi medi di mercato dell'anno, questo aumento di \$ 2,5 miliardi ha praticamente compensato la riduzione nelle riserve valutarie dello scorso anno. Inoltre, buona parte degli acquisti è stata effettuata negli Stati Uniti, riducendo in tal modo l'eccedenza commerciale bilaterale di Taiwan nei confronti di questo paese.

In America Latina, alcuni fra i principali paesi debitori hanno registrato variazioni delle loro riserve auree. Il Brasile ha venduto 15 tonnellate di oro nel primo trimestre del 1988, ma in seguito ha parzialmente ricostituito le proprie riserve.

Maggiori acquisti
di Taiwan

Colombia e Perú hanno incrementato rispettivamente di 13 e 7 tonnellate le proprie disponibilità.

Crescente ruolo
dei prestiti di oro

Un ultimo fattore che ha inciso sul volume di oro immesso sul mercato è stato il crescente ricorso ai prestiti di oro, in particolare nella prima metà dell'anno. In base a stime prudenziali, nel 1988, al netto dei rimborsi, sono state mutate circa 150 tonnellate di oro. Questi prestiti a basso tasso di interesse vengono normalmente concessi a società minerarie, che vendono l'oro a pronti e rimborsano i prestiti con la produzione futura. L'oro impiegato per questi prestiti proviene in larga misura da riserve ufficiali che altrimenti sarebbero rimaste inutilizzate. Tali transazioni non sono di norma registrate in riduzione delle riserve ufficiali, in quanto le banche centrali continuano ad avere una posizione creditoria in oro.

Per le società minerarie l'attrattiva dei prestiti di oro deriva dal fatto che il loro costo è inferiore a quello di un normale prestito, a condizione che il prezzo dell'oro non aumenti nell'arco della durata del prestito in misura superiore all'interesse risparmiato. Poiché le aspettative sul prezzo dell'oro sono al ribasso, non sorprende che la domanda di questi prestiti e i tassi di interesse ad essi applicati siano saliti fortemente. Sembra che agli inizi di maggio del 1989 la maggior parte dei mutuatari finali, in seguito al forte aumento dei tassi sui depositi interbancari in oro, non abbia più potuto ottenere prestiti a tasso fisso e abbia dovuto corrispondere interessi quasi doppi rispetto al livello degli inizi del 1987, ossia il 3% circa. Tuttavia, anche questo aumento del costo in termini di interessi lascia un ampio margine per assorbire un rialzo del prezzo dell'oro. D'altro canto, le sfavorevoli previsioni circa l'andamento del prezzo del metallo tenderanno a ridurre il ricorso ai prestiti destinati all'ampliamento delle capacità estrattive.

Sostenuta
domanda per usi
industriali

Lo scorso anno, l'andamento generalmente sostenuto dell'economia mondiale, congiuntamente ai decrescenti prezzi dell'oro, hanno stimolato la domanda per usi industriali, che si stima sia aumentata di 330 tonnellate, portandosi a un totale di 1.520 tonnellate (escluso l'utilizzo degli scarti di lavorazione). L'industria orafa, che da sola assorbe circa l'80% della domanda di oro per uso industriale, ha acquistato altre 350 tonnellate. D'altro canto, si è registrata una pronunciata contrazione nell'uso ufficiale di oro da conio, che ha rispecchiato il ritorno a condizioni più normali dopo due anni piuttosto eccezionali; nel 1986 e nel 1987 il Giappone aveva infatti acquistato considerevoli quantitativi di oro per l'emissione di una moneta commemorativa di Hirohito. Inoltre, il crollo borsistico nell'ottobre 1987, pur non avendo provocato uno spostamento generalizzato delle preferenze a favore dell'oro, aveva indotto i piccoli risparmiatori ad acquistare monete auree in quantità insolitamente ampie.

Forte incremento
delle disponibilità
auree private in
Estremo Oriente

Benché la domanda a fini di tesoreggiamento sembri essersi fortemente ridotta nel complesso, in alcuni paesi dell'Estremo Oriente le disponibilità private si sono notevolmente ampliate. Le importazioni dichiarate di oro da parte di Taiwan, per scopi diversi dall'espansione delle riserve ufficiali, sono ammontate a circa 170 tonnellate, ma è opinione diffusa che l'importo effettivo sia stato molto maggiore. Le importazioni del Giappone a fini di investimento sono stimate in circa 150 tonnellate. Poiché negli ultimi anni la flessione dei prezzi in yen dell'oro è stata alquanto pronunciata, parrebbe che gli investitori privati giapponesi agiscano in base a considerazioni di lungo periodo o siano



motivati dal desiderio di diversificare il loro portafoglio. Non sono disponibili dati precisi per altre aree geografiche, dove non sempre è possibile operare una netta distinzione fra impieghi a fini di tesoreggiamento o per oreficeria. Tuttavia, le favorevoli condizioni economiche sembrano aver stimolato la domanda di oro nel Sud-Est asiatico e nel subcontinente indiano, mentre in altre aree vi è stato presumibilmente un cospicuo smobilizzo di disponibilità private in oro.

Durante la maggior parte del 1988 e agli inizi del 1989, il prezzo in dollari dell'oro ha teso a indebolirsi. Sulla scia del rafforzamento del dollaro e di un volume stimato di prestiti di oro alle società minerarie eccezionalmente ampio, le quotazioni sono scese dal massimo quinquennale di oltre \$ 500 nel dicembre 1987 ai \$ 424 del 28 febbraio 1988. Nel marzo dello stesso anno, l'indebolimento del dollaro, le aspettative di un rialzo dei prezzi del petrolio e i rinnovati timori inflazionistici hanno determinato una temporanea ripresa e le quotazioni dell'oro, parallelamente a quelle di altri metalli preziosi, sono salite a un massimo di \$ 465 ai primi di giugno. Nei mesi successivi, in seguito al rafforzamento del dollaro, le quotazioni sono ridiscese a circa \$ 420 prima di cadere al disotto di \$ 390 nell'ultima settimana di settembre, allorché la flessione dei prezzi petroliferi ha smorzato le aspettative inflazionistiche. La successiva risalita fino a un massimo di \$ 430 agli inizi di dicembre, in concomitanza con un temporaneo indebolimento del dollaro, si è rivelata di breve durata e il prezzo dell'oro è ricaduto al disotto di \$ 400 negli ultimi giorni di gennaio 1989. Esso è stato quotato intorno ai \$ 380-400 sino alla fine di aprile, per poi calare a \$ 359 il 22 maggio, livello mai toccato negli ultimi 33 mesi, parallelamente ad un forte rialzo del dollaro.

Negli ultimi anni, il prezzo dell'oro ha mostrato una tendenza a reagire ai

Andamento del
prezzo dell'oro

movimenti dei tassi di cambio più che a qualsiasi altro singolo fattore macroeconomico. Per questo motivo non desta forse sorpresa che nel periodo in esame le fasi di forza del dollaro si siano accompagnate a un calo delle quotazioni dell'oro. Ciononostante, è degno di nota il fatto che il prezzo dell'oro non abbia reagito alla modesta ma diffusa accelerazione dell'inflazione avutasi l'anno scorso, particolarmente in quanto i prezzi dell'oro e di altre materie prime sono spesso considerati come un indicatore segnaletico delle aspettative, il quale anticipa – o quanto meno si muove in sintonia – con l'inflazione. Questa mancanza di reattività del prezzo dell'oro ai segnali di inflazione rispecchia forse la convinzione dei mercati che questa volta il rafforzamento delle pressioni sui prezzi sia meramente transitorio e che le autorità siano in grado di stroncare ogni concreta minaccia alla stabilità dei prezzi. L'inversione delle curve dei rendimenti e la relativa stabilità dei tassi di interesse a lungo termine nel 1988 sono state interpretate in modo analogo.

La liquidità internazionale

Due caratteristiche distinte hanno contrassegnato l'evoluzione della liquidità internazionale nel 1988. In primo luogo, dopo l'eccezionale aumento registrato nel 1987, vi è stato un ulteriore modesto incremento nelle riserve ufficiali non auree. In secondo luogo, si è avuto un pronunciato spostamento nella composizione per monete dell'incremento delle riserve in valuta. Le disponibilità ufficiali in dollari sembrano essere diminuite, mentre hanno continuato a espandersi le attività in altre valute.

Drastico rallentamento nella crescita delle riserve ufficiali

Nel 1988 il valore in dollari correnti delle riserve internazionali ufficiali non auree è aumentato di soli \$ 10,6 miliardi, ossia dell'1,5%, salendo a \$ 724 miliardi, mentre nell'anno precedente l'incremento era stato di oltre il 40%, il più alto tasso di crescita dopo l'abbandono del sistema di parità fisse di Bretton Woods. Tuttavia, la lenta espansione dell'anno scorso è in parte dovuta all'apprezzamento del dollaro. Escludendo gli effetti delle variazioni di cambio, la decelerazione nella crescita delle riserve non auree, da circa il 20% del 1987 a poco più del 5% nell'anno successivo, è stata meno spettacolare, mentre in termini di DSP l'incremento risulta del 7%.

Lo scorso anno si è registrato solo un aumento assai marginale nelle disponibilità auree ufficiali dei paesi, mentre la flessione del 16% nel prezzo del metallo nel corso del 1988 ha ridotto di circa \$ 72 miliardi il valore di mercato di tali riserve.

Gli afflussi di capitali privati negli Stati Uniti ovviano alla necessità di acquisti ufficiali di dollari

La principale causa del pronunciato rallentamento nella crescita delle riserve non auree nel 1988 è stata l'inversione di tendenza del dollaro, dovuta a una forte ripresa dei flussi di capitali privati verso gli Stati Uniti. Di conseguenza, non si sono rese più necessarie operazioni di sostegno del dollaro come quelle di dimensioni eccezionalmente ampie effettuate nel 1987 dai paesi del Gruppo dei Dieci. Tenendo conto degli afflussi indiretti di fondi ufficiali negli Stati Uniti tramite l'euromercato, nel 1987 il disavanzo corrente USA, pari a \$ 154 miliardi, era stato finanziato per oltre tre quarti con l'accumulo di disponibilità estere ufficiali in dollari. Per converso, pare che nel 1988 gli afflussi netti di capitali privati abbiano finanziato l'intero disavanzo USA, ridottosi a \$ 135 miliardi.

Variazioni nelle riserve globali							
Aree e periodi	Oro		Valute estere	Posizioni di riserva sul FMI	DSP	ECU ufficiali	Totale riserve non auree
	in milioni di once	in miliardi di dollari USA, a prezzi correnti ¹					
Gruppo dei Dieci							
1986	-1,0	46,7	38,4	0,3	2,9	7,9	49,5
1987	-1,4	69,7	93,0	0,2	3,2	21,8	118,2
1988	-1,9	-56,9	19,5	-3,0	0,4	-15,3	1,6
Consistenze ²	733,3	300,8	270,3	23,1	21,2	54,6	369,2
Altri paesi industriali³							
1986	-0,8	5,1	6,1	0,2	0,4	-	6,7
1987	-1,9	7,0	27,9	0,6	0,5	5,0	34,0
1988	-4,1	- 7,9	13,0	0,2	-0,1	2,6	15,7
Consistenze ²	77,0	31,6	96,7	3,2	2,4	8,4	110,7
Paesi in via di sviluppo							
1986	2,1	8,6	10,0	0,2	0,5		10,7
1987	-0,6	11,5	52,0	0,6	1,1		53,7
1988	6,3	- 6,8	-1,1	-3,8	-1,8		-6,7
Consistenze ²	129,2	52,9	228,9	11,8	3,5		244,2
<i>di cui:</i>							
<i>Principali paesi indebitati⁴</i>							
1986	0,7	2,4	-7,3	-	0,3		-7,0
1987	-1,5	2,5	4,0	-0,1	0,9		4,8
1988	0,6	- 2,2	-6,2	-0,6	-1,0		-7,8
Consistenze ²	33,3	13,6	27,6	0,1	0,7		28,4
<i>PVS esportatori di petrolio del Medio Oriente⁵</i>							
1986	-0,1	1,4	-6,5	0,1	-		-6,4
1987	-0,1	2,1	3,9	0,6	0,3		4,8
1988	0,1	- 1,7	-3,8	-3,0	-0,3		-7,1
Consistenze ²	22,8	9,4	35,1	9,7	1,4		46,2
Totale³							
1986	0,3	60,4	54,5	0,7	3,8	7,9	66,9
1987	-3,9	88,2	172,9	1,4	4,8	26,8	205,9
1988	0,3	-71,6	31,4	-6,6	-1,5	-12,7	10,6
Consistenze ²	939,5	385,3	595,9	38,1	27,1	63,0	724,1

¹ Riserve auree valutate ai prezzi di mercato. ² A fine 1988. ³ Esclusi i paesi dell'Europa orientale.

⁴ Paesi inclusi nel Piano Baker, eccetto la Jugoslavia. ⁵ Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Oman, Qatar.

Una seconda causa del rallentamento nell'espansione delle riserve è stata la flessione del prezzo dell'oro sul mercato libero. Ciò non soltanto ha inciso sul valore dell'oro detenuto dalle banche centrali, ma ha anche ridotto l'ammontare di ECU creati in contropartita di oro sulla base di un prezzo collegato alle quotazioni di mercato. Infine, l'ulteriore rimborso di prestiti concessi dal FMI nei primi

Altri fattori che hanno agito sulla crescita delle riserve ufficiali

anni della crisi debitoria internazionale ha diminuito le posizioni di riserva sul Fondo dei paesi membri le cui valute erano state utilizzate per tali operazioni.

Vi sono stati tuttavia alcuni fattori che hanno avuto la tendenza a controbilanciare questi influssi riduttivi sulla liquidità internazionale. In primo luogo, gli Stati Uniti sono intervenuti sul mercato valutario sia in acquisto sia in vendita, ma nel complesso le acquisizioni hanno superato le cessioni, cosicché sono state ampiamente ricostituite le riserve cui questo paese aveva attinto nel 1987. In secondo luogo, vi è stato un sensibile accumulo di riserve in monete diverse dal dollaro, che ha agito nel senso di incrementare le disponibilità in dollari o di limitarne la contrazione nei paesi di emissione di queste valute di riserva secondarie. Infine, il rialzo dei tassi di interesse a breve nel corso dell'anno ha contribuito a far aumentare proventi sulle attività ufficiali in valuta, i quali sono spesso contabilizzati come incremento delle riserve.

Crescita delle riserve concentrata nelle attività in valuta estera

Nel 1988 le acquisizioni di riserve si sono concentrate nelle attività in valuta in misura maggiore che negli ultimi anni. Infatti, l'aumento delle disponibilità valutarie ufficiali, escludendo i dollari utilizzati per *swaps* contro ECU, è ammontato a più di \$ 31 miliardi, ossia a tre volte la crescita aggregata delle riserve non auree. In termini di dollari costanti, e comprendendo i dollari oggetti di *swaps* contro ECU, l'espansione è stata anche superiore, ossia di circa \$ 40 miliardi.

Riduzione dei crediti del FMI

Le posizioni di riserva sul Fondo si sono invece contratte di \$ 6,6 miliardi, di cui \$ 2,3 miliardi sono dovuti alle variazioni di cambio. I crediti in essere del FMI sono diminuiti per il terzo anno consecutivo, in quanto i rimborsi di prestiti (per DSP 6,7 miliardi) hanno continuato a eccedere le nuove erogazioni (pari a DSP 3,1 miliardi). Lo scorso anno taluni paesi, come Argentina e Brasile, sono stati beneficiari di nuovi crediti, dopo aver rimborsato i prestiti ottenuti fra il 1981 e il 1984. Dal 1986 il FMI ha anche concesso crediti per l'aggiustamento strutturale a taluni paesi membri a basso reddito che hanno intrapreso programmi a medio termine di aggiustamento macroeconomico e strutturale. Nel 1988 sono state effettuate le prime erogazioni (DSP 0,1 miliardi) nel quadro della "Enhanced Structural Adjustment Facility". Complessivamente, nel 1988 sono stati attivati prestiti a titolo di aggiustamento strutturale per un totale di DSP 0,4 miliardi, importo uguale a quello dell'anno precedente. Lo scorso anno si è anche registrata una contrazione di \$ 1,5 miliardi nel valore in dollari delle disponibilità ufficiali in DSP, peraltro imputabile quasi interamente alle variazioni di cambio.

Il calo di \$ 12,7 miliardi registrato lo scorso anno nelle disponibilità ufficiali in ECU può essere attribuito al rimborso di crediti concessi in precedenza dal Fondo europeo di cooperazione monetaria nel quadro della facilitazione di finanziamento a brevissimo termine, nonché alle modalità con cui vengono mantenute le attività di riserva ufficiali in ECU mediante il rinnovo degli *swaps* in oro. Come detto in precedenza, la flessione del prezzo dell'oro ha comportato una diminuzione nell'ammontare degli ECU ufficiali creati in contropartita di oro.

Distribuzione geografica della crescita delle riserve

Nel 1988 si sono verificati considerevoli mutamenti nella distribuzione geografica della crescita delle riserve. I paesi del Gruppo dei Dieci hanno registrato solo un modestissimo incremento nelle riserve aggregate, mentre gli altri paesi industriali e i PVS senza problemi di servizio del debito, e in particolare quelli asiatici, hanno segnato sostanziali incrementi.

Variazioni nelle riserve ufficiali non auree di singoli paesi*							
Paesi	Consi- stenze a fine 1983	Variazioni					Consi- stenze a fine 1988
		1984	1985	1986	1987	1988	
		in miliardi di dollari USA					
Stati Uniti	22,6	1,2	8,3	5,3	-2,7	2,0	36,7
Altri paesi del Gruppo dei Dieci	156,5	-3,3	14,6	44,2	120,9	- 0,4	332,5
Giappone	24,6	1,8	0,3	15,5	38,7	15,8	96,7
Germania	42,6	-2,4	4,1	7,4	26,9	-20,3	58,3
Regno Unito	11,3	-1,9	3,4	5,6	23,3	2,4	44,1
Italia	20,0	0,8	-5,3	4,4	10,2	4,5	34,6
Francia	20,6	0,3	5,7	4,8	1,6	- 7,6	25,4
Svizzera	15,0	0,3	2,7	3,8	5,7	- 3,3	24,2
Paesi Bassi	10,2	-0,9	1,5	0,4	4,8	0,0	16,0
Canada	3,5	-1,0	0,0	0,8	4,0	8,1	15,4
Belgio	4,7	-0,1	0,2	0,7	4,1	- 0,3	9,3
Svezia	4,0	-0,2	2,0	0,8	1,6	0,3	8,5
Altri paesi industriali	40,3	6,9	7,1	6,7	34,0	15,7	110,7
Spagna	7,4	4,6	-0,8	3,6	15,9	6,4	37,1
Australia	9,0	-1,5	-1,7	1,5	1,5	4,8	13,6
Portogallo	0,4	0,1	0,9	0,0	1,9	1,8	5,1
Jugoslavia	1,0	0,2	-0,1	0,4	-0,8	1,6	2,3
Altri	22,5	3,5	8,8	1,2	15,5	1,1	52,6
Paesi in via di sviluppo	157,1	13,8	15,6	10,7	53,7	- 6,7	244,2
Taiwan	11,9	3,8	6,9	23,7	30,4	- 2,8	73,9
Cina	15,0	2,4	-4,6	-1,3	4,9	2,2	18,6
Singapore	9,3	1,1	2,4	0,1	2,3	1,9	17,1
Corea	2,4	0,4	0,1	0,4	0,3	8,8	12,4
Tailandia	1,6	0,3	0,3	0,6	1,2	2,1	6,1
Brasile	4,4	7,1	-0,9	-4,8	0,5	0,2	6,5
Messico	3,9	3,4	-2,4	0,8	6,8	- 7,2	5,3
Venezuela	7,6	1,3	1,4	-3,8	-0,5	- 2,9	3,1
Altri	101,0	-6,0	12,4	-5,0	7,8	- 9,0	101,2
Totale	376,5	18,6	45,6	66,9	205,9	10,6	724,1

* Comprese le posizioni in ECU.

* Compresa le posizioni in ECU.

L'espansione aggregata delle riserve non auree dei paesi del Gruppo dei Dieci è ammontata a soli \$ 1,6 miliardi, ovvero a circa \$ 22 miliardi se si escludono gli effetti di cambio. Le consistenti acquisizioni di riserve di alcuni paesi, segnatamente Giappone, Canada e Italia, sono state ampiamente controbilanciate dalla diminuzione delle riserve di altri paesi, principalmente Germania, Francia e Svizzera. Il Canada, il solo paese del Gruppo dei Dieci la cui moneta si sia apprezzata rispetto al dollaro USA, ha più che raddoppiato le proprie disponibilità di riserve internazionali, le quali sono salite a \$ 15,4 miliardi in termini di dollari correnti, segnando un incremento di \$ 8,1 miliardi. Lo yen e la sterlina, pur essendo alquanto calati nei confronti del dollaro, si sono apprezzati rispetto alla maggior parte delle altre monete del Gruppo dei Dieci, e le riserve non auree di Giappone e Regno Unito sono aumentate rispettivamente di \$ 15,8 e 2,4 miliardi.

Consistenti acquisizioni di riserve in alcuni paesi del Gruppo dei Dieci in gran parte controbilanciate da diminuzioni in altri paesi del Gruppo

Analogamente, la lira si è rafforzata rispetto ad altre valute nell'ambito del meccanismo di cambio dello SME, e le autorità italiane hanno accresciuto di \$4,5 miliardi le loro riserve internazionali. Le attività di riserva ufficiali degli Stati Uniti sono aumentate di \$2 miliardi, in quanto l'incremento di \$4,3 miliardi nel valore in dollari delle loro riserve valutarie è stato in parte neutralizzato da una contrazione delle posizioni sul FMI e in DSP. D'altro canto, i paesi le cui monete si sono maggiormente indebolite hanno attinto alle loro riserve valutarie per impedirne un ulteriore calo. In particolare, la Germania e la Svizzera, nonostante le ampie eccedenze di parte corrente, hanno registrato una contrazione delle disponibilità di riserva rispettivamente di \$20,3 e 3,3 miliardi. La Francia, che ha effettuato consistenti rimborsi al FECOM e ha sostenuto il franco nei confronti del dollaro e delle monete dello SME, ha fatto segnare una flessione di \$7,6 miliardi nel valore in dollari delle sue riserve non auree.

Le riserve ufficiali degli altri paesi industriali sono aumentate sensibilmente (di \$15,7 miliardi, ossia di oltre il 16%), soprattutto per effetto dell'espansione nelle attività di riserva internazionali di Spagna (\$6,4 miliardi), Australia (\$4,8 miliardi), Portogallo (\$1,8 miliardi) e Jugoslavia (\$1,6 miliardi). Anche in questo caso gli incrementi sono molto maggiori se si eliminano gli effetti delle variazioni di cambio.

Contrazione delle
riserve in alcuni
gruppi di PVS

Il calo di \$6,7 miliardi nelle riserve internazionali aggregate dei paesi in via di sviluppo nel 1988 cela andamenti alquanto differenziati fra i vari gruppi di paesi. In primo luogo, i paesi non esportatori di petrolio hanno registrato una crescita delle loro riserve di \$5,1 miliardi, mentre quelle dei paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente sono diminuite di \$7,1 miliardi, ossia del 13%. Anche nell'ambito dei PVS non esportatori di petrolio vi sono state notevoli disparità. I paesi a medio reddito con problemi di servizio del debito hanno attinto alle proprie riserve per finanziare le importazioni, pagare gli interessi ed effettuare operazioni di conversione del debito. Il totale delle attività internazionali dei quattordici paesi fortemente indebitati (fra i quali non è compresa la Jugoslavia) è diminuito di \$7,8 miliardi, ossia di oltre il 20%; le più forti contrazioni sono state registrate da Messico e Venezuela (\$7,2 e 2,9 miliardi rispettivamente). D'altra parte, hanno conseguito un sensibile incremento delle loro disponibilità di riserva non auree i paesi in via di sviluppo asiatici, in particolare Corea (\$8,8 miliardi), Cina (\$2,2 miliardi) e Thailandia (\$2,1 miliardi).

Spostamenti nella
composizione per
monete della
crescita delle
riserve valutarie

Per quanto concerne la configurazione degli incrementi di riserve ufficiali, nel 1988 si è avuto un netto spostamento nella composizione per monete della crescita delle riserve valutarie, a scapito del dollaro e a favore di altre monete. Non è tuttavia possibile determinare le dimensioni esatte di questo spostamento. Espresse in dollari costanti, nel 1988 le riserve identificate in valute diverse dal dollaro si sono accresciute di \$54 miliardi, ossia di quasi un terzo, di cui \$48 miliardi vanno ascritti ai paesi al di fuori degli Stati Uniti. Poiché il totale delle disponibilità ufficiali in valuta di questi paesi risulta aumentato solo di circa \$35 miliardi, si può ritenere che nel 1988 le loro riserve in dollari siano diminuite all'incirca di \$10 miliardi.

Contrazione
delle disponibilità
ufficiali in dollari

In effetti, dopo l'aumento di \$22 miliardi nel 1987, i depositi bancari identificati in dollari detenuti dalle autorità monetarie ufficiali sull'euromercato si sono ridotti di \$9 miliardi. D'altra parte, l'incremento di \$39 miliardi nelle

attività ufficiali identificate in dollari detenute negli Stati Uniti, secondo i dati della bilancia dei pagamenti USA per il 1988, è stato non di molto inferiore a quello registrato nel 1987 (\$ 45 miliardi). Ciò sembrerebbe indicare che nel 1988 vi sia stato un ulteriore forte aumento delle disponibilità ufficiali in dollari. Tuttavia, le statistiche della bilancia dei pagamenti USA non permettono di trarre tale conclusione, in quanto individuano soltanto i fondi ufficiali collocati direttamente negli Stati Uniti. Pare che nel 1987 vi fossero stati massicci afflussi non identificati di fondi ufficiali negli Stati Uniti tramite banche e società di intermediazione mobiliare all'estero, e che questi flussi si siano in gran parte invertiti nel 1988. Questa sembra essere stata la principale causa del capovolgimento, per ben \$ 105 miliardi, nella posta residuale della tabella seguente, e precisamente da +\$ 61,3 miliardi nel 1987 a -\$ 43,4 miliardi nel 1988. Un'altra causa dell'ingente calo registrato da questa posta nel 1988 potrebbe risiedere in alcuni prelievi ufficiali non identificati sugli eurodepositi, nonché in vendite ufficiali di titoli in eurodollari. Una terza possibile spiegazione – riduzioni non identificate di attività ufficiali in monete diverse dal dollaro – sembra meno plausibile, in considerazione della forte tendenza generale al rialzo registrata lo scorso anno dalle disponibilità non in dollari.

In termini di dollari costanti, alle sole attività in marchi è imputabile ben più della metà dell'espansione identificata, pari a \$ 54 miliardi, nel volume complessivo delle riserve valutarie ufficiali denominate in valute diverse dal dollaro. L'aumento identificato di \$ 4,8 miliardi nel volume delle attività ufficiali in yen non è stato molto superiore a quello delle attività in franchi francesi (\$ 4,5 miliardi),

Forte espansione delle disponibilità ufficiali in marchi

Salidi delle partite correnti e variazioni stimate nelle riserve in valuta estera (esclusi gli effetti di cambio ¹) degli Stati Uniti					
Voci	1984	1985	1986	1987	1988
	in miliardi di dollari USA				
Disavanzo corrente USA	107,1	115,1	138,3	154,0	135,3
Variazioni nelle riserve non auree USA di cui:	1,2	8,3	5,4	-2,7	2,0
Riserve in valuta estera	1,1	4,5	1,1	-8,6	5,6
Variazioni nelle riserve in valuta estera degli altri paesi ² di cui:	32,0	11,7	31,4	166,9	34,7
Attività ufficiali identificate detenute negli Stati Uniti ³	2,4	-2,0	33,5	45,0	39,0
Riserve in dollari detenute al di fuori degli Stati Uniti ⁴	9,8	-4,7	- 1,2	21,9	- 8,9
Riserve in valute diverse dal dollaro ⁵	16,1	2,3	-15,0	38,7	48,0
Partite non classificate ⁶	3,7	16,1	14,1	61,3	-43,4

¹ Variazioni calcolate a tassi di cambio costanti (di fine periodo). ² Inclusi i dollari ceduti in contropartita di ECU. ³ Sulla base dei dati della bilancia dei pagamenti USA. ⁴ Depositi eurovalutari delle istituzioni monetarie ufficiali presso le banche dichiaranti alla BRI. Include i depositi della Cina presso queste banche. ⁵ Stime basate su dati FMI e BRI. ⁶ Incremento totale delle riserve valutarie non statunitensi, meno incremento delle riserve non in dollari dei paesi diversi dagli Stati Uniti, meno incremento delle riserve in dollari di questi paesi detenute al di fuori degli Stati Uniti, meno incremento delle loro riserve in dollari detenute negli Stati Uniti, sulla base delle statistiche della bilancia dei pagamenti USA.

L'andamento
delle riserve
ufficiali dei paesi
del Gruppo dei
Dieci nel primo
trimestre 1989

ma probabilmente questa cifra sottostima l'incremento effettivo. La forte crescita delle riserve ufficiali in marchi è solo in parte ascrivibile agli interventi a sostegno effettuati dagli Stati Uniti e dai paesi membri dello SME; essa rispecchia anche il desiderio di altri paesi di diversificare le proprie riserve valutarie.

Non sono ancora disponibili dati globali sull'andamento delle riserve per il primo trimestre 1989. Tuttavia, per quanto riguarda i paesi del Gruppo dei Dieci, le riserve non auree hanno subito una contrazione marginale, ossia di \$ 2,5 miliardi. La ragione principale di questo calo va ricercata nell'ulteriore apprezzamento del dollaro USA, che ha ridotto di circa \$ 9,5 miliardi il valore in dollari delle attività denominate in altre valute ed ha anche comportato diminuzioni nel valore in dollari delle attività ufficiali in ECU, delle disponibilità in DSP e delle posizioni di riserva sul FMI dei paesi del Gruppo dei Dieci. Per quanto concerne le riserve in valuta estera, sostanziali incrementi in termini di volume hanno più che compensato l'impatto negativo dei tassi di cambio. Complessivamente, il valore in dollari delle attività ufficiali in valuta dei paesi del Gruppo dei Dieci ha registrato un incremento di \$ 4,3 miliardi. Il valore in dollari delle sole riserve valutarie degli Stati Uniti è aumentato di \$ 2,9 miliardi per effetto dei massicci acquisti ufficiali USA a sostegno di altre valute. Le vendite ufficiali di dollari si sono anche rispecchiate in una contrazione delle riserve valutarie di Svizzera, Regno Unito e Germania, rispettivamente di \$ 2,2, 1,6 e 1,4 miliardi. Per contro, le riserve in valuta giapponesi si sono accresciute di \$ 2,3 miliardi per effetto dei proventi da interessi. Nell'ambito dello SME, si sono avuti sostanziali incrementi delle riserve in valuta in Italia (\$ 3 miliardi) e in Francia (\$ 0,8 miliardi). L'espansione di \$ 1,3 miliardi delle riserve valutarie del Belgio è essenzialmente dovuta alle vendite ufficiali di oro (pagina 197).

Limitata rilevanza
macroeconomica
delle ampie
fluttuazioni nella
crescita delle
riserve ufficiali

Negli ultimi anni si sono registrate forti fluttuazioni nel rapporto fra espansione della liquidità internazionale e crescita del commercio mondiale. Nel 1987 l'incremento del 40% nelle riserve globali era stato di gran lunga superiore alla crescita complessiva delle esportazioni e delle importazioni. Nel 1988 la situazione si è capovolta, in quanto l'aumento percentuale della liquidità internazionale ha rappresentato soltanto una frazione del contemporaneo aumento, del 14%, nel valore in dollari dell'interscambio mercantile mondiale. Quale significato si può attribuire a così ampie oscillazioni nell'espansione delle riserve? Trarne conclusioni di vasta portata potrebbe essere azzardato. La crescita delle riserve globali è piuttosto l'esito accidentale di decisioni nazionali concernenti i tassi di interesse, i tassi di cambio e la politica economica in generale, che non il risultato di un'esplicita strategia delle riserve. Per i paesi che detengono la quota più ampia del commercio mondiale, l'adequazione delle riserve non costituisce un problema; l'affidabilità creditizia di cui godono garantisce loro la possibilità di ottenere risorse liquide, ove necessario, mediante il ricorso ai mercati finanziari internazionali. E' pur vero che un gran numero di paesi in via di sviluppo soffre di un'inadeguatezza delle riserve, che può limitare la loro capacità di impegnarsi in programmi di riduzione del debito oppure può indurli a prendere iniziative di politica economica non ottimali. Ma anche in questi paesi la carenza di riserve non è di per sé una causa fondamentale, bensì piuttosto il sintomo di un malessere più profondo.

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 a 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 continuato a organizzare incontri periodici di funzionari delle banche centrali, dedicati a materie diverse. Essa ha ulteriormente assicurato i servizi di Segretariato per vari comitati e gruppi di esperti.

Il Comitato permanente per l'euromercato ha continuato a seguire regolarmente gli sviluppi dell'attività bancaria e finanziaria internazionale. In particolare, esso ha esaminato le questioni attinenti alla situazione debitoria internazionale e i recenti sviluppi nei centri bancari *offshore*. Inoltre, un gruppo di lavoro istituito dal Comitato ha analizzato talune questioni, connesse all'attività bancaria e ad altri aspetti finanziari, derivanti dalla creazione del mercato finanziario unico nell'ambito della Comunità Europea. La Banca ha altresì continuato a raccogliere, analizzare e distribuire dati statistici sull'evoluzione dei mercati bancari e finanziari internazionali.

Il Comitato per la regolamentazione bancaria e le procedure di vigilanza (Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria) ha proseguito la sua azione volta a incoraggiare la cooperazione nella vigilanza prudenziale dell'attività bancaria internazionale. Le proposte sull'adeguatezza patrimoniale, contenute in un documento distribuito a fini di consultazione nel dicembre 1987, sono state pubblicate in versione definitiva nel luglio 1988, con l'approvazione dei Governatori delle banche centrali, in un documento intitolato "Accordo internazionale sulla valutazione del patrimonio e sui coefficienti patrimoniali minimi". Da allora i paesi membri hanno proceduto a conformare le prescrizioni di vigilanza nazionali ai criteri stabiliti nell'Accordo. In molti paesi, fra cui quelli appartenenti alla Comunità Europea, i requisiti patrimoniali si applicheranno a tutte le istituzioni creditizie. Nell'ottobre scorso, in occasione della quinta Conferenza inter-

nazionale delle autorità di vigilanza bancaria, tenutasi a Tokyo, i rappresentanti di circa cento paesi ivi convenuti sono stati invitati a considerare l'adozione dei criteri statuiti nell'Accordo, e molti paesi esterni al Gruppo dei Dieci con importanti banche internazionali hanno già manifestato l'intenzione di assicurare la conformità delle proprie disposizioni di vigilanza ai nuovi requisiti, i quali godono ora di un riconoscimento su scala mondiale. Nel frattempo il Comitato sta esaminando le questioni connesse alla regolamentazione prudenziale dei rischi di cambio e di interesse, nonché di talune altre categorie di rischio. Nel gennaio 1989 il Comitato ha autorizzato la pubblicazione, da parte dei suoi membri, di una dichiarazione di principi sulla prevenzione dell'utilizzo a fini criminosi del sistema bancario, la quale è stata distribuita a numerosissime istituzioni creditizie di tutto il mondo.

Il Gruppo di esperti sui sistemi di pagamento ha continuato il suo regolare scambio di informazioni sugli sviluppi intervenuti in ciascuno dei paesi del Gruppo dei Dieci. Esso ha altresì completato la terza edizione del documento "Payment Systems in Eleven Developed Countries", che rispetto alle edizioni precedenti contiene una selezione assai più ampia di dati statistici. Inoltre, il Gruppo ha effettuato uno studio (pubblicato nel febbraio di quest'anno) dei vari sistemi di compensazione per le transazioni finanziarie internazionali, inteso come primo tentativo di valutare in che misura le strutture esistenti o progettate possano contribuire all'efficienza dei mercati finanziari e dei sistemi di pagamento internazionali e quali effetti esse possano avere sul rischio di credito e di liquidità.

In occasione delle sue riunioni periodiche, il Gruppo di esperti di informatica ha dedicato particolare attenzione ai problemi di sicurezza e alla preparazione del materiale di base per un'analisi dei cambiamenti intervenuti nelle banche centrali a seguito dell'adozione dei *personal computers* come quotidiano strumento di lavoro, specie per quanto concerne l'organizzazione delle mansioni, la distribuzione delle responsabilità e il controllo generale. Inoltre il Gruppo ha dedicato diverse riunioni speciali a talune questioni attinenti alla qualità del trattamento dei dati nelle banche centrali.

Il Gruppo di esperti sulle questioni relative alla banca dei dati monetari ed economici ha concentrato la propria attenzione sull'ulteriore sviluppo del servizio di banca dei dati per le banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e la BRI. Le istituzioni partecipanti hanno adottato nuove misure per migliorare la tempestività della trasmissione dei dati e sono stati avviati lavori preparatori presso la BRI per un graduale ampliamento del numero di serie statistiche, al fine di soddisfare le esigenze degli economisti e degli statistici del Gruppo. Allo scopo di tenere il passo con i progressi tecnologici realizzati presso le banche centrali sono state prese iniziative per elevare il livello delle strutture informative della BRI che servono da supporto ai collegamenti telematici con la banca dei dati.

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; un gruppo incaricato di esaminare periodi-

camente le politiche monetarie perseguite dai paesi membri, il loro coordinamento e le ripercussioni degli sviluppi nel campo della finanza pubblica.

Nell'esercizio 1988-89 una parte notevole dell'attività del Comitato dei Governatori, e conseguentemente dei suoi sottocomitati e gruppi di esperti, ha riguardato il funzionamento dello SME e il coordinamento delle politiche monetarie. Il Comitato ha applicato la nuova procedura di sorveglianza congiunta degli sviluppi a breve termine e delle politiche in campo economico e monetario, conformemente all'Accordo di Basilea-Nyborg¹. Questa procedura è concepita in modo da permettere la comune valutazione della situazione economica in atto e dell'azione di risposta appropriata sul piano delle politiche di cambio, di intervento valutario e di tasso di interesse. Inoltre, tale sorveglianza congiunta (che si incentra sugli aspetti di breve periodo) è stata integrata da approfondite analisi della formulazione e conduzione delle politiche monetarie nella CEE. Queste analisi mirano a realizzare un approccio coordinato che contribuisca a ridurre i divari fra i paesi comunitari in termini di prezzi e di posizioni esterne.

Al Consiglio dei Governatori del FECoM è stata sottoposta la richiesta, da parte della Banca Nazionale Svizzera e della Banca Centrale di Malta, di essere ammesse a godere dello status di Altri Detentori di ECU ufficiali; tali richieste sono state accolte dal Consiglio dei Governatori del FECoM in occasione delle riunioni rispettivamente del febbraio e del marzo 1989. La designazione di queste due banche centrali porta a tre il numero degli Altri Detentori di ECU ufficiali, in quanto la BRI aveva ottenuto tale status nel gennaio 1986.

Fra il luglio 1988 e l'aprile 1989 il Comitato per lo studio dell'Unione economica e monetaria nella Comunità Europea ha tenuto tutte le sue riunioni, salvo una, presso la Banca. Tale Comitato, istituito nel giugno 1988 dal Consiglio europeo, è stato presieduto dal Signor Jacques Delors, Presidente della Commissione delle Comunità Europee. Fra i suoi diciassette membri figurano i Governatori di tutte le banche centrali della CEE (che vi hanno partecipato a titolo personale) e altre cinque personalità, fra cui il Direttore Generale della BRI. Nel Capitolo VII è riportata una sintesi del rapporto presentato dal Comitato.

2. Le funzioni di Agente e di Fiduciario

Durante lo scorso anno la Banca ha continuato a svolgere diverse funzioni in qualità di Agente connesse a regolamenti finanziari internazionali.

a) 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 1973². 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 1988 al 31 marzo 1989 gli interventi compiuti dalle banche centrali dello SME nelle valute di altri paesi membri non hanno dato luogo a operazioni di finanziamento o di regolamento per il tramite del FECoM.

¹ Per la descrizione del contenuto di questo Accordo, si veda la cinquantottesima Relazione Annuale, pagina 210.

² Per una descrizione della struttura e delle funzioni del Fondo, si veda la cinquantaquattresima Relazione Annuale, pagine 175-178.

Il volume di ECU emessi dal FECoM attraverso le operazioni trimestrali di *swap* con ciascuna delle banche centrali comunitarie è sceso da ECU 54,6 miliardi al 1° aprile 1988 a ECU 52,7 miliardi al 31 marzo 1989. Questa contrazione di quasi ECU 2 miliardi nel corso dell'anno è dovuta principalmente al ribasso del prezzo in ECU dell'oro, mentre il calo delle contribuzioni in dollari USA delle banche centrali della CEE è stato quasi interamente compensato dal rialzo del tasso di cambio del dollaro USA rispetto all'ECU. L'Istituto Monetario Lussemburghese partecipa dal gennaio 1989 al meccanismo di creazione di ECU.

I trasferimenti di ECU tra i conti "riserve in ECU" delle banche centrali CEE sono ammontati a circa ECU 0,6 miliardi nel periodo sotto rassegna; essi sono principalmente riferibili a un'operazione di riacquisto di ECU da parte di una banca centrale al fine di regolare la propria posizione debitoria netta in ECU; per il resto i trasferimenti sono consistiti in versamenti di interessi sulle posizioni nette in ECU.

Per quanto concerne le operazioni finanziarie attive e passive della Comunità ai sensi del Regolamento del Consiglio (CEE) N. 1969/88¹, 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 al rimborso integrale, alla data di scadenza finale del 29 agosto 1988, del prestito comunitario per \$ USA 240 milioni – sotto forma di *notes* al portatore 1985–88, al 9¼% annuo – e del corrispondente credito accordato alla Francia.

La tabella che segue riporta, alla data del 31 marzo 1989, il totale in essere delle operazioni finanziarie attive e passive della Comunità.

Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1989					
Paesi mutuatari	Dollari USA	Marchi tedeschi	Franchi svizzeri	Yen	ECU
	in milioni				
Francia	350				70
Grecia	400	830	227	25.000	700
Totale	750	830	227	25.000	770

*b) Agente del sistema di compensazione
e di regolamento delle operazioni in ECU privati*

Nel corso dell'anno la Banca ha continuato a espletare le sue funzioni di Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle transazioni in ECU privati, in conformità dell'accordo stipulato il 30 aprile 1987 con l'Associazione bancaria per l'ECU (ABE)².

¹ Con decorrenza dal 24 giugno 1988, questo Regolamento ha sostituito il Regolamento (CEE) N 682/81 del 16 marzo 1981, che in precedenza aveva costituito la base giuridica dell'attività del FECoM inerente alle operazioni finanziarie attive e passive della Comunità.

² Per una descrizione della struttura e del funzionamento del sistema di compensazione, si veda la cinquantaseiesima Relazione Annuale, pagina 184.

Dal maggio 1987 il sistema è stato aperto alla partecipazione di nuovi istituti bancari membri dell'Associazione i quali, dopo averne fatto formalmente richiesta, hanno ottenuto dall'ABE la designazione di banche di compensazione. Dal luglio 1987 al marzo 1988 il numero delle nuove banche entrate a far parte del sistema è stato di circa tre al mese; nel novembre 1988 se ne sono aggiunte altre tre, portando il totale delle banche partecipanti a trentatré alla data del 31 marzo 1989, rispetto ad un numero iniziale di sette nel 1986.

3. Assistenza finanziaria alle banche centrali

In aggiunta alla normale attività bancaria, durante l'ultimo esercizio la Banca ha contribuito a tre crediti di prefinanziamento annunciati pubblicamente:

a) nel giugno 1988 la BRI ha preso parte a una linea di credito per \$ 250 milioni a favore della Banca Nazionale di Jugoslavia. La quota messa a disposizione dalla BRI ammontava a \$ USA 200 milioni ed era assistita dalla garanzia di undici banche centrali partecipanti; i rimanenti \$ USA 50 milioni sono stati forniti mediante una facilitazione parallela accordata dal Tesoro USA. La linea di credito veniva a scadenza a fine novembre 1988.

Nel porre in essere questa facilitazione è stato tenuto conto del finanziamento previsto nel quadro di un accordo *standby* con il FMI e di un prestito per l'aggiustamento strutturale della Banca Mondiale.

L'intera linea di credito è stata utilizzata il 15 giugno 1988. Un primo rimborso è stato effettuato all'inizio di luglio; il saldo è stato rimborsato a fine settembre e la facilitazione è stata estinta, su richiesta della Banca Nazionale di Jugoslavia, con due mesi di anticipo sulla data di scadenza originaria.

b) Nel luglio 1988 sono state concordate linee di credito a breve termine per un totale di \$ USA 500 milioni a favore del Banco Central do Brasil, a titolo di prefinanziamento in vista dell'attivazione di un credito *standby* concesso dal FMI. Il finanziamento è stato fornito dalla BRI e dal Tesoro USA in quote uguali di \$ USA 250 milioni ciascuna; la contribuzione della BRI era assistita dalla garanzia di dieci banche centrali partecipanti.

Un importo di \$ USA 465 milioni è stato attinto in parti uguali sulla facilitazione BRI e su quella del Tesoro USA il 29 luglio 1988, e rimborsato interamente il 26 agosto 1988. Non vi sono stati ulteriori utilizzi a valere sulle due facilitazioni in questione, che si sono estinte il 30 dicembre 1988.

c) Nell'ottobre 1988 è stata concordata una linea di credito a breve termine a favore del Banco Central de la República Argentina per un importo di \$ USA 500 milioni, di cui \$ USA 190,5 milioni sono stati forniti dalla BRI con la garanzia di dieci banche centrali partecipanti, \$ USA 265 milioni dal Tesoro USA e \$ USA 44,5 milioni dalla "Kreditanstalt für Wiederaufbau" della Repubblica Federale di Germania. Questa facilitazione doveva essere messa a disposizione in una serie di *tranches* a titolo di prefinanziamento di due prestiti settoriali della Banca Mondiale per un ammontare di \$ USA 500 milioni, la cui erogazione in *tranches* separate doveva avvenire non oltre il 28 febbraio 1989. La prima *tranche*

del prefinanziamento, per un importo di \$ USA 150 milioni, è stata resa disponibile il 22 novembre 1988. Il rimborso è iniziato il giorno successivo, in concomitanza con la prima erogazione di fondi della Banca Mondiale. Le altre *tranches* non sono state utilizzate e le linee di credito si sono estinte, con il rimborso di tutti i prelievi, il 28 febbraio 1989.

4. Operazioni del Dipartimento bancario

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1989, certificati dai revisori dei conti, sono riportati alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro*.

Alla fine dell'esercizio finanziario 1988-89, chiuso al 31 marzo 1989, il totale di bilancio ammontava a

F. oro 42.233.811.401

contro, al 31 marzo 1988

F. oro 38.150.580.292

L'aumento è stato quindi di

F. oro 4.083.231.109

ossia dell'11%, ma sarebbe stato sensibilmente maggiore se non fosse intervenuto un deprezzamento, in termini di franchi oro, delle monete diverse dal dollaro USA. L'espansione del totale di bilancio della Banca va quindi interamente ascritta a un ulteriore incremento delle risorse, per la maggior parte in valuta, ma anche in oro. Questo aumento ha portato il totale di bilancio al 31 marzo 1989 al livello più alto mai registrato al termine di un esercizio.

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
1985	22.852	+1.576	+ 7
1986	26.558	+3.706	+16
1987	29.944	+3.386	+13
1988	38.151	+8.207	+27
1989	42.234	+4.083	+11

Nel Bilancio non sono compresi:

- gli effetti e gli altri titoli detenuti in custodia per conto di banche centrali e di altri depositanti;
- 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 al 31 marzo 1989 ammontava all'equivalente di 1.238 milioni di franchi oro, con un leggero aumento rispetto alla fine del precedente esercizio, quando questa posta ammontava a 1.225 milioni di franchi oro.

* 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 delle risorse negli ultimi cinque esercizi (dopo la ripartizione dell'utile netto di 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			
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
1989	1.404	39.875	955	42.234

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 1988-89 F. oro 600.816.157

contro 576,3 milioni di franchi oro al 31 marzo 1988; la differenza di 24,5 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 1988-89 F. oro 35.530.055

contro 31,5 milioni di franchi oro al 31 marzo 1988. In conformità delle disposizioni dell'articolo 51(4) dello Statuto, è stato proposto di trasferire a questo Fondo un ammontare di 4 milioni di franchi oro dall'utile netto dell'esercizio.

4) Fondo di riserva libero
dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1988-89 F. oro 442.066.872

contro 401,5 milioni di franchi oro al 31 marzo 1988. È stato proposto di trasferire a questo Fondo, sempre dall'utile netto, un ammontare di 40,5 milioni di franchi oro.

Le riserve totali della Banca, dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1988-89, ammontano pertanto a F. oro 1.108.483.397

Le riserve erano salite a 1.039,5 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio precedente; esse hanno quindi registrato un incremento di 69 milioni.

B. Fondi ricevuti in prestito

Le tabelle che seguono indicano l'origine, la natura e la scadenza delle risorse finanziarie ricevute dalla Banca.

BRI: origine delle risorse finanziarie esterne			
Origine	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1988	1989	
	in milioni di franchi oro		
Depositi di banche centrali	34.507	38.385	+ 3.878
Depositi di altri depositanti	1.151	1.490	+ 339
Totale	35.658	39.875	+ 4.217

L'aumento delle risorse è attribuibile per la maggior parte a un'ulteriore crescita, dell'11,2%, nel volume dei "Depositi di banche centrali"; va tuttavia notato che questa posta aveva registrato un'espansione ancora maggiore nell'esercizio 1987-88, allorché era aumentata del 31,6%.

Dopo la flessione dell'esercizio precedente, anche i "Depositi di altri depositanti" hanno registrato un aumento dovuto ai nuovi fondi affluiti da varie organizzazioni internazionali.

La quota dei "Depositi di banche centrali" sulle risorse totali è stata del 96,3% e quella dei "Depositi di altri depositanti" solo del 3,7%. Al 31 marzo 1988, le rispettive quote erano del 96,8 e del 3,2%.

BRI: natura e scadenza delle risorse finanziarie esterne									
Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valute			Totale		
	esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		variazione	esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		variazione	esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		variazione
	1988	1989		1988	1989		1988	1989	
	in milioni di franchi oro								
A vista	4.466	4.654	+ 188	2.240	2.885	+ 645	6.706	7.539	+ 833
Fino a tre mesi	8	21	+ 13	27.125	30.523	+ 3.398	27.133	30.544	+ 3.411
A oltre tre mesi	—	—	—	1.819	1.792	— 27	1.819	1.792	— 27
Totale	4.474	4.675	+ 201	31.184	35.200	+ 4.016	35.658	39.875	+ 4.217

Sia le risorse in oro che quelle in valuta si sono accresciute nell'ultimo esercizio. L'esame delle varie categorie di depositi mostra che l'aumento delle risorse in oro ha interessato principalmente i depositi a vista, mentre tra i depositi in valuta la variazione più pronunciata è stata registrata dai depositi con vita residua fino a tre mesi.

Tuttavia la quota dei depositi in oro sul totale dei fondi ricevuti in prestito è scesa dal 12,5% al 31 marzo 1988 all'11,7%, mentre quella dei depositi in valuta è salita dall'87,5 all'88,3%.

In termini di scadenza, i depositi a vista rappresentano il 18,9% del totale dei depositi, contro il 18,8% al 31 marzo 1988, e i depositi fino a tre mesi il 76,6%, contro il 76,1%; i depositi a oltre tre mesi, d'altra parte, ammontano solo al 4,5%, a fronte del 5,1%. Vi è stata quindi una leggera tendenza all'accorciamento delle scadenze dei depositi ricevuti.

a) *Depositi in oro* F. oro 4.674.850.242

contro 4.474 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio 1987-88, con un aumento di 201 milioni che va principalmente ascritto all'incremento dei depositi a vista in oro.

b) *Depositi in valuta* F. oro 35.199.968.115

contro 31.184 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio precedente. L'aumento di 4.016 milioni di franchi oro, ossia del 12,9%, è dovuto in gran parte all'espansione delle risorse in marchi tedeschi e in dollari USA; esso va integralmente ascritto ai depositi a vista e fino a tre mesi, mentre i depositi a più lunga scadenza hanno registrato una leggera flessione.

C. *Altre passività*

a) *Sistema previdenziale del personale* F. oro 106.004.887

contro 116 milioni di franchi oro al 31 marzo 1988. L'ammontare in franchi svizzeri di questa voce, che rappresenta le passività della Banca a titolo di pensioni per il personale, è aumentato durante l'esercizio. L'equivalente in franchi oro è tuttavia diminuito, a causa delle variazioni di cambio.

b) *Partite varie* F. oro 822.916.020

contro 1.011 milioni di franchi oro al 31 marzo 1988.

La contrazione di questa voce va attribuita anche al calo del valore in franchi oro delle poste denominate in monete diverse dal dollaro USA.

c) *Dividendo pagabile il 1° luglio 1989* F. oro 25.885.615

E' stato proposto di accantonare questo importo dall'utile netto per l'esercizio 1988-89 a fronte di un dividendo di 175 franchi svizzeri per azione (rimasto invariato rispetto al 1988). L'ammontare di 25,9 milioni di franchi oro si raffronta a quello di 30,9 milioni trasferito nel 1988 dall'utile netto dell'esercizio 1987-88 a titolo di dividendo pagabile il 1° luglio 1988. La contrazione di 5 milioni di franchi oro è esclusivamente dovuta al deprezzamento del franco svizzero in termini di franchi oro.

Il Conto profitti e perdite per l'esercizio 1988-89, prima della ripartizione, presenta un utile netto di 94.885.615 franchi oro. I particolari della ripartizione proposta, in conformità delle disposizioni dell'articolo 51 dello Statuto, sono riportati nel paragrafo 5 di questo capitolo.

Attivo (impiego delle risorse)

La tabella che segue fornisce la composizione delle principali attività della Banca in base alla loro natura.

BRI: evoluzione degli impieghi e di altre attività						
Tipi di attività	Esercizi chiusi al 31 marzo				Variazione	
	1988		1989			
	in milioni di franchi oro					
Attività a vista						
Oro	4.981		5.175		+ 194	
Valute	15	4.996	15	5.190	-	+ 194
Buoni del Tesoro		1.952		2.057		+ 105
Depositi vincolati e anticipazioni						
Oro	145		210		+ 65	
Valute	26.888	27.033	29.824	30.034	+ 2.936	+ 3.001
Titoli di Stato e altri titoli		4.165		4.938		+ 773
Partite varie		5		15		+ 10
Totale						
Oro	5.126		5.385		+ 259	
Valute	33.025	38.151	36.849	42.234	+ 3.824	+ 4.083

a) Oro F. oro 5.175.422.171

rispetto a 4.981 milioni di franchi oro al 31 marzo 1988. L'incremento di 194 milioni di franchi oro rappresenta la differenza fra le nuove risorse in oro affluite dalle banche centrali e l'aumento degli impieghi di oro sul mercato.

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F. oro 14.942.077

Questa posta è rimasta sostanzialmente invariata rispetto all'esercizio precedente.

c) Buoni del Tesoro F. oro 2.056.603.526

contro 1.952 milioni di franchi oro al 31 marzo 1988.

Questa posta ha segnato un leggero aumento nell'esercizio 1988-89; la sua struttura si è modificata in seguito ad acquisti e vendite di buoni del Tesoro effettuati su vari mercati.

d) Depositi vincolati e anticipazioni F. oro 30.033.872.116

rispetto a 27.033 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio, con un aumento di 3.001 milioni. E' soprattutto nella variazione di questa posta che si è rispecchiato l'incremento delle risorse in valuta. Come alla fine del precedente esercizio, questi impieghi sono stati effettuati prevalentemente in dollari USA e in marchi tedeschi.

Va menzionato che nei primi mesi dell'esercizio il Fondo Monetario Internazionale ha rimborsato il saldo della linea di credito per DSP 2.505 milioni accordatagli dalla Banca nel 1984.

e) *Titoli di Stato e altri titoli*

F. oro 4.937.840.670

contro i 4.165 milioni al 31 marzo 1988 con un incremento di 773 milioni di franchi oro. Questa posta è costituita da titoli del settore pubblico e privato acquistati su vari mercati.

La seguente tabella fornisce la composizione in base alla vita residua degli impieghi sotto forma di "Depositi vincolati e anticipazioni" (in valuta e in oro) e di "Titoli di Stato e altri titoli".

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
	1988	1989	
	in milioni di franchi oro		
Fino a tre mesi	26.385	29.886	+ 3.501
A oltre tre mesi	4.813	5.086	+ 273
Totale	31.198	34.972	+ 3.774

La quota degli impieghi fino a tre mesi è salita leggermente, passando dall'84,6% al 31 marzo 1988 all'85,5%, mentre gli impieghi con vita residua superiore a tre mesi sono scesi al 14,5%, rispetto al 15,4% alla fine dell'esercizio precedente.

f) *Partite varie*

F. oro 15.130.841

rispetto a 5 milioni di franchi oro al 31 marzo 1988.

Operazioni a termine in oro

Queste operazioni, il cui volume è indicato nella nota 2 in calce al Bilancio, hanno registrato un saldo negativo di F. oro 48.252.871 rispetto a un saldo positivo di 10 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio precedente.

Il capovolgimento di segno di questa posta è dovuto alla conclusione di nuove operazioni comportanti un rimborso di oro alla scadenza da parte della Banca.

5. Ripartizione dell'utile netto

I conti relativi al cinquantanovesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1989, presentano un risultato netto di gestione di 106.213.792 franchi oro, a fronte di 118.901.393 franchi oro per l'esercizio precedente. I principali fattori all'origine della diminuzione dell'eccedenza per l'esercizio sotto rassegna sono stati il restringimento dei margini di intermediazione della Banca sui fondi ricevuti in prestito e l'assenza di plusvalenze di capitale derivanti dalla negoziazione di titoli.

Il risultato di gestione è al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 30.135.891 franchi oro. Il moderato aumento rispetto all'importo di 28.821.525 franchi oro dell'esercizio precedente rispecchia la flessione, nel corso dell'esercizio, 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 di fatto aumentate di quasi l'11%.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 828.177 franchi oro all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e di integrare – mediante un ulteriore trasferimento di 10.500.000 franchi oro – l'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature, la cui principale destinazione è quella di coprire il costo di progetti in corso che comportano spese in immobilizzazioni tecniche. Dedotti questi trasferimenti, l'utile netto ammonta a 94.885.615 franchi oro, contro 95.937.052 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 94.885.615 franchi oro nel modo seguente:

- un importo di 25.885.615 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 175 franchi svizzeri per azione;
- un importo di 24.463.364 franchi oro al Fondo di riserva generale*;
- un importo di 4.000.000 franchi oro al Fondo speciale di riserva per i dividendi; e
- un importo di 40.536.636 franchi oro, che rappresenta il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo verrà pagato il 1° luglio 1989 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1989.

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 1989 e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei revisori Price Waterhouse & Co. è riportata in calce al Bilancio.

* L'attribuzione prevista al Fondo di riserva generale è conforme alle disposizioni dell'articolo 51(3) dello Statuto, in cui si prevede che il 40% degli utili netti annui residui, dopo il pagamento del dividendo, sia attribuito al Fondo di riserva generale fino a che questo non abbia raggiunto il doppio del capitale versato, e successivamente il 30% dell'utile netto fino a che il Fondo stesso non abbia raggiunto il triplo del capitale versato.

6. I cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione

Nella seduta del Consiglio tenutasi il 13 settembre 1988 il Presidente ha annunciato che Lord Richardson of Duntisbourne aveva deciso di rassegnare le dimissioni dalla carica di Vice Presidente del Consiglio il 27 novembre 1988, alla scadenza del suo mandato triennale. Il Presidente ha espresso a Lord Richardson la profonda gratitudine del Consiglio per l'inestimabile contributo e i saggi consigli forniti durante tale periodo. Nel corso della stessa seduta il Prof. Paolo Baffi è stato eletto Vice Presidente del Consiglio per un periodo di tre anni che si concluderà il 27 novembre 1991.

Sempre in occasione della seduta di settembre, il Presidente ha comunicato che il Signor Georges Janson era in procinto di lasciare la Banca Nazionale del Belgio e, di conseguenza, la carica di Sostituto del Signor Godeaux, Governatore della Banca Nazionale del Belgio. Il Presidente ha espresso l'apprezzamento della Banca per i preziosissimi servizi resi dal Signor Janson durante un periodo senza precedenti di diciassette anni e mezzo di permanenza in carica.

Nella successiva seduta del Consiglio, tenutasi l'8 novembre 1988, il Presidente ha informato il Consiglio che il Signor Godeaux aveva designato il Signor Jean-Jacques Rey, in luogo del Signor Janson, a esercitare le funzioni di suo Sostituto.

Nel corso della stessa seduta, il Signor Bernard Clappier, il cui mandato in qualità di Consigliere veniva a scadere il 27 novembre 1988, è stato riconfermato nell'incarico dal Signor de Larosière, Governatore della Banca di Francia, in base all'articolo 27(2) dello Statuto, per un ulteriore periodo di tre anni terminante il 27 novembre 1991.

Parimenti nella seduta di novembre, il Presidente ha informato il Consiglio che il Dott. Ciampi, Governatore della Banca d'Italia, aveva designato il Dott. Carlo Santini, in luogo del Dott. Masera, a esercitare le funzioni di suo Sostituto in assenza del Dott. Dini. Il Presidente ha espresso l'apprezzamento della Banca per i preziosi servizi resi dal Dott. Masera.

Nella seduta del 14 febbraio 1989 il Presidente ha informato il Consiglio che il Signor Leigh-Pemberton, Governatore della Banca d'Inghilterra, aveva designato il Signor A.D. Crockett, in luogo del Signor Loehnis, a esercitare le funzioni di suo Sostituto. Il Presidente ha ringraziato il Signor Loehnis per gli eminenti servizi resi durante i nove anni della sua permanenza in carica.

Il Dott. Markus Lusser, Presidente della Direzione Generale della Banca Nazionale Svizzera, il cui mandato in qualità di Consigliere giungeva a scadenza il 31 marzo 1989, è stato riconfermato nell'incarico, in base all'articolo 27(3) dello Statuto, nel corso della seduta del Consiglio svoltasi il 14 marzo 1989, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 31 marzo 1992.

Il Dott. J.B. Schöllhorn ha rassegnato le dimissioni dalla carica di Consigliere alla fine di aprile del 1989. Nel corso della seduta dell'11 aprile 1989 il Presidente gli ha tributato un caloroso omaggio per gli importanti servizi resi alla Banca durante un periodo di oltre tredici anni.

Nella stessa seduta il Presidente ha annunciato che il Signor Pöhl, Presidente della Deutsche Bundesbank, aveva designato il Prof. Dott. Leonhard Gleske alla successione del Dott. Schöllhorn nella carica di Consigliere, con

decorrenza dal 1° maggio 1989. Questa nomina è stata effettuata in base agli articoli 27(2) e 28 dello Statuto per il restante periodo del mandato del Dott. Schöllhorn, che si concluderà il 31 dicembre 1990. Sempre nella stessa seduta il Presidente ha informato il Consiglio che il Signor Pöhl aveva designato il Dott. Wolfgang Rieke, in luogo del Prof. Gleske, a esercitare le funzioni di suo Sostituto con decorrenza dal 1° maggio 1989.

Il 31 luglio 1988 il Signor J. Mix, Direttore Supplente del Dipartimento Bancario e il 28 febbraio 1989 il Signor K.J. Kearney, Condirettore del Segretariato Generale, hanno lasciato la Banca dopo un periodo rispettivamente di quasi ventidue e di oltre diciassette anni di apprezzato servizio.

Nella seduta del Consiglio del 14 marzo 1989 il Presidente ha annunciato che la Banca aveva deciso di promuovere, con decorrenza dal 1° aprile 1989, il Prof. Dott. Mario Giovanoli al grado di Direttore Supplente, e il Signor Jean-Marc Andreoli al grado di Condirettore. Il Prof. Giovanoli è stato anche nominato Consigliere Giuridico con decorrenza dalla stessa data.

La Banca ha appreso con profondo cordoglio la notizia della scomparsa del Signor Guillaume Guindey l'11 marzo 1989. Il Signor Guindey aveva ricoperto la carica di Direttore Generale della Banca dall'ottobre 1958 all'aprile 1963.

Conclusioni

Di recente, in alcune delle aree esaminate in questa Relazione le prospettive si sono un poco offuscate. Ciò è reso manifesto dal fatto che gli andamenti per l'insieme del 1988 appaiono più confortanti dei dati per il solo secondo semestre dell'anno e, in modo particolare, di quelli relativi ai primi tre mesi del 1989. Questo è senz'altro vero per la dinamica dei prezzi in quasi tutti i paesi, ma vale anche in certa misura per il processo di aggiustamento degli squilibri fra le maggiori economie industriali. E' meno chiaro invece se si debbano giudicare in questi stessi termini il coordinamento internazionale delle politiche e la strategia comune nei riguardi dell'assetto dei tassi di cambio. Le prospettive in merito a tali questioni fra loro strettamente connesse richiedono qui una valutazione conclusiva, così come il problema del debito, dove è possibile scorgere elementi incoraggianti, ma per il quale è ora essenziale un'azione concertata se si vuole conseguire un qualche progresso.

Dalla primavera del 1988 i tassi di interesse a breve nei sette maggiori paesi industriali hanno subito rialzi che vanno fino a 5 punti percentuali; il provvedimento più recente in questo senso è stato preso in Germania nell'aprile scorso. E' evidente che le autorità monetarie di molti paesi sono ora poste dinanzi alla scelta, difficile e cruciale, fra un'ulteriore restrizione e un temporeggiamento che consenta di accertare l'efficacia dell'azione già intrapresa. Da un lato, vi è il rischio di un eccesso di correzione tale da soffocare una crescita economica che mostra segni di perdurante vigore, ora che il ruolo di principale fattore propulsivo è stato finalmente assunto dagli investimenti delle imprese (il migliore ingrediente che un processo di sviluppo possa avere), cresciuti nel 1988 di oltre il 10% in termini reali. Dall'altro, desiderando evitare l'errore di una iperreaione nella fase espansiva del ciclo così come in quella recessiva, che fu caratteristico delle politiche di regolazione fine della domanda del tipo "stop-go", le autorità potrebbero confidare nel fatto che questa volta non hanno indugiato troppo prima di porre in atto un inasprimento delle politiche, e possono quindi attendere senza pericolo che se ne concretizzino gli effetti con i consueti "lunghi e variabili" sfasamenti temporali.

Quali sono i rischi che comporta una scelta errata nell'uno o nell'altro senso? Il pericolo di soffocare la crescita dipende in ampia misura dalla solidità di fondo delle economie industriali. In diversi paesi vari elementi indicano che tale solidità si è accresciuta: la redditività delle imprese è ritornata in complesso a livelli non più osservati fin dai primi anni settanta; sono stati realizzati alcuni aggiustamenti strutturali; i più bassi saggi di inflazione hanno aumentato l'efficienza dei meccanismi di mercato. Si può sperare che tutto ciò abbia reso più flessibile la risposta dei prezzi all'azione restrittiva, riducendo così il pericolo di una ipercorrezione in termini reali. In ogni caso, la dimensione temporale dei

rischi – e questo potrebbe essere il punto cruciale – pare essere differente. Qualora le autorità dovessero adottare una tattica temporeggiatrice che si dimostrasse in seguito errata, verrebbero pregiudicati i successi conseguiti nel ricondurre l'inflazione a livelli che non hanno riscontro negli ultimi vent'anni. Questo è un risultato in cui pochi avevano continuato a sperare e al quale non sarebbe stato possibile pervenire senza il concorso di talune circostanze fortuite. Molti hanno nutrito persistenti dubbi sulla possibilità di preservare tale conquista. Certo è che se essa dovesse andare perduta, potrebbe passare lungo tempo prima che si presenti nuovamente l'opportunità di ripristinare lo stesso grado di stabilità dei prezzi.

Il descrivere l'attuale problema dell'inflazione in termini siffatti potrebbe apparire come un'eccessiva drammatizzazione. Dopo tutto, l'accelerazione della dinamica dei prezzi è stata finora modesta – meno di un punto percentuale tra la fine del 1987 e il primo trimestre di quest'anno – e non tutti i dati più recenti sono sfavorevoli. Quasi certamente non vi è alcuna ondata inflazionistica che stia per investire i paesi industriali, né questi stanno per ricadere nella situazione di ristagno degli anni settanta. La questione, tuttavia, è di sapere in quale direzione ci stiamo muovendo. I segnali di pericolo sono osservabili ovunque, con l'eccezione forse del Giappone (sempreché non si considerino tali i prezzi delle attività finanziarie). Tutti i paesi industriali sanno per esperienza quanto sia insidiosa la china su cui essi stanno forse avviandosi. I benefici della stabilità dei prezzi in termini di crescita economica e di occupazione sono considerevoli, e altrettanto lo sono i costi della disinflazione. L'unico modo per godere dei benefici senza dover pagare i costi è che la stabilità dei prezzi, una volta conseguita, venga mantenuta.

E' chiedere troppo alla politica monetaria nelle attuali circostanze? Le autorità non soltanto hanno incontrato problemi con gli indicatori monetari in conseguenza della globalizzazione dei mercati finanziari, dell'innovazione e della deregolamentazione; ma per giunta, nei paesi minori e anche in alcune economie non di secondaria importanza, esse hanno dovuto impegnarsi per rispettare gli obiettivi di tasso di cambio, in particolare nell'ambito dello SME. Questi problemi sono qui di seguito esaminati nell'ordine.

In primo luogo, pare essere diventato meno acuto il problema connesso agli indicatori monetari, in quanto nella maggior parte dei paesi le diverse misure tendono ora a muoversi in direzioni analoghe, e le distorsioni derivanti dagli spostamenti fra le diverse categorie di attività per effetto dell'innovazione finanziaria si sono fatte meno marcate. Inoltre, gli elevati tassi di espansione monetaria in molti paesi sono stati in realtà seguiti da una maggiore crescita economica e, in ultimo, da un incremento dell'inflazione. Di recente si è molto insistito sul fatto che i rialzi dei tassi di interesse sono essi stessi rispecchiati nei tassi di inflazione dei prezzi al consumo così come misurati in alcuni paesi, e che quindi un innalzamento del costo del denaro può apparire controproducente come strumento per combattere l'inflazione, per lo meno nel breve periodo. Ma non vi è altro modo per rendere più restrittiva la politica monetaria se non quello di far salire i tassi di interesse a livelli tali da incidere sul comportamento degli operatori economici, indipendentemente da quelli che possono essere gli obiettivi intermedi assunti dalle autorità per guidare la propria azione e per

valutare l'adeguatezza dell'indirizzo seguito. Qualora le banche centrali dovessero giungere alla conclusione che occorre intensificare la manovra restrittiva, esse non disporrebbero che di questo strumento.

Per quanto concerne il secondo dei due problemi enunciati – ossia il fatto che la politica monetaria sia stata chiaramente impegnata, quanto meno in alcuni paesi, nella difesa del tasso di cambio – non vi sono attualmente concrete indicazioni che ciò stia creando per le autorità una situazione di conflitto con l'obiettivo interno di mantenere sotto controllo le spinte inflazionistiche. Laddove un conflitto esiste, esso si presenta piuttosto in termini inversi: l'orientamento antinflazionistico, che trova espressione negli elevati tassi di interesse, oltretutto rallentare l'espansione monetaria interna ha contribuito a far muovere i tassi di cambio nella direzione atta a rinforzare l'effetto calmieratore sui prezzi, com'è dato osservare con particolare chiarezza in un certo numero di paesi europei. Tuttavia, il risultante assetto dei tassi di cambio può creare problemi per quanto riguarda il ripristino dell'equilibrio esterno nei paesi medesimi.

In un contesto più ampio, problemi analoghi sono sorti a riguardo della continuazione del processo di aggiustamento internazionale. A prima vista si può affermare che il coordinamento internazionale delle politiche ha raggiunto ciò che si prefiggeva. L'obiettivo comune fissato con l'Accordo del Louvre del febbraio 1987, ribadito nel dicembre di quello stesso anno e in ogni successivo incontro del Gruppo dei Sette, era quello di stabilizzare i tassi di cambio nominali attorno ai livelli correnti. Questo obiettivo è stato realizzato in misura considerevole, anche se la recente sostenutezza del dollaro dà senz'altro adito a preoccupazione. La variabilità giornaliera dei tassi di cambio è sensibilmente diminuita, e ancor più notevole è la misura in cui si è ridotta l'escursione delle oscillazioni dei cambi.

La stabilizzazione dei tassi di cambio nominali mediante gli interventi sul mercato valutario e il coordinamento delle politiche macroeconomiche era tuttavia concepita come parte integrante di una più vasta strategia volta a ridurre gli enormi squilibri esterni di parte corrente fra i maggiori paesi industriali. Vi era il timore che senza un loro significativo ridimensionamento, tali squilibri avrebbero potuto avere ripercussioni indesiderabili non soltanto sulle politiche commerciali, ma anche sui mercati finanziari, qualora questi non avessero la volontà o la capacità di assorbire gli effetti cumulativi di ingenti posizioni creditorie e debitorie; dopo tutto, nei mercati finanziari vi erano stati in passato sconvolgimenti la cui genesi corrisponde a questa descrizione. Mentre si può affermare che abbia avuto successo l'azione diretta a conseguire una maggiore stabilità dei tassi di cambio, chiaramente non si può dire altrettanto della più vasta strategia di cui tale azione era parte. Il processo di aggiustamento, che pareva decisamente avviato nel primo semestre del 1988, allorché le esportazioni statunitensi stavano rapidamente crescendo, si muove a passi incerti ormai da tre trimestri. Ciò induce a chiedersi se sia necessario un ripensamento della strategia comune oppure se vi sono valide ragioni per temperare i precedenti timori a riguardo degli squilibri.

Quali sono gli argomenti portati a sostegno della tesi secondo cui squilibri anche ampi nei pagamenti correnti richiederebbero un'attenzione limitata o addirittura nulla da parte dei responsabili delle politiche? In primo luogo viene

fatto valere che, nella misura in cui i disavanzi correnti sono indotti dai flussi di capitali, non si pone un problema di finanziamento. Tuttavia, è l'interazione fra le partite correnti e i movimenti di capitali a determinare il livello di cambio al quale si stabilisce l'identità di bilancia dei pagamenti, e i flussi di capitali possono variare molto più rapidamente che le partite correnti; le conseguenze di ciò sui mercati dei cambi potrebbero suscitare interventi ufficiali. In effetti l'identità contabile fra il saldo corrente e quello dei movimenti di capitale è soddisfatta soltanto se si comprendono fra questi ultimi le variazioni delle riserve ufficiali. Il contrasto a questo riguardo fra il 1988 e il 1987 mostra quanto rapidamente possa cambiare la situazione.

Un secondo argomento addotto a sostegno dell'asserzione secondo cui la persistenza degli squilibri non dovrebbe essere fonte di eccessive preoccupazioni è che possono sussistere motivi perfettamente "legittimi" alla base del fatto che taluni paesi hanno eccedenze correnti e altri invece disavanzi. Poiché nessuno sostiene che l'ideale sarebbe eliminare tutte le eccedenze e tutti i disavanzi, è in effetti necessario tenere conto delle forze sottostanti alle posizioni verso l'estero. I maggiori paesi eccedentari, ossia Giappone e Germania, sono posti di fronte a sviluppi demografici che in parte spiegano, ed entro certi limiti giustificano, l'accumulazione di ingenti attività esterne. Nel caso degli Stati Uniti il disavanzo delle partite correnti è stato spesso collegato all'esistenza di migliori opportunità di investimento rispetto ai paesi concorrenti.

In un'economia mondiale sempre più integrata non vi sono ragioni per cui i risparmi privati, che rispecchiano le scelte intertemporali dei singoli, non possano essere investiti su una base globale. Accade tuttavia che la decisione specifica di dove investire il risparmio finanziario è spesso dettata più da considerazioni di remuneratività a breve termine che non da una valutazione delle opportunità di investimento nel lungo periodo. Comunque, le differenze strutturali fra i paesi nella configurazione risparmio privato-investimenti non possono spiegare interamente la persistenza degli attuali squilibri. Nei paesi eccedentari, durante il periodo che va dal 1983 al 1987, gli squilibri esterni si sono ampliati più rapidamente di quanto facessero ritenere le variazioni nel comportamento del risparmio privato. Analogamente, il deciso capovolgimento della posizione esterna degli Stati Uniti fra il 1981 ed il 1984 si è prodotto in un periodo durante il quale il risparmio privato (in rapporto percentuale sul PNL) è variato di poco più di mezzo punto, il che mette in chiara evidenza il ruolo cruciale svolto in questo processo dal disavanzo federale USA. Da allora, il deterioramento della posizione sull'estero degli Stati Uniti ha rispecchiato il calo del risparmio privato interno, ma il perdurante ampio disavanzo di bilancio ha nondimeno continuato a rappresentare la più importante contropartita del deficit della bilancia dei pagamenti correnti.

Da questi argomenti non discende quindi la necessità di riconsiderare radicalmente la portata dei problemi posti dagli squilibri correnti fra i maggiori paesi industriali. A prescindere dalle distorsioni interne – che non soltanto si rispecchiano negli squilibri esterni, ma sono altresì aggravate dalla persistenza di questi – l'aspetto che ha sempre destato preoccupazione è costituito dai rischi che ne potrebbero derivare: un "atterraggio duro" o assetti fortemente distorti dei tassi di cambio, nonché i pericoli per la stabilità dei mercati finanziari e per il

libero scambio. Di questi rischi hanno avuto tutti una chiara consapevolezza all'indomani della crisi borsistica. Anche se essi destano ora meno attenzione, ciò non significa che non esistano più. Al contrario, si può sostenere che i rischi stanno necessariamente divenendo maggiori a causa degli effetti cumulativi sull'ammontare delle attività e delle passività in essere. A un certo punto verrà raggiunta la "massa critica", anche se è impossibile predire quando e dove.

Attualmente in molti paesi si fa ampio affidamento sulla presunzione che innalzando sufficientemente i tassi di interesse sia possibile indurre flussi di fondi tali da finanziare pressoché qualsiasi livello di disavanzo corrente. Gli effetti collaterali sui tassi di cambio e sull'inflazione sono accolti favorevolmente. Gli eventuali effetti avversi sull'attività economica reale non ricevono per il momento grande attenzione, poiché nella maggior parte di questi paesi la domanda interna è vigorosa e la crescita procede a ritmo sostenuto, nonostante gli alti tassi di interesse. Siffatta strategia per affrontare i disavanzi dei pagamenti correnti viene deliberatamente impiegata in diversi paesi. Anche se certamente ciò non vale nello stesso senso per gli Stati Uniti, le politiche attuate in questo paese hanno comunque condotto al medesimo risultato. In generale vi è stata una politica volta a *sostenere* anziché a *ridurre* gli squilibri delle partite correnti: l'aggiustamento non è stato un problema impellente.

La conclusione che i responsabili delle politiche debbono trarre da questa esperienza appare univoca: è necessario dare nuovo impulso al processo di aggiustamento. Ma come? Occorre forse un altro Accordo del Plaza volto a realizzare un deciso riassetto dei rapporti di cambio fra i maggiori paesi industriali? Presumibilmente no; e comunque non di portata simile a quella dell'intesa del settembre 1985. Il fatto che gli ampi squilibri dei pagamenti correnti persistono non costituisce di per sé una prova che i tassi di cambio necessitano urgentemente di un ulteriore aggiustamento. Siffatta conclusione sarebbe valida soltanto se si dovesse ammettere che non sussiste altro ambito di manovra per le politiche, e in particolare se si dovesse escludere la gestione della domanda come possibile strumento per rimettere in moto il processo di aggiustamento esterno. Negli Stati Uniti sono in molti a sostenere la tesi – condivisa dalla stragrande maggioranza dei responsabili delle politiche e degli osservatori negli altri paesi – che con un aumento relativamente modesto dell'imposizione fiscale il Governo americano potrebbe diminuire sostanzialmente il disavanzo federale e ridurre così lo squilibrio fra risparmio e investimenti negli Stati Uniti, che costituisce la contropartita interna del disavanzo dei pagamenti correnti.

A questo riguardo sono frequentemente avanzate due argomentazioni. In primo luogo, si fa rilevare che l'esperienza maturata in molti paesi, fra i quali spicca oggi il Regno Unito, dimostra come di fatto i disavanzi "gemelli" non sono necessariamente tali, ossia che un considerevole deficit esterno corrente può coesistere con un avanzo di bilancio, e viceversa. Ciò è vero, a condizione tuttavia che il risparmio privato netto fornisca l'adeguato complemento; ma così non avviene negli Stati Uniti. In questo paese una significativa correzione del disequilibrio risparmio-investimenti esige un'azione decisa sul disavanzo pubblico. La seconda argomentazione, nella quale ci si imbatte regolarmente a questo punto del dibattito, è che l'azione sul fronte della politica fiscale deve essere simmetrica, ossia che i paesi eccedentari dovrebbero compensare con una

manovra di bilancio espansiva la sottrazione di domanda determinata dalla restrizione fiscale negli Stati Uniti. Questa argomentazione aveva una certa validità alcuni anni or sono, adesso non più. In Giappone la domanda interna è aumentata del 7³/₄% nel corso del 1988, sopravanzando di oltre 2 punti percentuali la crescita del prodotto. In Germania il grado di utilizzo della capacità nel settore manifatturiero supera già il livello massimo dei primi anni settanta, quando le spinte inflazionistiche erano eccessivamente forti. Un'azione simmetrica non è quindi più necessaria: una sostanziale riduzione unilaterale della domanda interna negli Stati Uniti attraverso la politica di bilancio potrebbe fornire il necessario impulso al processo di aggiustamento.

Coloro che, per contro, ravvisano in un sensibile deprezzamento del dollaro il presupposto necessario per un'ulteriore diminuzione del disavanzo esterno corrente degli Stati Uniti non sono riusciti a dimostrare che questo incentivo darebbe effettivamente slancio alle esportazioni o, in altri termini, che esistono margini di capacità disponibili. Senza tale riserva di capacità, requisito essenziale per una rapida reazione delle esportazioni in volume, un deprezzamento del dollaro servirebbe ben poco a ridurre nel breve periodo il deficit delle partite correnti, mentre potrebbe sospingere verso l'alto i tassi di inflazione negli Stati Uniti a causa dell'impatto sui prezzi delle importazioni. Questa tendenza sarebbe accentuata dagli effetti della politica monetaria, in quanto il deprezzamento del dollaro potrebbe essere ottenuto soltanto mediante un abbassamento dei tassi di interesse a breve statunitensi con un corrispondente inasprimento delle condizioni monetarie nei due principali paesi eccedentari, cioè Giappone e Germania. Con l'accelerarsi dell'inflazione negli Stati Uniti vi sarebbe una forte probabilità di mettere in moto un circolo vizioso, vanificando altresì gli effetti a medio o lungo termine del deprezzamento sulla bilancia delle partite correnti. Da questa argomentazione discende che la gestione della domanda o, per essere più precisi, la restrizione di bilancio negli Stati Uniti deve assumere il ruolo preminente in una rinnovata azione volta a ridurre in misura sostanziale gli squilibri correnti fra i maggiori paesi industriali. Allora soltanto si potrebbe constatare quale cambiamento nell'assetto dei tassi di cambio reali fra le principali monete sarebbe giustificato. Tuttavia, si può fin d'ora affermare con certezza che il pendolo si è sbilanciato troppo nel senso del perseguimento di una stabilità dei tassi di cambio nominali. Il focalizzare l'attenzione sulla stabilità dei rapporti di cambio nominali, allorché persistono differenziali di inflazione e di crescita della produttività, nella migliore delle ipotesi apre la strada a variazioni dei cambi *reali* nella *direzione sbagliata*, all'erosione della capacità concorrenziale in alcuni paesi e all'aggravamento degli squilibri esterni; nella peggiore delle ipotesi esso conduce a un irresistibile apprezzamento delle monete "sbagliate" con elevati tassi di interesse e ad effetti ancora più sfavorevoli sugli squilibri esterni.

Squilibri di natura alquanto dissimile, seppure parimenti con una forte componente esterna, affliggono da tempo vaste aree del mondo in modo forse ancora più severo. Il problema debitorio dei paesi in via di sviluppo non implica soltanto rischi economici, la cui portata è peraltro valutata con graduazioni diverse. Per giunta, in questi paesi la gravità della situazione, la miseria umana che essa comporta e il suo carattere dirompente per il sistema politico sono di evidenza

immediata per tutti. Quella che era sorta nel 1982 come una crisi debitoria si è trasformata nel corso di quasi sette anni in una malattia cronica che è stata in gran parte contenuta, ma che si è dimostrata refrattaria alle diverse cure finora tentate. A questo proposito stiamo ora per entrare in una nuova fase, ma è ancora difficile dire quali progressi essa recherà con sé.

Nel discorso tenuto il 10 marzo 1989, il Segretario al Tesoro USA Brady ha riconosciuto la necessità che un nuovo elemento vada ad aggiungersi all'approccio "caso per caso" finora seguito. In passato vi erano già state alcune operazioni di riduzione del debito su base volontaria. Ora viene proposto che il FMI e la Banca Mondiale apprestino risorse finanziarie a questo scopo nel quadro dei loro schemi di prestito già esistenti, a integrazione degli altri elementi della strategia debitoria, cioè la ristrutturazione dei crediti in essere, l'erogazione di nuovi fondi e una risoluta azione di aggiustamento nei paesi debitori medesimi.

Questi ultimi tre elementi combinati erano stati posti in forte risalto nell'iniziativa Baker dell'ottobre 1985. A quel tempo si riconobbe che la restrizione economica interna, sebbene indispensabile come primo passo verso l'aggiustamento, aveva raggiunto i propri limiti: essa non poteva da sola ripristinare l'affidabilità creditizia. I paesi debitori dovevano adottare politiche atte a migliorare le prospettive di sviluppo, a eliminare le distorsioni e ad attivare gli incentivi di mercato. Le istituzioni multilaterali e le banche commerciali venivano sollecitate a fornire le risorse necessarie a consentire un rilancio della crescita economica in tali paesi. Questi ultimi – si affermava – avrebbero potuto uscire dalle difficoltà debitorie se avessero attuato le giuste politiche e ricevuto sostegno dai loro creditori. Inoltre, essi avrebbero dovuto creare le condizioni per evitare l'esodo di capitali interni e per indurre il rimpatrio delle risorse finanziarie fuoriuscite. La fuga di capitali veniva in pratica considerata come una "cartina al tornasole" per valutare le politiche dei paesi debitori, giacché difficilmente un governo può sperare di guadagnarsi la fiducia di nuovi creditori esteri finché non è capace di preservare la fiducia dei propri cittadini. Va tuttavia tenuto presente che alcuni dei paesi a medio reddito fortemente indebitati consentono, o hanno consentito in passato, la libera circolazione dei capitali, cosicché non è sempre facile tracciare una linea di demarcazione fra "legittima diversificazione del portafoglio" e "fuga di capitali".

Negli anni seguiti al lancio dell'iniziativa Baker divenne sempre più chiaro che, quantunque i diversi elementi in essa contemplati fossero rimasti sostanzialmente validi e venissero anche accettati in quanto tali da numerosi paesi debitori, si stavano realizzando scarsi progressi verso il ristabilimento di normali relazioni fra creditori e debitori. Alcuni dei paesi indebitati avevano sí compiuto sforzi coraggiosi per attuare una migliore politica economica, ma molto restava ancora da fare a questo riguardo. Al tempo stesso non affluivano i crediti bancari contemplati dall'iniziativa Baker, i quali erano essenziali per stimolare la crescita e promuovere l'investimento nei paesi debitori. Le istituzioni multilaterali si adopravano fattivamente nell'ambito dei limiti posti dai propri statuti e dalle clausole di condizionalità. Le banche commerciali, invece, erano combattute fra il ruolo loro assegnato di fornitrici di nuovi fondi e la necessità di costituire ampi accantonamenti a fronte dei crediti in essere verso gli stessi paesi. Alcune di esse avevano buone ragioni per erogare nuovi fondi fintantoché ciò consentiva loro di

far valere che – a parte qualche problema di liquidità – i propri debitori erano solventi e le proprie attività restavano quindi impregiudicate. Quando, nel 1987, apparve evidente l'illusorietà di questo approccio, soltanto una strategia a lungo termine basata sul mantenimento di un'interessenza nei paesi in questione poteva indurre le banche commerciali a svolgere ulteriormente il ruolo che era stato loro assegnato. E, in generale, soltanto le banche maggiori con le più ampie posizioni creditorie agirono in tal senso. Per le banche minori era troppo forte la tentazione di riconoscere di fatto le perdite subite e di esimersi dal partecipare alla ricerca di una soluzione del problema debitorio.

A questo punto era divenuto palese che l'iniziativa Baker, con il suo orizzonte temporale triennale, avrebbe dovuto essere integrata da un'azione più in profondità, tesa a conciliare le obbligazioni finanziarie gravanti sui paesi debitori con la loro presumibile capacità di far fronte su base duratura al servizio del debito senza compromettere tutte le prospettive di ripresa economica. Ciò presupponeva una certa riduzione dell'ammontare dell'onere debitorio e/o degli esborsi in conto interessi. Il fatto che le banche avessero acconsentito a cedere crediti con un considerevole sconto comprovava la loro disponibilità ad accettare una riduzione dell'ammontare nominale dei prestiti di dubbio valore in contropartita di attività con minore valore facciale ma di più elevata qualità. Per poter realizzare una certa riduzione del debito attraverso questo meccanismo occorreva l'approntamento di un sistema che contribuisse a rivalorizzare i crediti decurtati. Differenti soluzioni sono state proposte dal Presidente Mitterrand, dall'ex Ministro delle finanze giapponese Miyazawa e, in ultimo, dal Segretario al Tesoro USA Brady. La prima collega questo processo a una distribuzione di DSP che i paesi industriali collocherebbero presso un fondo amministrato dal FMI; la seconda prevede a tal scopo il conferimento di risorse finanziarie da parte degli stessi paesi debitori; la terza contempla parimenti l'accantonamento di fondi provenienti da questi paesi, tuttavia non attinti direttamente dalle riserve esistenti, bensì finanziati con prestiti accordati loro per questo fine specifico dal FMI e dalla Banca Mondiale. Non è ancora chiaro se gli importi che potrebbero essere resi disponibili in tal modo forniranno una base sufficiente per conseguire l'obiettivo. Ma, così come ciascuno dei passi compiuti dal 1982 ha permesso di coprire un tratto soltanto del cammino, l'iniziativa ora proposta non potrà verosimilmente condurci fino alla meta. Uno o due paesi faranno probabilmente da battistrada e da questa esperienza dipenderà il numero di quelli che seguiranno. Ora che è stata pubblicamente riconosciuta la necessità di approntare programmi di riduzione del debito, è essenziale che siano realizzati tangibili progressi affinché non vadano deluse le grandi speranze evocate nella proposta del Segretario Brady. Il problema è ancora troppo vasto per consentirne una soluzione globale, ma almeno alcuni degli ostacoli potrebbero essere rimossi.

Certo, permane un problema di equità, nel senso che i paesi più fortemente indebitati non dovrebbero di fatto ricevere un trattamento preferenziale dalle banche e dai governi creditori rispetto ai paesi che hanno perseguito politiche più prudenti. Sarà necessaria una maggiore generosità da parte dei paesi più ricchi, ma questa dovrà essere rivolta ai paesi che si trovano in condizioni di particolare indigenza e che spesso sono manifestamente incapaci di aiutarsi da sé. I paesi a medio reddito non rientrano in questa categoria; molti dei loro cittadini

possono trovarsi in tale situazione, ma questo non è un problema di cui possa farsi carico la strategia debitoria in quanto tale.

Concludendo, può essere opportuno un breve richiamo al ruolo specifico che le banche centrali possono svolgere nell'affrontare i vari problemi discussi, segnatamente la minaccia di inflazione nei paesi industriali, la situazione di stallo nel processo di aggiustamento e la necessità di una risoluzione paese per paese, in luogo di un semplice generale arginamento, del problema del debito. Questi problemi mettono a cimento tutti i responsabili delle politiche. Le banche centrali possono svolgere un ruolo efficace, sebbene certamente non autonomo, nell'affrontare i primi due problemi, mentre il loro concorso alla risoluzione del terzo non può che essere limitato.

In effetti il contributo delle banche centrali a una risoluzione duratura del problema debitorio può essere soltanto marginale. Quello di cui abbisognano ora i paesi debitori non è un apporto di liquidità a breve termine del tipo dei crediti di prefinanziamento, la cui utilità è andata via via riducendosi. Essi necessitano di una gamma di programmi di alleggerimento dell'onere debitorio che offrano una ragionevole scelta ai creditori, affrontino il problema dei "free riders" e al tempo stesso favoriscano l'aggiustamento interno. Nell'attuazione di siffatti programmi, la funzione che sono chiamate ad assolvere le banche centrali (in particolare quelle cui competono responsabilità di vigilanza) è di salvaguardare l'ortodossia su cui si fonda la regolamentazione prudenziale, avendo cura al tempo stesso di non pregiudicare la libertà di scelta delle banche.

Per contro, il contributo delle banche centrali nella lotta contro il pericolo dell'inflazione è stato, e probabilmente continuerà ad essere, decisivo. Non vi è dubbio che una politica monetaria adeguatamente restrittiva è in grado di impedire il riemergere dell'inflazione. Ma il recente vigore del dollaro è diventato un severo vincolo all'attuazione efficace, ma al tempo stesso prudente, di una siffatta politica, in quanto costringe le banche centrali a dedicare una crescente attenzione alla stasi nel processo di aggiustamento esterno.

Allorché il dollaro si apprezza, l'aggiustamento di bilancia dei pagamenti richiede che la politica monetaria eserciti una pressione al ribasso sulla moneta americana riducendo il differenziale di interesse in suo favore. L'impiego a tale scopo di un allentamento della politica monetaria negli Stati Uniti, in un momento in cui – nonostante taluni segni incoraggianti – è ancora incerto cosa accadrà alla domanda interna USA, comporta un duplice rischio: esso potrebbe risultare controproducente per lo stesso processo di aggiustamento e, in pari tempo, compromettere i risultati finora ottenuti dalle autorità monetarie statunitensi nel disinnescare le aspettative inflazionistiche. D'altra parte, in assenza di un calo dei tassi negli Stati Uniti, il restringimento del differenziale di interesse richiederebbe necessariamente un rialzo del costo del denaro in Giappone e Germania in una misura che rischierebbe parimenti di nuocere al processo di aggiustamento frenando la domanda interna nei paesi eccedentari e che, per la stessa ragione, potrebbe esporre l'economia mondiale al pericolo di una recessione ciclica sincronizzata.

Il dilemma diverrebbe ovviamente meno acuto se l'indebolimento della domanda interna finale negli Stati Uniti trovasse ulteriore conferma nei mesi a venire e/o se i mercati valutari dovessero rivedere il loro atteggiamento rialzista

nei confronti del dollaro. In mancanza di ciò, l'unica risposta razionale consiste in una restrizione di bilancio negli Stati Uniti. Tale azione è comunque necessaria in una prospettiva di più lungo periodo, nell'interesse degli Stati Uniti non meno che in quello degli altri paesi. Ci troviamo quindi nella situazione eccezionale in cui un cambiamento sostanziale della politica fiscale della più grande economia del mondo gioverebbe univocamente e simultaneamente all'aggiustamento sia interno che esterno nella maggior parte del mondo.

Basilea, 22 maggio 1989

ALEXANDRE LAMFALUSSY
Direttore Generale

Bilancio e Conto Profitti e Perdite

al 31 marzo 1989

Bilancio al 31 marzo 1989

(in franchi oro – si veda la nota 1)

Attivo		
Oro		5 175 422 171
Cassa in contanti e conti a vista presso banche		14 942 077
Buoni del Tesoro		2 056 603 526
Depositi vincolati e anticipazioni		
In oro		
Fino a 3 mesi	147 517 312	
Ad oltre 3 mesi	62 051 222	
In valute		
Fino a 3 mesi	26 382 812 921	
Ad oltre 3 mesi	<u>3 441 490 661</u>	
		30 033 872 116
Titoli di Stato e altri titoli		
Fino a 3 mesi	3 356 048 988	
Ad oltre 3 mesi	<u>1 581 791 682</u>	
		4 937 840 670
Partite varie		15 130 840
Terreno, immobili ed arredi		<u>1</u>
		<u>42 233 811 401</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 1989 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 48 252 871 franchi oro.

Prima della
ripartizione dell'utile
netto dell'esercizio

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	295 703 125
Riserve			
Fondo di riserva legale	30 070 313		30 070 313
Fondo di riserva generale	576 352 793		600 816 157
Fondo speciale di riserva per i dividendi	31 530 055		35 530 055
Fondo di riserva libero	401 530 236		442 066 872
		1 039 483 397	1 108 483 397
Depositi (in oro)			
Banche centrali			
A vista	4 654 224 109		
Fino a 3 mesi	20 625 734		
Altri depositanti			
A vista	399		
		4 674 850 242	4 674 850 242
Depositi (in valute)			
Banche centrali			
A vista	2 856 540 363		
Fino a 3 mesi	29 061 832 092		
Ad oltre 3 mesi	1 791 849 724		
Altri depositanti			
A vista	28 226 623		
Fino a 3 mesi	1 461 519 313		
		35 199 968 115	35 199 968 115
Sistema previdenziale del personale		106 004 887	106 004 887
Partite varie		822 916 020	822 916 020
Conto profitti e perdite		94 885 615	—
Dividendo pagabile il 1° luglio 1989		—	25 885 615
		42 233 811 401	42 233 811 401

*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 1989, 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, 28 aprile 1989

Price Waterhouse & Co.

Conto Profitti e Perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1989
(in franchi oro)

Interessi netti e altri proventi di gestione	136 349 683
--	-------------

meno: Spese di amministrazione

Consiglio di amministrazione	352 168	
Direzione e personale	21 489 551	
Funzionamento degli uffici e altre spese	<u>8 294 172</u>	<u>30 135 891</u>

Risultato netto di gestione	106 213 792
-----------------------------------	-------------

meno: Importi devoluti all'

Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione	828 177	
Accantonamento per la modernizzazione degli stabili ed il rinnovamento delle attrezzature	<u>10 500 000</u>	<u>11 328 177</u>

Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1989 ..	94 885 615
--	------------

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>25 885 615</u>
	69 000 000

Trasferimento al Fondo di riserva generale	<u>24 463 364</u>
	44 536 636

Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi	<u>4 000 000</u>
	40 536 636

Trasferimento al Fondo di riserva libero	<u>40 536 636</u>
	<u> </u>

Variazioni delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1989
(in franchi oro)

I. Evoluzione dei Fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1988-89

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero
Consistenza al 1° aprile 1988, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1987-88	30 070 313	576 352 793	31 530 055	401 530 236
più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1988-89	—	24 463 364	4 000 000	40 536 636
Consistenza al 31 marzo 1989, come da Bilancio	30 070 313	600 816 157	35 530 055	442 066 872

II. Il Capitale versato ed i Fondi di riserva al 31 marzo 1989 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:

	Capitale versato	Riserve	Totale
Attività nette in			
Oro	295 703 125	366 184 467	661 887 592
Valute	—	742 298 930	742 298 930
	295 703 125	1 108 483 397	1 404 186 522

Consiglio di Amministrazione

Dott. W.F. Duisenberg, Amsterdam
Presidente del Consiglio di Amministrazione,
Presidente della Banca

Prof. Paolo Baffi, Roma
Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione

Dott. Carlo Azeglio Ciampi, Roma
Bernard Clappier, Parigi
Bengt Dennis, Stoccolma
Prof. Dott. Leonhard Gleske, Francoforte
Jean Godeaux, Bruxelles
Jacques de Larosière, Parigi
The Rt. Hon. Robert Leigh-Pemberton, Londra
Dott. Markus Lusser, Zurigo
Karl Otto Pöhl, Francoforte
The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, Londra
Barone de Strycker, Bruxelles

Sostituti

A.D. Crockett, Londra, oppure
L.D.D. Price, Londra
Dott. Lamberto Dini, Roma, oppure
Dott. Carlo Santini, Roma
Jean-Jacques Rey, Bruxelles
Dott. Wolfgang Rieke, Francoforte
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
Dott. H.W. Mayer	Direttore Supplente, Dipartimento Monetario ed Economico
Dott. Kurt Spinnler	Direttore Supplente, Dipartimento Bancario
Prof. Dott. Mario Giovanoli	Consigliere Giuridico, Direttore Supplente
Dott. Joseph R. Bisignano	Condirettore, Dipartimento Monetario ed Economico
Dott. Gunter Baer	Condirettore, Dipartimento Monetario ed Economico
Jean-Claude Dagassan	Condirettore, Agente del FECoM
P.C. Bridge	Condirettore, Dipartimento Bancario
Tullio Pollonio	Condirettore, Segretariato Generale
Jean-Marc Andreoli	Condirettore, Segretariato Generale

