
BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

60^a RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1989–31 MARZO 1990

BASILEA, 11 GIUGNO 1990

Banca dei Regolamenti Internazionali

60^a Relazione annuale

1° aprile 1989 – 31 marzo 1990 Basilea, 11 giugno 1990

Indice

	Pagina
Presentazione	1
I. Un anno di sensazionali cambiamenti	3
II. L'evoluzione economica generale nel 1989	9
Aspetti salienti	9
I paesi industriali	11
<i>Le tre economie maggiori</i>	15
<i>Le altre maggiori economie industriali</i>	20
<i>Altri paesi industriali</i>	23
Prezzi, costi e quote di profitto	25
Salari, produttività e inflazione di base	29
Gli andamenti nei paesi in via di sviluppo	36
<i>Crescita del prodotto e del reddito reale</i>	36
<i>Inflazione</i>	39
<i>I trasferimenti di risorse e le modalità dell'aggiustamento</i>	40
<i>Le modalità dell'aggiustamento: tipologia per paesi</i>	43
I paesi dell'Europa orientale: il processo di riforma economica	47
<i>I problemi gemelli dell'inefficienza dal lato dell'offerta e degli squilibri macroeconomici</i>	47
<i>Le principali caratteristiche di un'economia a pianificazione centrale</i>	51
<i>I programmi di riforma sperimentati in passato</i>	53
<i>I principali aspetti delle riforme</i>	55
<i>Lo stadio attuale delle riforme</i>	59
III. Il commercio e i pagamenti internazionali	62
Aspetti salienti	62
Il commercio mondiale	63
Riduzione degli squilibri statunitense e giapponese	68
Ampliamento degli squilibri fra i paesi europei	73
Gli altri paesi industriali e le NIEs dell'Asia	81
Squilibri internazionali, risparmio e investimenti	83
Tendenze dei movimenti di capitali	85
Il finanziamento degli squilibri di parte corrente nei paesi industriali	88
Andamento delle partite correnti nei paesi in via di sviluppo	91
Finanziamento esterno dei paesi in via di sviluppo	95
IV. I mercati finanziari nazionali	98
Aspetti salienti	98
I prezzi delle attività finanziarie	99
<i>Tassi d'interesse</i>	99
<i>Corsi azionari</i>	103
I mercati immobiliari	107
<i>Prezzi degli immobili: tendenze e fattori determinanti</i>	107
<i>Aspetti problematici</i>	112
Il coinvolgimento delle banche in operazioni di ristrutturazione finanziaria delle società	116

	Pagina
Regolamentazione e vigilanza prudenziale	124
<i>La riforma delle casse di risparmio negli Stati Uniti</i>	124
<i>Il mercato unico europeo dei servizi finanziari</i>	125
<i>Vigilanza sugli operatori in valori mobiliari e rischio di posizione delle banche</i>	126
 V. I mercati internazionali dei capitali	128
Aspetti salienti	128
L'attività complessiva sui mercati internazionali dei capitali	129
Il settore bancario internazionale	131
<i>Andamento degli aggregati complessivi</i>	131
<i>Gli andamenti nei singoli centri di mercato</i>	133
<i>Le operazioni dirette delle banche con soggetti non bancari</i> <i>all'interno dell'area dichiarante</i>	135
<i>Le operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante</i>	137
<i>La composizione per valute dell'attività sull'euromercato e</i> <i>l'evoluzione del mercato dell'ecu</i>	139
<i>La struttura per nazionalità del credito bancario internazionale</i>	141
<i>Il mercato dei prestiti consorziali</i>	142
I mercati mobiliari internazionali	143
<i>Il settore delle euronotes</i>	143
<i>Il mercato obbligazionario internazionale</i>	145
<i>I mercati degli strumenti finanziari derivati</i>	153
La situazione debitoria internazionale	160
 VI. Andamenti delle grandezze e delle politiche monetarie	167
Aspetti salienti	167
La conduzione della politica monetaria lo scorso anno	168
<i>Contrastanti politiche del tasso d'interesse nei paesi maggiori</i>	168
<i>Le politiche monetarie nei paesi partecipanti agli Accordi di cambio dello SME</i>	171
<i>Le politiche monetarie negli altri paesi industriali</i>	173
Obiettivi intermedi e indicatori della politica monetaria	175
<i>Obiettivi in termini di aggregati monetari</i>	175
<i>Direttrici di crescita per il credito</i>	179
<i>I tassi di cambio come obiettivi e indicatori</i>	181
<i>I risultati conseguiti dall'approccio più eclettico seguito</i> <i>dalle politiche monetarie dal 1987</i>	183
Gli strumenti della politica monetaria e l'integrazione finanziaria internazionale	184
<i>Strumenti di intervento sul mercato monetario</i>	184
<i>Strumenti di controllo di tipo amministrativo</i>	185
Gli obiettivi finali e il quadro istituzionale	186
<i>Stabilità dei prezzi</i>	186
<i>Indipendenza della banca centrale</i>	187
<i>L'unione economica e monetaria nella Comunità europea</i>	188
<i>L'unione monetaria tedesca</i>	190

	Pagina
VII. Il sistema monetario internazionale	192
Aspetti salienti	192
I mercati valutari	193
<i>Gli andamenti sul mercato del dollaro USA</i>	193
<i>Gli andamenti dei tassi di cambio incrociati</i>	198
<i>L'evoluzione dei tassi di cambio in un'ottica di più lungo periodo</i>	201
<i>Gli sviluppi nell'ambito dello SME</i>	204
La produzione e il mercato dell'oro	207
La liquidità internazionale	211
Indagine conoscitiva sui mercati dei cambi nel 1989	218
 VIII. L'attività della Banca	 222
Lo sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali	222
Le funzioni di Agente e di Fiduciario	224
<i>Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM)</i>	224
<i>Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ecu privati</i>	225
Assistenza finanziaria alle banche centrali	226
Operazioni del Dipartimento bancario	227
Passivo (composizione delle risorse)	228
Attivo (impiego delle risorse)	231
Ripartizione dell'utile netto	233
I cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione	234
 Conclusioni	 235
<hr/>	
Bilancio e conto profitti e perdite al 31 marzo 1990	249
Consiglio di amministrazione	254
Direzione	255

Elenco dei grafici (*) e delle tabelle

Pagina

L'evoluzione economica generale nel 1989

Crescita del prodotto mondiale	10
Tassi di disoccupazione*	12
Saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche	14
Debito pubblico lordo e disavanzo delle amministrazioni pubbliche*	16
Andamento del PNL/PIL reale e delle componenti della domanda:	
paesi industriali maggiori	17
Variazioni del PIL reale e degli investimenti fissi in altri paesi industriali	24
Prezzi al consumo	25
Andamento dei prezzi, dei costi e dei margini di profitto	27
Costi unitari del lavoro e produttività nell'industria di trasformazione	32
Inflazione di base e costi unitari del lavoro*	34
Crescita del PIL nei paesi in via di sviluppo	37
Fattori esterni influenti sulla dinamica del prodotto	38
Inflazione nei paesi in via di sviluppo	39
Trasferimenti netti di risorse e variazioni nei saldi finanziari	41
Trasferimenti netti di risorse e variazioni nei saldi finanziari*	44
Crescita notificata del prodotto nell'Europa orientale e occidentale	48
Indicatori economici notificati dalla Repubblica federale di Germania e	
dalla Repubblica democratica tedesca	48
Risparmio e retribuzioni nell'Europa orientale e occidentale	49
Saldo delle partite correnti e debito esterno in valute convertibili (stime)	51

Il commercio e i pagamenti internazionali

Saldi delle partite correnti e attività nette sull'estero*	63
Indicatori dell'interscambio mondiale*	64
Crescita dell'interscambio mondiale per gruppi principali di paesi*	65
Interscambio mondiale di beni e servizi	67
Domanda interna relativa e tassi di cambio effettivi reali*	69
Stati Uniti: saldo delle partite correnti	70
Giappone: saldo delle partite correnti	72
Squilibri nei pagamenti correnti in Europa*	73
Saldi delle partite correnti dei paesi industriali e delle NIEs dell'Asia	74
Crescita della domanda interna e variazioni dei saldi commerciali reali dal 1987 al 1989*	76
Germania: saldo delle partite correnti	77
Prezzi relativi al consumo in alcuni paesi europei, espressi in termini di marchi tedeschi	79
Interscambio di beni d'investimento e di consumo in alcuni paesi industriali	80
Incidenza dei beni d'investimento sull'interscambio negli anni ottanta*	80
Risparmio e investimenti in alcuni paesi deficitari ed eccedentari*	84
Movimenti di capitali in tredici paesi industriali	87
Finanziamento dei maggiori squilibri di parte corrente nei paesi industriali	90
Saldi delle bilance dei pagamenti correnti per gruppi di paesi	92
Indicatori del commercio estero per gruppi di PVS	93
Paesi in via di sviluppo: finanziamento esterno stimato dei disavanzi correnti	96

I mercati finanziari nazionali

Tassi d'interesse nominali e inflazione*	100
Premio sugli strumenti in dollari: tassi a breve e rendimenti di obbligazioni di Stato ..	103
Corsi azionari e "mini-crisi" dell'ottobre 1989	104
Corsi azionari*	105
Variabilità degli indici azionari*	106
Incremento in termini reali dei prezzi delle abitazioni in alcune grandi città	108
Corsi azionari e prezzi degli immobili in termini reali*	109
Incrementi in termini reali dei canoni di affitto di locali per uffici in alcune grandi città	110
Prezzo delle aree a destinazione commerciale e canoni di locazione degli uffici a Tokyo*	111
Crediti immobiliari delle banche commerciali	113
Credito immobiliare erogato dalle banche in determinati paesi	115
<i>Junk bonds</i> e operazioni di <i>leveraged buy-out</i> negli Stati Uniti*	118
Esposizione complessiva a fronte di HLT di tredici grandi gruppi bancari USA	119
Tipologia delle cessioni di crediti commerciali e industriali delle banche USA	120
Portafoglio prestiti delle banche commerciali USA; metà 1989	123

I mercati internazionali dei capitali

Attività nei mercati internazionali dei capitali*	129
Credito netto fornito dal mercato internazionale (stime)	130
Aspetti salienti dell'attività bancaria internazionale	132
Andamenti dell'attività bancaria nei singoli centri del mercato	134
Operazioni dirette delle banche dichiaranti con soggetti non bancari all'interno dell'area	136
Operazioni delle banche dichiaranti alla BRI con i paesi esterni all'area dichiarante	138
Composizione per monete delle posizioni in valuta estera delle banche dichiaranti ...	140
Attività e passività internazionali delle banche dichiaranti in base alla nazionalità dell'istituzione controllante	142
Aspetti salienti del mercato delle <i>euronotes</i>	144
Aspetti salienti dell'attività sul mercato obbligazionario internazionale	146
Rendimento di determinate obbligazioni internazionali e tassi d'interesse sui depositi in eurodollari*	147
Mercato obbligazionario internazionale: struttura per tipo di emissione e per valuta di denominazione	148
Attività di emissione sul mercato obbligazionario e tasso di cambio effettivo del dollaro USA*	150
Attività di emissione sul mercato delle obbligazioni collegate ad azioni*	151
Mercato obbligazionario internazionale: struttura in base alla nazionalità degli emittenti ..	152
Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse internazionali	155
Caratteristiche principali del mercato degli <i>swaps</i> di tasso d'interesse a fine 1988	157
Composizione per valute degli <i>swaps</i> di valuta a fine 1988	159
Evoluzione delle passività esterne e del servizio del debito nei paesi fortemente indebitati*	161

Andamenti delle grandezze e delle politiche monetarie

Tassi d'interesse ufficiali e di mercato*	170
Tassi d'interesse su strumenti interbancari a tre mesi*	172
Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di crescita	176
Pressione potenziale dei prezzi e inflazione*	178
Espansione del credito bancario al settore privato*	180

Il sistema monetario internazionale

Tassi di cambio bilaterali di alcune monete rispetto al dollaro USA*	194
Variazioni delle riserve in valuta estera di alcuni paesi*	195
Tassi d'interesse nominali in alcuni paesi*	197
Tassi di cambio bilaterali di alcune monete rispetto al marco*	199
Tassi di cambio effettivi reali delle principali monete*	203
Differenziali dei tassi d'interesse nominali nei paesi partecipanti al meccanismo di cambio dello SME*	205
Posizioni delle monete partecipanti nella banda di oscillazione dello SME*	207
Mercato dell'oro: fonti e impieghi (stime)	208
Produzione mondiale di oro	210
Prezzi dell'oro e delle materie prime e tasso di cambio DM/\$ USA*	211
Crescita delle riserve non auree totali e del commercio estero	212
Variazioni nelle riserve globali	214
Variazioni nelle riserve ufficiali non auree di singoli paesi	217
Attività sul mercato dei cambi nell'aprile 1989	219
Crescita delle transazioni in cambi, del commercio estero e dell'attività bancaria internazionale	221

L'attività della Banca

Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1990	225
BRI: totali di bilancio negli ultimi cinque esercizi	227
BRI: evoluzione delle risorse negli ultimi cinque esercizi	228
BRI: origine delle risorse finanziarie esterne	229
BRI: natura e scadenza delle risorse finanziarie esterne	229
BRI: evoluzione degli impieghi e di altre attività	231
BRI: "Depositi vincolati e anticipazioni" e "Titoli di Stato e altri titoli", suddivisi in base alla vita residua	232

60^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea Generale Ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea l'11 giugno 1990*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la sessantesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1989 e terminato il 31 marzo 1990.

Dopo il trasferimento di franchi oro 9.014.556 all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione, di franchi oro 5.000.000 all'Accantonamento per immobili e di franchi oro 8.500.000 all'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili ed il rinnovamento delle attrezzature, l'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 104.330.524 a fronte di franchi oro 94.885.615 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 32.330.524 al pagamento di un dividendo di 200 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 21.600.000 al Fondo di riserva generale, franchi oro 4.000.000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 46.400.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1989–90 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1990.

I. Un anno di sensazionali cambiamenti

Il 1989 sarà ricordato soprattutto come l'anno che ha visto l'operarsi di sensazionali cambiamenti in tutta una serie di paesi a economia pianificata dell'Europa orientale. Benché tali cambiamenti abbiano per ora carattere eminentemente politico e rispecchino un diffuso desiderio di libertà democratiche, essi sono il portato di vari fattori, tra cui primeggia l'incapacità mostrata dalle economie pianificate di "adempiere le promesse". Giacché la secolare disputa sui meriti e i demeriti dei diversi modi di organizzare l'attività economica è sempre stata prevalentemente ideologica e assai poco influenzata dall'evidenza empirica, i recenti sviluppi nell'Europa orientale assumono una rilevanza che trascende i confini dei paesi direttamente coinvolti. Non si esagera nell'affermare che è mutata la base stessa del dibattito sui sistemi economici alternativi.

Ciò avrà verosimilmente un impatto anche sulle discussioni inerenti a specifici provvedimenti di politica economica nei paesi non socialisti. Le palesi carenze dei sistemi retti esclusivamente dalle direttive dei poteri pubblici non possono non influire sulle scelte, in aree determinate, tra approccio orientato al mercato e interventismo. Ancor prima degli eventi recenti, era riscontrabile in un certo numero di paesi, anche a livello del Terzo Mondo, una maggiore propensione a basarsi su soluzioni di mercato. Ora questa tendenza riceverà indubbiamente un forte impulso con il chiaro delinearsi di tutte le implicazioni del simultaneo collasso dei regimi socialisti est-europei.

Tale collasso, dopo oltre quarant'anni, non è conseguenza di *shocks* esterni, bensì dell'accumularsi di problemi ai quali la pianificazione centrale, combinata con la proprietà statale, non ha saputo prestare sufficiente attenzione o allocare le risorse necessarie. In definitiva, non è stato soltanto un problema di incapacità a investire in moderne attrezzature o a preservare la funzionalità dello stock di capitale esistente; anche l'offerta corrente di beni di consumo non ha potuto essere mantenuta ai pur modesti livelli cui la popolazione aveva adattato le proprie aspettative. Il forte contrasto con il rinnovato dinamismo delle economie occidentali sembra aver tolto ai governanti, quanto meno in alcuni dei paesi socialisti, ogni restante fiducia nella capacità di far uscire le proprie economie dalle secche del ristagno. A sua volta, ciò ha manifestamente intaccato la loro volontà di conservare il potere politico. Essi hanno apertamente riconosciuto che il sistema in sé era da imputare a difetto e che si rendeva necessaria una rottura completa con il passato. Una volta acquistata forza, l'onda del cambiamento è dilagata negli altri paesi afflitti da mali analoghi. Nondimeno, un fattore essenziale a livello politico è stato il fatto che l'Unione Sovietica abbia accettato la liberalizzazione in atto in quei paesi, nel momento in cui essa stessa era alle prese con problemi analoghi e aveva intrapreso un processo – seppure meno radicale – di ristrutturazione politica ed economica.

Il passaggio a nuovi meccanismi di politica economica sarà comunque impresa molto ardua, che richiederà in quantità enorme pazienza, discernimento, determinazione e perseveranza da parte dei nuovi dirigenti e di coloro che li designeranno a governare. Non vi è una falsariga pronta da seguire per la trasformazione, e molti dei passi necessari sono fra loro interdipendenti. L'ideale sarebbe che venissero intrapresi simultaneamente, ma ciò è più facile a dirsi che a farsi. In diversi paesi occidentali da tempo è posto l'accento sull'aspetto sociale come componente necessaria di una moderna economia di mercato. Ma per il momento ciò dovrà essere soppresso a fronte dell'esigenza di liberare le forze di mercato e di mettere in moto le economie. Sarebbe illusorio pensare che la transizione possa essere agevole e rapida. A questo riguardo le differenze tra i singoli paesi saranno senza dubbio considerevoli.

Questi sviluppi non saranno privi di conseguenze per i paesi industriali non socialisti, che hanno la capacità e la volontà di dare il loro sostegno al processo di trasformazione nell'Europa orientale in vario modo, su base bilaterale e per il tramite di vari organismi multilaterali. Il fatto che nella maggior parte dei paesi europei occidentali le condizioni economiche siano state alquanto favorevoli nel 1989, e continuino tuttora ad esserlo, dovrebbe fornire un contesto esterno propizio. Il buon esito della trasformazione delle economie già socialiste potrebbe retroagire su altri paesi, modificare la struttura dei flussi di capitali e creare nuovi e più forti legami commerciali. Il paese che sarà verosimilmente più coinvolto in tale contesto è la Repubblica federale di Germania, che si appresta a realizzare in tempi brevi un'unione con la Repubblica democratica tedesca, sul piano economico, monetario e infine politico. Ciò crea un quadro ambientale nuovo per il processo in atto nell'Europa occidentale verso un mercato unico e l'unione monetaria. Se per un verso si è temuto che l'impegno per risolvere le questioni intra-tedesche potesse comportare un certo ritardo, ciò pare essere stato sopravanzato da un'ancor maggiore determinazione politica a procedere oltre, persino verso l'unione politica, nell'ambito dell'Europa occidentale.

Negli ultimi mesi gli straordinari cambiamenti intervenuti nell'Europa orientale hanno occupato un ruolo di primo piano nei dibattiti di politica economica, al punto che altri sviluppi hanno generalmente ricevuto un'attenzione inferiore a quella che di per sé avrebbero meritato. Tra questi, il fatto più notevole è che in molti paesi industriali occidentali la crescita economica continui con tanto vigore ormai da molto tempo, superando ancora una volta le già ottimistiche previsioni. In Germania, Belgio e Paesi Bassi la crescita del prodotto in termini reali ha raggiunto il 4-4¹/₄%, facendo segnare al 1989 il miglior risultato degli anni ottanta. Un secondo gruppo alquanto eterogeneo di paesi, comprendente Giappone, Francia, Italia, Australia, Austria, Spagna e Svizzera, ha registrato tassi di espansione compresi fra il 3 e il 5%. L'elemento che accomuna questi paesi è che tali tassi sono stati uguali o non molto inferiori a quelli raggiunti nel 1988 o 1987. Viceversa, un terzo gruppo, tra cui figurano Stati Uniti, Regno Unito e Canada, ha subito una netta decelerazione della crescita, scesa al 2¹/₄-3%, il che corrisponde di fatto a quanto perseguito dalle loro politiche alla luce delle chiare indicazioni di eccesso di domanda. Il rallentamento in questi paesi, insieme ad una certa moderazione del ritmo di espansione in India, in Cina e nelle dinamiche economie del Sud-Est asiatico, danno ragione del fatto che la crescita del

prodotto mondiale, pari al 3,5%, sia stata inferiore di quasi un punto percentuale a quella del 1988.

Dopo il minimo toccato nel 1986 l'*inflazione* ha mantenuto una tendenza ascendente, e nel 1989 è risultata in tutti i paesi industriali decisamente superiore – in media di 1,2 punti percentuali – al livello registrato nel 1988. Anche se in alcuni di questi paesi potrebbe essersi ora interrotta la tendenza ascendente, un'inversione non appare in vista, nonostante il generale inasprimento della politica monetaria nel 1989. Senza eccezione alcuna, i tassi d'interesse a breve, che rispecchiano nel modo più chiaro l'orientamento delle politiche, hanno superato in media il livello dell'anno precedente, con aumenti che vanno da $1\frac{1}{4}$ punti percentuali soltanto negli Stati Uniti (dove era stato raggiunto un massimo già nel marzo 1989) e in Giappone, fino a quasi 4 punti nel Regno Unito e in Svizzera. In alcune delle economie maggiori l'espansione monetaria ha effettivamente dato segni di rallentamento, ma in molti altri paesi essa prosegue a ritmo invariato.

I tassi d'interesse a lungo termine non hanno seguito immediatamente verso l'alto i tassi a breve, e sono anzi calati negli Stati Uniti, in Canada e Francia; un andamento da più parti interpretato come manifestazione di fiducia dei mercati nella capacità delle autorità monetarie di far fronte alle crescenti spinte inflazionistiche. Tuttavia, più di recente, e in particolare nei primi mesi del 1990, i tassi a lunga hanno segnato un certo recupero nei confronti di quelli a breve. Ciò ha contribuito ad accrescere il diffuso disagio per ciò che viene percepito come un livello eccessivamente alto dei tassi d'interesse reali. Alcuni interpretano ottimisticamente l'aumento dei tassi reali a lungo termine come il naturale riflesso di una più elevata efficienza marginale del capitale, ora che si stanno schiudendo opportunità d'investimento ad alta redditività nei paesi di quello che era un tempo il "blocco orientale". Lo stesso fenomeno può essere considerato in termini meno positivi, osservando che è peggiorata a livello globale la relazione tra risparmio e investimento. Non vi è dubbio, tuttavia, che i più elevati tassi reali a lungo termine – calcolati nel modo convenzionale, sottraendo dai tassi nominali il saggio di inflazione corrente – rispecchiano altresì la percezione di un maggiore rischio d'inflazione, l'indirizzo più restrittivo delle politiche monetarie e un'accresciuta incertezza, specie in Germania.

Il rialzo mondiale dei tassi a lungo termine ha chiamato in causa l'elevato livello dei prezzi delle attività in taluni mercati. L'"inflazione dei prezzi delle attività" è stata oggetto di crescente attenzione come sintomo di un eccesso di liquidità e come segnale anticipatore di pressioni inflazionistiche non ancora scaricate. Il concetto stesso è piuttosto ambiguo. La distinzione tra variazioni nel livello generale dei prezzi, da un lato, e variazioni dei prezzi relativi, dall'altro, implicherebbe che il termine "inflazione" debba essere usato solo nel primo caso e non nel secondo. Ma una domanda aggregata in aumento, sia essa stimolata da un eccesso di liquidità o da crescenti redditi reali, esplicherà senza dubbio i suoi primi e più forti effetti di prezzo nei settori in cui l'offerta è anelastica. Ciò è particolarmente evidente nel caso dei beni immobili in paesi ad alta densità di popolazione, come il Giappone, dove la situazione è aggravata da varie restrizioni e disposizioni fiscali che scoraggiano la vendita dei terreni in risposta a un loro forte aumento di prezzo. Se siffatti fattori strutturali spiegano le tendenze di

medio e lungo periodo dei prezzi relativi, sugli sviluppi a breve possono senz'altro prevalere influssi monetari. In altri termini, i prezzi delle attività possono effettivamente preannunciare pericoli inflazionistici allorquando il livello generale dei prezzi – noto per essere un indicatore tardivo – non rivela alcun rischio in tal senso. Infine, ogniqualvolta si producano rapidi incrementi di prezzo, va tenuta in conto la possibilità che a tutti gli altri fattori si aggiunga la presenza di "bolle speculative".

Anche problemi di lunga data – come gli eccessivi livelli di indebitamento esterno dei paesi in via di sviluppo a medio reddito, la disoccupazione, gli ampi squilibri di parte corrente e l'instabilità dei mercati finanziari, per menzionarne solo alcuni – hanno ricevuto recentemente un'attenzione minore di quella ad essi solitamente riservata. E invero, da parte di vari paesi alle prese con alcuni di tali problemi è stato espresso il timore che questi vengano posposti nella scala delle priorità internazionali di politica economica. A un primo e sommario esame dei problemi in questione appare tuttavia che per la maggior parte di essi di fatto sono stati compiuti alcuni progressi, sebbene questi non siano in nessun caso particolarmente vistosi.

Considerando anzitutto il *problema del debito*, l'iniziativa Brady lanciata nel marzo 1989 ha consentito a taluni paesi debitori in posizione critica, segnatamente il Messico, di negoziare una certa riduzione delle passività e del servizio del debito in un contesto di accresciuta fiducia nelle loro politiche economiche da parte degli investitori internazionali e interni. Tuttavia, anche se l'iniziativa non ha perso slancio, altri paesi fortemente indebitati, come l'Argentina e il Brasile, che insieme concorrono per quasi un terzo alle passività esterne totali dei paesi debitori a medio reddito, non sono oggi più vicini ad una soluzione o a un sostanziale miglioramento, sul fronte del debito esterno, di quanto lo fossero un anno fa. La disponibilità delle banche commerciali ad erogare nuovi fondi è attualmente scesa a livelli molto bassi.

Continuando nell'elenco dei problemi di lungo periodo, uno "zoccolo duro" di *disoccupazione strutturale* relativamente elevata è tuttora presente in diversi paesi industriali, anche se il perdurare della fase espansiva ha apportato un certo miglioramento sui mercati del lavoro. In molti casi l'aumento dell'occupazione è stato più rapido del riassorbimento della disoccupazione, e i tassi di immigrazione e di partecipazione hanno preso il posto di altri fattori demografici come cause principali della crescita delle forze di lavoro. Nondimeno, quasi ovunque gli attuali livelli di disoccupazione si situano ben al disotto dei precedenti massimi e in molti paesi essi sono discesi ai valori più bassi registrati da quasi dieci anni. Per l'area OCSE nel suo insieme nel 1989 il tasso di disoccupazione si è situato al 6,4%, rispetto alla punta dell'8,7% nel 1983.

Il problema degli *ampi squilibri di parte corrente* tra i maggiori paesi industriali ha continuato ad attenuarsi leggermente, per quanto l'eccedenza della bilancia di parte corrente della Germania sia salita a quasi il 4,5% del PNL, di pari passo con l'accentuarsi degli squilibri all'interno dell'Europa. Tra le economie minori, il disavanzo dei pagamenti correnti dell'Australia ha superato ormai il 5,5% del PNL, la quota più alta tra tutti i paesi industriali. Un certo numero di paesi in disavanzo ha avviato programmi di incentivazione del risparmio privato, che – se coronati da successo – potrebbero contribuire a ridurre gli attuali

squilibri esterni ed aumentare il risparmio totale, con ripercussioni sul livello dei tassi d'interesse a lungo termine. I paesi in questione sono pienamente consapevoli dei risultati alquanto modesti che tali programmi hanno ottenuto altrove, avendo per lo più premiato azioni che sarebbero state intraprese comunque, senza influenzare in misura rilevante le effettive decisioni di spesa. È assai difficile apprestare una struttura di incentivi che eviti questi inconvenienti. Il modo più sicuro e rapido per innalzare il livello del risparmio interno consiste nell'aumentare il risparmio del settore pubblico oppure ridurre l'eventuale risparmio negativo.

In realtà, lo scorso anno sono stati compiuti considerevoli passi avanti nel *consolidamento delle finanze pubbliche*, in parte per effetto del buon andamento dell'economia che ha agito da stabilizzatore automatico e ha concorso ad allentare le tensioni che si venivano accumulando. Le eccezioni nel gruppo dei maggiori paesi industriali sono costituite da Italia e Canada. Il rapporto debito pubblico/PNL si è leggermente ridotto nella maggior parte dei paesi, ma la gamma di valori resta molto ampia, andando dal 133 e 126% rispettivamente in Belgio e Irlanda a meno del 30% in Finlandia, Australia e Svizzera.

I *mercati dei cambi* hanno assunto un'intonazione più calma sul finire del 1989 e nei primi mesi del 1990, ma la variabilità dei corsi è rimasta elevata e gli interventi ufficiali sono stati ingenti. La pronunciata debolezza dello yen, che perdurava agli inizi del maggio di quest'anno, costituisce un nuovo e serio episodio di distorsione dei rapporti di cambio, che potrebbe comportare il pericolo di un ritorno a più elevati avanzi commerciali giapponesi. Gli operatori dei mercati valutari non erano evidentemente del tutto convinti della fermezza dell'impegno al coordinamento delle politiche fra i maggiori paesi industriali, nonostante questi abbiano riaffermato tale impegno in occasione delle riunioni del Gruppo dei Sette in aprile e in maggio. Nondimeno, al momento in cui questa Relazione andava alle stampe le pressioni sullo yen cominciavano a dare segni di allentamento.

Nel 1989 i *mercati dei capitali* hanno continuato a mostrare una forte reattività, con ampi movimenti dei corsi azionari in entrambe le direzioni. Gli episodi di caduta delle quotazioni non hanno tuttavia suscitato timori di sfavorevoli ripercussioni sull'economia reale così come era avvenuto nel 1987, presumibilmente perché tali timori erano risultati infondati. Agli inizi del 1990 il mercato azionario di Tokyo ha subito una brusca caduta dei corsi, senza incontrare nell'immediato forti resistenze come in occasioni precedenti, ma anche senza esercitare quell'effetto di contagio sui mercati borsistici di altri paesi che aveva così marcatamente caratterizzato gli eventi nell'ottobre del 1987. I mercati delle *junk bonds* hanno vissuto momenti assai critici, ma non hanno trasmesso onde d'urto immediate ad altri segmenti del mercato. Negli Stati Uniti la crisi delle casse di risparmio ha assunto dimensioni ancora più ampie, tendendo a intaccare la fiducia nei confronti di altre istituzioni finanziarie. L'improvvisa caduta, nel febbraio 1990, dei corsi obbligazionari in alcuni paesi, e in modo particolare in Germania, è un altro segnale del nervosismo di fondo presente nei mercati finanziari durante il periodo in esame.

Il problema annoso per il quale non si è potuto osservare nessun progresso, ma anzi un ulteriore peggioramento, è quello costituito dalla grave situazione in

cui si trovano i paesi piú poveri, in primo luogo quelli dell'Africa sub-sahariana. Alcuni di essi presentano attualmente redditi pro capite *inferiori* ai livelli della metà degli anni sessanta. Approcci nuovi e piú promettenti – come ad esempio politiche di cambio piú realistiche – vengono talora adottati da alcuni di questi paesi, il che dà adito a nuove speranze. Tuttavia, data la rapida crescita demografica e le assai limitate competenze gestionali, per non parlare dei problemi piú generali inerenti al processo politico interno, la capacità di questi paesi di porre in atto programmi che possano determinare un'effettiva svolta appare seriamente menomata.

È questo, indubbiamente, il punto piú fosco nel quadro relativamente roseo dell'economia mondiale delineato in questa Relazione. Non si tratta certo dell'unica area in cui si richiedano difficili scelte di politica economica e un ripensamento degli approcci; tuttavia, essa si pone in evidenza come quella in cui risiedono i problemi piú gravi. Gli aspetti inerenti alle politiche verranno ripresi nelle Conclusioni. La Relazione si struttura nel modo tradizionale: a grandi linee essa spazia dalla sfera dell'economia reale ai mercati dei capitali e alle questioni inerenti alle politiche, esaminando dapprima ciascuna area prevalentemente sotto il profilo degli aspetti interni e quindi, nel capitolo immediatamente successivo, sotto l'aspetto internazionale. Una trattazione piú approfondita dei problemi di politica economica nei paesi dell'Europa orientale è stata integrata nel Capitolo II.

II. L'evoluzione economica generale nel 1989

Aspetti salienti

Lo scorso anno la crescita dell'economia mondiale è proseguita a un ritmo abbastanza sostenuto, pari al 3,5%, che segna tuttavia un rallentamento rispetto al 4^{1/4}% registrato nel 1988. La decelerazione ha riguardato principalmente le maggiori economie industriali, l'Europa orientale e i paesi in via di sviluppo; nei paesi industriali minori il tasso di espansione ha presentato invece un leggero aumento. La distribuzione geografica della crescita tra le economie industriali è cambiata lo scorso anno a favore dell'Europa continentale, che ha sopravanzato l'America del Nord, mentre il Giappone ha continuato a beneficiare di un'attività economica vigorosa. Nei primi anni della fase espansiva l'Europa continentale aveva accusato un certo ritardo rispetto all'America del Nord e al Giappone, ma nel 1988-89 la crescita di quell'area è stata molto dinamica e ha tratto impulso dal forte aumento delle esportazioni e dalla sostenuta attività d'investimento delle imprese. È all'origine di questo sviluppo la maggiore redditività aziendale, dovuta anche alla moderata progressione delle retribuzioni reali. Nella maggior parte dei paesi l'attuale ritmo di crescita dell'attività è ormai prossimo ai limiti posti dal potenziale produttivo, dato che le risorse inutilizzate sono state gradualmente assorbite durante i sette anni di espansione economica.

Con l'approssimarsi dei limiti di capacità, ed essendosi fatte più tese le condizioni sul mercato del lavoro, si sono anche intensificate le spinte sui prezzi e sui costi. Verso la fine del 1988 e nei primi mesi del 1989, l'inflazione è salita nella maggior parte dei paesi industriali, anche a causa del notevole rialzo dei prezzi del petrolio. Ma pur tenendo conto dell'influsso straordinario esercitato dalle oscillazioni di prezzo dei prodotti energetici e agricoli, nel 1988-89 i tassi d'inflazione sono aumentati nella maggior parte dei paesi industriali, di pari passo con l'incremento subito in generale dai costi del lavoro, con un certo rallentamento nella crescita della produttività e, nell'Europa continentale in particolare, con i più elevati margini di profitto. In reazione alle pressioni inflazionistiche, le condizioni monetarie si sono fatte più restrittive nel 1988 e sono state ulteriormente inasprite lo scorso anno, fuorché negli Stati Uniti dove i tassi d'interesse avevano già raggiunto un massimo in primavera e sono stati successivamente abbassati al manifestarsi di segni di debolezza nell'economia. La decelerazione dell'attività ha contribuito a frenare l'incremento dell'inflazione, divenuto particolarmente evidente nella prima parte dell'anno.

Nel 1989 gli squilibri esterni si sono ridotti negli Stati Uniti e in Giappone, anche se più lentamente che nel 1988, in termini reali (di volume). Per contro, la già elevata eccedenza esterna della Germania si è ampliata, su base annua, soprattutto nei confronti di vari altri paesi della CEE. L'evoluzione dei cambi non è stata sempre favorevole dal punto di vista dell'aggiustamento esterno. Infatti, il

deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale in Giappone nel corso dell'anno e la sostanziale invarianza nella media dell'anno di quello della Germania contrastano con i forti avanzi nei conti con l'estero.

Lo scorso anno nella maggior parte dei paesi industriali sono stati compiuti ulteriori progressi nel riequilibrio della finanza pubblica, cosicché la dimensione del debito pubblico in rapporto al PNL si è stabilizzata e, in taluni casi, è diminuita leggermente dopo un decennio di rapida crescita. Tuttavia, i recenti progressi ottenuti su questo fronte da alcuni paesi sono da ascrivere in larga parte al vigore dell'attività economica piuttosto che a modifiche esplicite nelle politiche di spesa.

Anche nei paesi in via di sviluppo lo scorso anno vi è stata una decelerazione della crescita, dal 4^{3/4}% del 1988 al 3^{1/4}%, in seguito al rallentamento del rapido ritmo di attività economica in Asia. Con un tasso di crescita di oltre il 5%, lo sviluppo delle economie asiatiche resta di gran lunga il più elevato nell'area in via di sviluppo, pur essendo stato il più lento dal 1982. Nell'America Latina l'attività economica ha continuato a ristagnare, sotto il duplice peso di un elevato debito esterno e di un'inflazione a livelli astronomici. Indicazioni leggermente più incoraggianti si hanno per il Medio Oriente, grazie agli ampi guadagni nelle ragioni di scambio. Per altri paesi le condizioni esterne sono state meno favorevoli. La crescita delle esportazioni è rallentata nonostante l'alta congiuntura nei paesi industriali, e i prezzi delle materie prime non petrolifere hanno subito un deciso calo in corso d'anno. La caduta dei prezzi esterni è stata particolarmente forte per i paesi dell'Africa sub-sahariana, dove ancora una volta la rapida crescita della popolazione ha determinato una contrazione del reddito pro capite.

Crescita del prodotto mondiale ¹									
Gruppi di paesi e aree	PIL del 1987			1978-84 media	1985	1986	1987	1988	1989
	in miliardi di dollari USA	in percentuale del totale, in termini di							
		dollari USA correnti	PPA ²	variazioni percentuali del PIL in termini reali					
Sette paesi maggiori	10.682	64,6	47,1	2,5	3,6	2,7	3,6	4,5	3,5
Altri paesi industriali ³	1.903	11,4	9,8	2,0	3,0	2,6	3,0	3,3	3,6
Paesi in via di sviluppo	2.615	15,8	29,8	3,9	4,1	4,6	4,5	4,7	3,2
Maggiori produttori di petrolio ⁴	759	4,5	6,5	2,4	0,2	0,4	1,0	1,8	1,7
Altri PVS	1.856	11,3	23,3	4,6	5,6	6,3	6,1	5,9	3,6
Africa e Medio Oriente	196	1,2	2,1	4,1	4,0	2,5	0,9	4,3	3,1
Asia	1.073	6,5	15,1	6,2	6,4	7,0	8,3	9,5	5,2
di cui: NIEs ⁵	293	1,8	2,1	7,4	3,7	10,6	12,1	9,2	6,3
America Latina	587	3,6	6,1	1,8	4,7	6,3	3,7	-0,4	1,0
Europa orientale ⁶	1.347	8,2	13,3	3,0	3,5	2,9	1,9	3,9	1,8
Totale mondiale ⁷	16.547	100,0	100,0	2,7	3,6	3,1	3,6	4,3	3,4

¹ Per i gruppi di paesi le medie sono ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio del 1987, includendo tutti i paesi il cui PIL nel 1987 ammontava ad almeno \$ USA 0,1 miliardi. ² Parità di potere d'acquisto, basate su dati forniti da A. Heston e R. Summers, University of Pennsylvania. ³ Comprende i paesi elencati nella tabella di pagina 24, più Islanda e Lussemburgo. ⁴ Membri OPEC, Bahrain, Oman, Messico e Trinidad e Tobago. ⁵ Economie di nuova industrializzazione: Hong Kong, Singapore, Corea del Sud e Taiwan. ⁶ Prodotto materiale netto o PIL convertito a tassi di cambio non commerciali. ⁷ Calcolato impiegando pesi espressi in dollari USA correnti. L'impiego di pesi in termini di PPA comporta variazioni solo marginali.

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

Sviluppi straordinari si sono prodotti nei paesi dell'Europa orientale, che per la maggior parte stanno ora affrontando radicali trasformazioni politiche ed economiche. Dopo aver ripudiato i sistemi a economia pianificata, la maggioranza di essi sta tentando di adottare economie di mercato. Sebbene le condizioni economiche e le strategie di riforma differiscano notevolmente tra i singoli paesi, questi si trovano tutti a dover affrontare un insieme analogo di problemi di fondo nel trasformare le loro strutture economiche in un sistema decentralizzato e orientato al profitto. Tali argomenti verranno trattati in un ampio contesto alla fine di questo capitolo.

I paesi industriali

La crescita è rimasta sostenuta nell'Europa continentale e in Giappone, ma è rallentata nell'America del Nord

Nel 1989 il baricentro della crescita delle economie industriali si è spostato dall'America del Nord all'Europa continentale, mentre in Giappone l'attività economica è rimasta sostenuta. Gli Stati Uniti e il Canada hanno registrato un rallentamento che ha riguardato in particolare l'industria manifatturiera, mentre in Germania, Francia e in alcuni paesi europei minori il livello dell'attività economica continuava a mantenersi sostenuto sotto l'impulso delle esportazioni e degli investimenti fissi delle imprese.

Lo scorso anno la maggior parte dei paesi industriali ha presentato tassi molto elevati di utilizzo della capacità e condizioni più tese sul mercato del lavoro. I posti di lavoro vacanti sono generalmente aumentati e, come mostra il grafico alla pagina seguente, i tassi di disoccupazione sono calati nella maggior parte dei paesi, fino a toccare in taluni casi il livello più basso da oltre un decennio. La redditività delle imprese è significativamente migliorata in Europa, in parallelo con il *boom* delle esportazioni, mentre nell'America del Nord la più debole attività nel settore manifatturiero si è accompagnata a una flessione dei profitti. L'aumento della redditività complessiva in Europa e nell'America del Nord nel corso degli anni ottanta, che ha fatto seguito a un periodo di compressione dei profitti durante il decennio precedente, costituisce un importante fattore all'origine della solidità e durata dell'attuale fase di espansione economica, particolarmente per il ruolo rilevante svolto dagli investimenti delle imprese. Hanno contribuito all'aumento della redditività la moderazione delle retribuzioni reali, il ribasso del petrolio in termini reali e gli accresciuti guadagni di produttività negli anni ottanta (si veda il paragrafo dedicato a prezzi, costi e quote di profitto in questo capitolo).

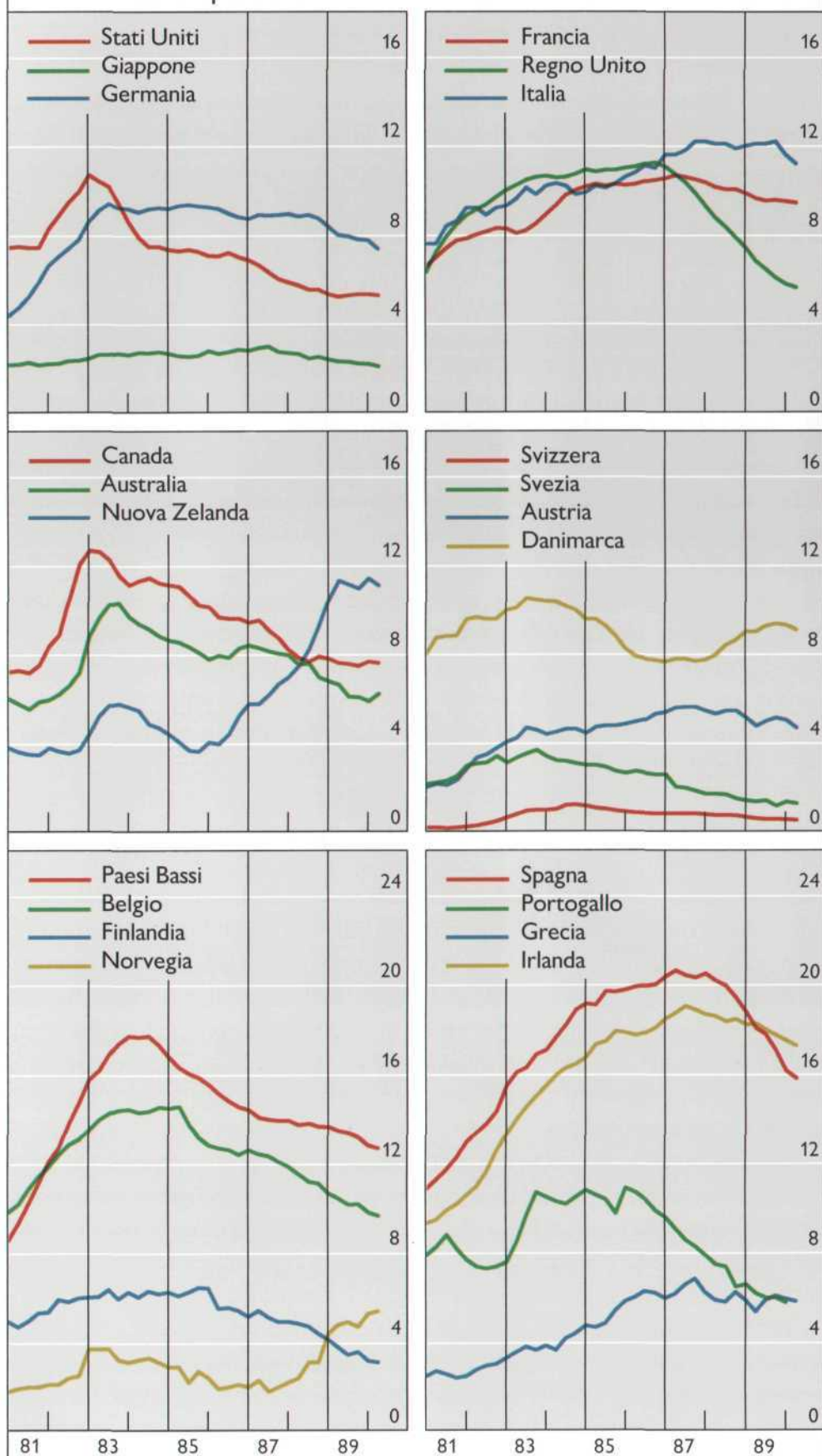
Maggiori profitti delle imprese

Spinte sui prezzi e sui salari

Ulteriore inasprimento delle condizioni monetarie

Parallelamente all'alto livello dell'attività economica in generale, nel 1988 hanno cominciato ad accumularsi spinte sui prezzi e sui salari, rafforzatesi ulteriormente nella prima metà del 1989. L'accelerazione nella dinamica dei prezzi è attribuibile in parte all'influsso straordinario prodotto dal forte rincaro del petrolio e in taluni paesi, come Giappone e Germania, a un aggravio dell'imposizione indiretta. Tuttavia, nella seconda metà dell'anno queste pressioni si sono in certa misura attenuate, in parte per effetto della manovra di restrizione monetaria iniziata nel 1988 e proseguita lo scorso anno nella maggior parte dei paesi (si veda il Capitolo VI). A questo riguardo, un'eccezione è rappresentata dagli Stati Uniti che nella primavera del 1989 hanno cautamente allentato la politica monetaria, consentendo una certa flessione dei tassi a breve, allorché si

Tassi di disoccupazione*



* In percentuale; definizioni e statistiche nazionali.

sono manifestati i primi segni di indebolimento dell'attività economica, confermati successivamente dai modesti risultati conseguiti dall'industria di trasformazione.

Classiche pressioni da eccesso di domanda si sono manifestate nel Regno Unito, in Canada, Australia, Finlandia, Spagna e Svezia, accompagnate da una significativa ripresa dell'inflazione e da un deterioramento del saldo con l'estero nel 1988-89. Tutti questi paesi hanno inasprito le politiche monetarie, e nella maggior parte dei casi i tassi nominali a breve sono saliti nel 1989 ai massimi livelli dagli inizi degli anni ottanta.

Si stanno raggiungendo i limiti di capacità

In un certo numero di paesi, tra cui Germania e Francia, la solidità e la durata della fase espansiva, accompagnata da modeste spinte inflazionistiche, hanno reso dubbie le precedenti stime sul livello del prodotto potenziale. Nonostante l'elevato grado di utilizzo della capacità, osservato di recente, e i decrescenti livelli di disoccupazione, l'espansione produttiva è stata generalmente più forte del previsto, mentre fino a epoca recente le pressioni su prezzi e salari si sono intensificate in misura moderata. Nondimeno, le indicazioni sempre più frequenti di carenza di manodopera specializzata in talune industrie e le connesse spinte salariali, nonché il recente rallentamento dell'attività in alcuni paesi con tassi di disoccupazione relativamente bassi, come Stati Uniti e Svezia, indicano in effetti che si stanno raggiungendo, e in taluni casi si sono superati, i limiti di capacità, evidenziando la minaccia di ulteriori pressioni inflazionistiche.

La situazione della finanza pubblica

Nel 1989 i disavanzi di bilancio delle amministrazioni pubbliche hanno continuato a diminuire nella maggior parte dei paesi industriali. La tabella di pagina 14 mostra il miglioramento intervenuto nelle finanze pubbliche. In Germania il saldo delle amministrazioni pubbliche è passato in attivo per la prima volta da quasi due decenni, mentre l'eccedenza è aumentata in Giappone, Regno Unito, Australia, Finlandia e Svezia. Negli Stati Uniti, nonostante i sensibili progressi compiuti dal 1986, lo scorso anno non è stato possibile conseguire una riduzione del disavanzo federale, a causa di un ulteriore imprevisto fabbisogno di finanziamento connesso alla ristrutturazione del settore delle casse di risparmio.

È diminuita la dimensione del debito pubblico in rapporto al PNL

Come si rileva dal grafico a pagina 16, negli ultimi anni la maggior parte dei paesi industriali è riuscita a stabilizzare o a ridurre le dimensioni del debito pubblico in rapporto al PNL, le quali erano andate rapidamente aumentando negli anni settanta e agli inizi degli anni ottanta. Tra i sette maggiori paesi industriali tutti, a eccezione dell'Italia, sono riusciti a stabilizzare o ad abbassare gli indici di indebitamento del settore pubblico. Nel Regno Unito tale indice è diminuito sensibilmente dagli inizi degli anni settanta, dapprima come conseguenza di un'inflazione a due cifre, e poi per effetto di strategie a medio termine di bilancio e di privatizzazione, introdotte da oltre un decennio. Nondimeno, diversi paesi industriali debbono affrontare rilevanti problemi di bilancio, con crescenti oneri per il servizio del debito, aggravati dal generale rialzo dei tassi d'interesse a partire dalla metà del 1988. Il Belgio e l'Irlanda, che con quote pari rispettivamente al 133 e al 126% del PIL presentano due dei più elevati indici di indebitamento, sono entrambi riusciti a stabilizzare tali coefficienti, malgrado i maggiori costi per il servizio del debito, accumulando cospicue eccedenze (equivalenti a oltre il 3% del PIL nel 1989) nei bilanci primari (al netto degli interessi) delle amministrazioni pubbliche.

Saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche ¹							
Paesi	1973	1980-84 media	1985	1986	1987	1988	1989 ²
	in percentuale del PNL/PIL						
Stati Uniti	0,6	- 2,5	- 3,3	- 3,4	- 2,4	- 2,0	- 2,0
Giappone ³	0,5	- 3,5	- 0,8	- 0,9	0,6	2,1	2,7
	-2,7	- 6,7	- 4,2	- 4,2	- 1,4	0,6	1,3
Germania	1,2	- 2,9	- 1,1	- 1,3	- 1,8	- 2,1	0,2
Francia	0,9	- 2,1	- 2,9	- 2,7	- 2,0	- 1,8	- 1,4
Regno Unito	-2,6	- 3,1	- 2,7	- 2,3	- 1,3	1,0	1,1
Italia	-8,0	-12,0	-13,6	-12,3	-11,7	-11,6	-11,3
Canada	0,9	- 4,7	- 6,8	- 5,5	- 4,4	- 2,6	- 3,4
Australia ⁴	0,1	- 1,7	- 3,1	- 2,7	- 1,5	0,3	2,0
Austria	1,3	- 2,7	- 2,5	- 3,7	- 4,3	- 3,1	- 2,8
Belgio	-3,5	-11,1	- 8,9	- 9,0	- 7,4	- 7,1	- 6,5
Danimarca	5,3	- 6,1	- 2,1	3,4	2,6	0,3	- 1,7
Finlandia	5,8	- 0,1	0,1	0,8	- 1,1	1,4	2,7
Grecia	-1,4	- 7,9	-14,0	-12,7	-12,0	-14,5	-17,6
Irlanda ⁵	-3,8	-14,5	-12,8	-12,8	- 9,9	- 3,3	- 2,4
Norvegia	5,8	5,3	10,4	5,8	4,8	3,1	0,9
Nuova Zelanda ^{4,7}	-2,5	- 7,3	- 7,2	- 4,2	- 3,7	0,8	2,7
Paesi Bassi ⁶	1,9	- 5,7	- 4,4	- 5,0	- 4,9	- 4,3	- 3,9
Portogallo	1,4	-10,0 ⁸	-10,1	- 7,2	- 6,9	- 6,5	- 5,3
Spagna	1,1	- 4,5	- 7,0	- 6,1	- 3,6	- 3,1	- 2,2
Sudafrica ⁷	-1,1	- 3,4	- 3,1	- 4,3	- 5,4	- 4,4	- 5,0
Svezia	4,1	- 4,8	- 3,8	- 1,3	4,2	3,4	5,3
Svizzera ⁶	-1,1	- 0,5	- 0,1	1,1	0,8	0,7	0,2
Turchia	-1,8	- 3,1	- 2,9	- 3,6	- 4,5	- 4,0	- 3,8

¹ Compreso il settore della previdenza sociale, ma escluse le transazioni in conto capitale di natura finanziaria. ² Dati in parte stimati. ³ Le cifre in corsivo comprendono le imprese nazionalizzate (sulla base dei conti finanziari). ⁴ Esercizi finanziari terminanti nell'anno indicato. ⁵ Fabbisogno di finanziamento del Tesoro. ⁶ Escluso il settore previdenziale. ⁷ Amministrazione centrale. ⁸ 1981-84.

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

I progressi compiuti nel consolidamento delle finanze pubbliche sono in parte il risultato di deliberate strategie a medio termine di riduzione del disavanzo; Irlanda, Regno Unito e Australia ne sono esempi particolarmente rilevanti. Tuttavia, il beneficio in termini di bilancio, derivante dal vigore dell'attività economica e non da modifiche esplicite nelle politiche di spesa, ha parimenti contribuito a migliorare i conti pubblici e ad annullare l'effetto "valanga" dell'accumulo di debito (ossia l'emissione di prestiti per finanziare il pagamento degli interessi). Il favorevole andamento congiunturale ha comportato un forte aumento delle entrate e minori esborsi per talune categorie di spesa, come ad esempio le indennità di disoccupazione. Un deterioramento anche modesto della situazione economica potrebbe peraltro annullare parte di questi guadagni.

Negli ultimi anni molti paesi industriali hanno ristrutturato i sistemi tributari e introdotto incentivi dal lato dell'offerta dell'economia al fine di accrescerne l'efficienza. È evidente come sia stato posto l'accento sulle politiche dell'offerta

Ristrutturazione
dei regimi fiscali
e incentivi dal
lato dell'offerta

e sull'apprestamento di meccanismi istituzionali che promuovano l'iniziativa privata. Nel 1986 gli Stati Uniti introdussero un'importante riforma fiscale, ampliando la base imponibile delle imposte sui redditi delle persone fisiche e giuridiche e riducendo sensibilmente le aliquote. Recentemente anche il Giappone ha abbassato le aliquote marginali dell'imposta sul reddito, compensando in parte la perdita di gettito fiscale mediante un'imposta sui consumi introdotta lo scorso anno. Nel quadro del programma di riforma fiscale in tre stadi, la Germania ha semplificato la struttura impositiva e ridotto le aliquote marginali dell'imposta sul reddito nel 1988, ha elevato le imposte indirette nel 1989 e ha attuato una forte riduzione dell'imposizione sul reddito agli inizi di quest'anno. Tra gli altri paesi che di recente hanno introdotto, o progettato, riforme fiscali, vanno annoverati Francia, Canada e alcune economie minori, come Austria, Danimarca, Finlandia, Portogallo e Svezia.

Le tre economie maggiori

Rallentamento
della crescita
del PNL reale
negli Stati Uniti

Con un aumento del 3% del PNL nel 1989, gli Stati Uniti hanno registrato il settimo anno consecutivo di crescita economica, che fa dell'attuale la più lunga fase di espansione ciclica fin dagli anni sessanta. Benché il tasso di crescita sia stato considerevolmente inferiore a quello dei due precedenti anni, esso risulta maggiormente in linea con il potenziale stimato di sviluppo a più lungo termine dell'economia. Il tasso di disoccupazione, che era diminuito di anno in anno nel periodo 1983-88, si è mantenuto sul 5¹/₄% per gran parte del 1989 e nei primi mesi del 1990. Alcuni segni di indebolimento dell'attività economica hanno indotto le autorità, nella primavera scorsa, ad allentare cautamente le redini della politica monetaria, consentendo ai tassi d'interesse di muoversi verso il basso. La crescita di circa il 2% del PNL reale nel primo trimestre del 1990, insieme al calo dei tassi d'interesse nello scorso anno e al ragionevole equilibrio tra produzione e vendite, consente di equiparare il rallentamento congiunturale negli Stati Uniti durante la seconda metà del 1989 all'analogo episodio di pausa dello sviluppo che si ebbe nel corso del 1986.

Indebolimento
dell'attività
nell'industria
di trasformazione

L'indebolimento registrato lo scorso anno ha riguardato soprattutto il settore industriale dell'economia e si è rispecchiato in una caduta delle quote di profitto. Nell'industria manifatturiera la produzione è aumentata solo dell'1,5% nel 1989, mentre nel 1988 l'incremento era stato di oltre il 5%. L'occupazione in questo settore è andata progressivamente calando dal marzo 1989 al febbraio 1990. Il rallentamento, particolarmente accentuato nella seconda metà del 1989, è stato preceduto da un calo della produzione nelle industrie di assemblaggio di autoveicoli e nelle aziende fornitrici collegate. Un prolungato conflitto di lavoro nell'industria aeronautica ha altresì ridotto di 1 punto percentuale la crescita della produzione industriale nel quarto trimestre. Per contro, la produzione agricola ha segnato una ripresa dopo la siccità del 1988 e il settore dei servizi si è mantenuto a elevati livelli di attività.

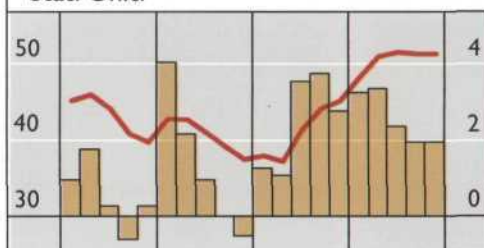
Lo scorso anno l'aumento della spesa per consumi delle famiglie è stato moderato, in quanto la vivace domanda di servizi è stata controbilanciata da un rallentamento nell'acquisto di beni, in particolare durevoli. Nondimeno, la spesa per consumi ha fornito dinamismo all'attività economica allorché, nella seconda metà dell'anno, altri settori hanno dato segni di debolezza. Il calo nella crescita

Debito pubblico lordo e disavanzo delle amministrazioni pubbliche

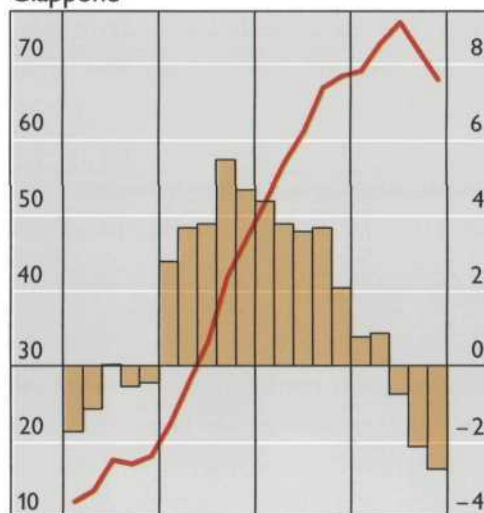
in percentuale del PNL/PIL

— debito pubblico lordo (ordinata di sinistra)
 ■ disavanzo delle amministrazioni pubbliche (ordinata di destra)

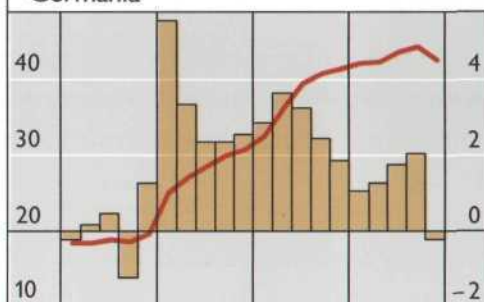
Stati Uniti



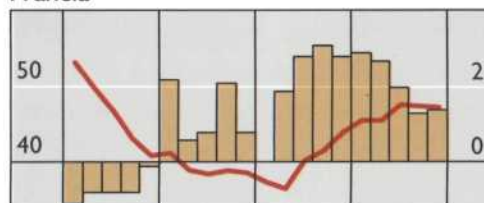
Giappone



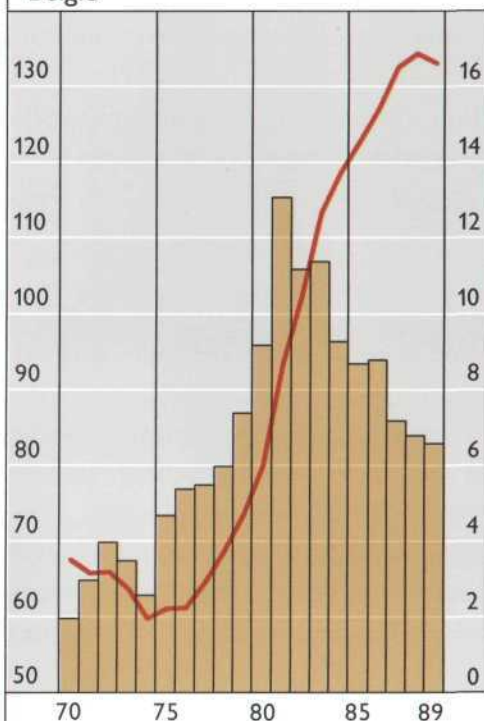
Germania



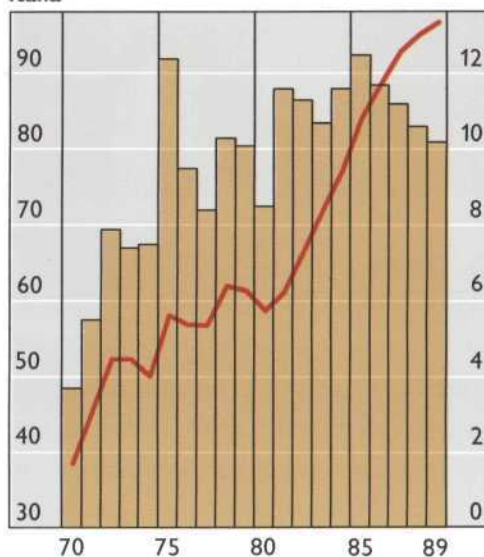
Francia



Belgio



Italia



Fonte: OCSE.

della domanda globale si è palesato nelle esportazioni e negli investimenti fissi. La flessione degli investimenti fissi reali delle imprese ha rispecchiato una decelerazione nella spesa in macchinari e impianti e la perdurante debolezza delle costruzioni non residenziali. Il più vivace ritmo assunto dagli investimenti di tipo

Andamento del PNL/PIL reale e delle componenti della domanda: paesi industriali maggiori								
Paesi e periodi	PNL/ PIL ¹	Doman- da interna totale	Componenti della domanda					Per me- moria: investi- menti fissi privati (escluse abita- zioni) ³
			con- sumi privati	con- sumi pub- blici	in- vesti- menti fissi totali	varia- zione delle scorte ²	espor- tazioni nette ²	
variazioni percentuali								
Stati Uniti								
1960-69 media	4,3	4,5	4,2	4,7	4,7	0,1	-0,2	5,6
1969-82 media	2,1	2,0	2,7	1,0	0,9	-0,2	0,1	1,4
1982-88 media	4,1	4,5	4,0	3,4	6,5	0,3	-0,5	5,1
1987	3,8	3,2	2,8	2,6	2,5	0,5	0,3	3,9
1988	4,4	3,3	3,4	0,4	5,8	0,1	1,1	8,4
1989	3,0	2,4	2,7	2,7	1,6	-0,1	0,6	3,3
1989, 4° trim. ⁴	2,6	1,9	2,5	0,5	0,6	0,2	0,7	3,7
Giappone								
1960-69 media	10,4	10,3	9,2	5,8	15,6	0,3	-0,6	15,1
1969-82 media	4,9	4,5	4,7	4,7	4,2	-0,1	0,4	4,7
1982-88 media	4,2	4,4	3,5	2,5	6,5	0,1	-0,1	9,3
1987	4,6	5,3	4,2	-0,6	10,2	-0,3	-0,6	8,2
1988	5,8	7,7	5,2	2,2	12,8	0,3	-1,7	15,5
1989	4,8	5,8	3,5	2,1	10,9	-0,1	-1,1	17,7
1989, 4° trim. ⁴	4,7	6,5	4,0	1,9	11,7	-0,1	-1,7	18,4
Germania								
1960-69 media	4,4	4,5	4,8	4,4	3,9	0,1	0,0	4,8
1969-82 media	2,4	2,4	3,0	3,1	1,0	-0,3	0,3	1,2
1982-88 media	2,4	2,5	2,4	1,8	2,5	0,3	0,0	4,5
1987	1,8	2,9	3,5	1,5	2,1	0,1	-1,1	4,2
1988	3,7	3,7	2,7	2,2	6,0	0,4	0,0	7,3
1989	4,0	2,7	1,7	-0,8	7,2	0,4	1,3	8,6
1989, 4° trim. ⁴	3,7	3,6	1,9	-2,2	7,1	1,4	0,1	11,1
Per le note si veda la tabella di pagina 22.								

Buona tenuta dei settori dei servizi e dell'agricoltura

estensivo, in nuovi impianti industriali, è stato più che controbilanciato da un calo nel comparto delle costruzioni per usi commerciali e per uffici. La contrazione del 7% degli investimenti reali privati in abitazioni tra il quarto trimestre 1988 e il corrispondente periodo del 1989 ha parimenti concorso alla più lenta crescita del PNL e ha rispecchiato il livello relativamente elevato dei tassi ipotecari all'inizio dell'anno. Tra il 1988 e il 1989 le vendite di nuove case unifamiliari sono calate del 3,8%. A causa della diminuzione delle vendite in generale, il numero delle concessioni edilizie è precipitato da un massimo di 1,81 milioni di unità nel 1986 a circa 1,39 milioni nel 1989, il livello più basso dal 1982.

Minori progressi nel ridurre il disavanzo federale

Negli ultimi anni la politica di bilancio degli Stati Uniti è stata guidata dagli obiettivi fissati dalla legge Gramm-Rudman-Hollings (GRH), miranti a eliminare gradualmente il disavanzo federale su una base unificata di bilancio. Quantunque

la sua efficacia sia stata minore di quanto originariamente previsto – in parte perché gli obiettivi si applicano solo alle previsioni di bilancio – la legge GRH ha esplicato un influsso restrittivo sul processo di formazione del bilancio. Da un massimo di \$ 221 miliardi nel 1986, il disavanzo federale è sceso a \$ 152 miliardi nell'esercizio fiscale 1989 (conclusosi il 30 settembre). Tuttavia, il disavanzo dello scorso anno ha nettamente superato l'obiettivo fissato in \$ 136 miliardi, ed è prossimo al deficit registrato nel 1988. Ha ostacolato un'ulteriore riduzione del disavanzo la spesa addizionale per oltre \$ 10 miliardi connessa alla ristrutturazione delle casse di risparmio. È previsto che la nuova istituzione governativa creata a tal fine, la "Resolution Trust Corporation", eroghi \$ 19 miliardi "on-budget" e raccolga fondi per ulteriori \$ 30 miliardi "off-budget" nell'arco di diversi anni (si veda il Capitolo IV).

Più di recente, dopo un'iniziale situazione di stallo politico, che ha attivato riduzioni indifferenziate della spesa ("sequestration"), è stato infine adottato un accordo di compromesso sul bilancio preventivo per l'esercizio fiscale 1990, che manteneva per la durata di diversi mesi ampie riduzioni automatiche di spesa (ripartite in ugual misura tra difesa e programmi discrezionali interni) ed era integrato da altri provvedimenti minori di contenimento dei costi. Il progetto di bilancio per il 1991 prosegue questa strategia di consolidamento a medio termine, con previsioni di aumento delle entrate del 9% e della spesa del 3% soltanto, cui potrebbero aggiungersi ulteriori riduzioni degli stanziamenti per la difesa, alla luce della distensione nelle relazioni politiche con l'Unione Sovietica.

Lo scorso anno l'economia del Giappone ha continuato a espandersi vigorosamente, con una crescita del PNL reale vicina al 5%. Trainata da una sostenuta attività d'investimento delle imprese, l'espansione economica si è accompagnata in questa fase a condizioni assai tese sui mercati dei beni e del lavoro. La produzione industriale e l'occupazione nell'industria manifatturiera hanno continuato ad aumentare nel 1989, anche se più lentamente rispetto al veloce ritmo del 1987-88, e il tasso di utilizzo della capacità nell'industria di trasformazione ha raggiunto nell'agosto scorso il livello massimo degli ultimi quindici anni. A dicembre la disoccupazione era scesa a un tasso del 2,1%, il più basso da quasi un decennio. Il favorevole clima imprenditoriale e le pressioni sulla capacità produttiva hanno fatto balzare a quasi il 18% nel 1989 (il valore più alto tra i maggiori paesi industriali) gli investimenti fissi privati non residenziali, destinati sia all'ampliamento della capacità sia a innovazioni risparmiatrici di lavoro. Per contro, lo scorso anno gli investimenti nell'edilizia abitativa hanno subito un rallentamento, e il numero delle concessioni edilizie è stato inferiore alla punta massima raggiunta nel quarto trimestre del 1987. Anche la crescita dei consumi privati è stata moderata e ha presentato una dinamica alquanto irregolare nel corso del 1989. L'introduzione, il 1° aprile, di un'imposta generale sui consumi del 3% ha fatto spostare al primo e al terzo trimestre talune decisioni di spesa per consumi privati ed è il principale fattore all'origine del calo assoluto del PNL e dei consumi reali nel secondo trimestre.

In gran parte per effetto della rapida crescita della domanda globale e dei più stringenti vincoli di capacità produttiva gravanti sull'offerta interna, l'eccedenza delle esportazioni nette reali si è nuovamente ridotta lo scorso anno,

L'attività economica del Giappone è proseguita a ritmo sostenuto ...

... con conseguenti tensioni nel mercato del lavoro ...

... e una riduzione dell'eccedenza delle esportazioni nette

sebbene in misura minore che nel 1988. Nonostante il forte miglioramento della competitività internazionale del Giappone (tabella di pagina 32), è proseguito il processo di aggiustamento internazionale, riflettendo in parte gli effetti dell'apprezzamento registrato dallo yen nel 1985-88.

La politica monetaria è stata resa più restrittiva

Nell'intento di frenare l'indebolimento dello yen sui mercati dei cambi e di contrastare le incipienti tensioni sui prezzi e sui salari, le condizioni monetarie sono state rese più restrittive, portando a un aumento dei tassi d'interesse in corso d'anno. Sul fronte fiscale, il Giappone persegue una politica di consolidamento del bilancio fin dagli inizi degli anni ottanta. Ciò si è tradotto in un netto miglioramento del saldo finanziario delle amministrazioni pubbliche, con un calo dell'incidenza del debito pubblico sul PNL verso la fine del decennio. L'obiettivo ufficiale di porre fine alle emissioni di obbligazioni per il finanziamento del deficit, fissato quasi dieci anni fa, è stato conseguito con il bilancio preliminare di quest'anno. Dato l'aumento delle entrate dovuto alla vigorosa attività economica, l'orientamento sostanzialmente neutrale della politica fiscale nel 1989 era compatibile con un ulteriore miglioramento della posizione di bilancio.

Inattesa forte crescita del PNL in Germania

Nel 1988-89 la crescita economica della Germania è stata inaspettatamente forte, avendo fatto registrare una media annua di quasi il 4%, il risultato migliore dalla seconda crisi petrolifera. Il rapido aumento del PNL è stato determinato in ampia misura dall'esuberanza delle esportazioni che a loro volta sono state alimentate dal vigore dell'attività economica in Europa. Un ulteriore stimolo alle esportazioni è derivato dal deprezzamento del tasso di cambio nella prima metà del 1989. Anche la crescita degli investimenti, che all'inizio della fase espansiva era stata moderata, si è fortemente accelerata nel 1988-89. Lo scorso anno la spesa privata in investimenti fissi non residenziali è aumentata di quasi il 9% in termini reali. Di recente hanno contribuito alla forte dinamica degli investimenti l'aumento dei livelli di utilizzo della capacità, la vigorosa domanda di esportazioni e il nettissimo incremento dei margini di profitto delle imprese.

Nonostante l'esuberanza degli investimenti, lo scorso anno l'espansione della domanda interna totale in Germania è stata notevolmente più lenta a causa della debolezza dei consumi privati e pubblici. Il rallentamento nella crescita dei consumi privati, dal 2,7% del 1988 all'1,7% del 1989, è in parte attribuibile al livello alto e crescente dei tassi d'interesse, riconducibile a sua volta alla manovra, avviata dalla Deutsche Bundesbank nella primavera del 1988, tendente a contrastare un'inflazione in aumento e a sostenere il tasso di cambio. La debole dinamica dei consumi si è tradotta in una più lenta crescita della domanda interna globale e ha contribuito all'aumento dell'eccedenza esterna reale della Germania, che ha in ampia misura fatto da contropartita all'accentuarsi degli squilibri bilaterali nei confronti di Italia, Francia e Spagna.

Il programma di riforma fiscale in tre stadi

Lo scorso anno la politica di bilancio tedesca si è fatta più restrittiva in seguito al contenimento dei consumi pubblici e a un aumento delle imposte di fabbricazione, in particolare sui prodotti energetici. Insieme ai guadagni più ampi del previsto sotto forma di "dividendo della crescita" – minori indennità di disoccupazione, ridotto numero di beneficiari di altri schemi di integrazione del reddito, crescenti entrate tributarie e contributi previdenziali – ciò si è tradotto

in un saldo attivo delle amministrazioni pubbliche, per la prima volta nell'arco di quasi due decenni. La maggiorazione delle imposte indirette rientra in un più ampio programma di riforma tributaria in tre stadi, destinato a creare un sistema fiscale meno distorsivo. Nel 1988, nel quadro di questa riforma, erano state apportate riduzioni alle imposte sul reddito – contribuendo a quell'epoca a un'azione di stimolo fiscale – e all'inizio di quest'anno è stata attuata l'ultima e più importante parte della riforma, che ha comportato uno sgravio fiscale netto stimato a 1¹/₄% del PNL. Tuttavia, la collocazione temporale di questi tagli d'imposta potrebbe non essere esente da problemi, tenuto conto del loro potenziale effetto espansivo sull'economia in un momento in cui sono chiaramente evidenti sintomi di strozzature dal lato della capacità produttiva. In aggiunta, ulteriori effetti propulsivi potrebbero provenire dal bilancio supplementare per il 1990, che implica un'accelerazione dal 3 a quasi il 6% nella crescita della spesa federale, destinando la maggior parte dei nuovi fondi agli aiuti alla Repubblica democratica tedesca. D'altra parte, nella misura in cui le importazioni aumentassero di riflesso all'esuberanza della domanda, il processo di aggiustamento esterno dovrebbe risulterne agevolato.

Le altre maggiori economie industriali

Nel 1989 l'economia della *Francia* si è sviluppata a un tasso di circa il 3,5% per il secondo anno consecutivo, trainata dalla forte crescita delle esportazioni e degli investimenti delle imprese. Ciò ha determinato un ulteriore modesto calo della disoccupazione, che segna una benefica inversione di tendenza rispetto all'ininterrotto aumento registratosi dalla prima crisi petrolifera fino al 1987. La spesa per impianti e attrezzature è decisamente rallentata rispetto ai livelli di oltre il 10% del 1988 – i più alti dalla fine degli anni sessanta – ma ha continuato a rappresentare un fattore chiave della crescita. L'aumento del gettito fiscale indotto dalla forte progressione dei redditi negli ultimi anni, unitamente all'azione di contenimento della spesa in rapporto al PIL, ha concorso a una graduale riduzione del disavanzo finanziario delle amministrazioni pubbliche, da un massimo di circa il 3% ad approssimativamente l'1,5% del PIL nel 1989.

Nonostante gli alti tassi di utilizzo della capacità, in Francia le tensioni sui prezzi e sui salari si sono mantenute modeste, in parte grazie alla disciplina imposta dalla partecipazione allo SME e all'impegno del governo per la stabilità del cambio. Come mostra la tabella di pagina 32, la moderata dinamica salariale, osservabile in Francia negli ultimi anni, si pone in netto contrasto con gli andamenti degli anni settanta e dei primi anni ottanta. I contenuti incrementi delle retribuzioni monetarie e i maggiori guadagni di produttività in epoca recente, insieme alla caduta dei prezzi del petrolio nel 1986, hanno contribuito a un netto miglioramento dei profitti. In termini di aumento dei profitti netti negli ultimi anni, la Francia ha registrato uno dei valori più alti tra i paesi industriali. Benché gli sviluppi dello scorso anno siano stati nel complesso favorevoli, vi sono stati anche diversi problemi, come l'ondata di conflitti di lavoro in autunno, specie nel settore pubblico, il persistente elevato livello della disoccupazione nonostante il considerevole aumento dell'occupazione, e il deterioramento del saldo commerciale dei prodotti manufatti.

Forte dinamica
delle esportazioni
e degli investi-
menti in Francia

Moderate spinte
sui prezzi e sui
salari

Nel Regno Unito
l'attività econo-
mica è rallentata ...

... sebbene
permangano
segni di surri-
scaldamento

Nel *Regno Unito*, dopo una crescita assai sostenuta nel 1987-88, l'attività economica ha subito un deciso rallentamento lo scorso anno. Il precedente ritmo di espansione economica aveva rispecchiato il *boom* della domanda di investimenti e di beni di consumo, sorretta da una forte ripresa dell'indebitamento privato, soprattutto sotto forma di crediti al consumo e di mutui ipotecari. Nel 1989 i progressi in termini di unità occupate sono stati ancora notevoli, il tasso di disoccupazione è sceso al 5,7% a fine anno e gli incrementi salariali sono saliti quasi al 9%. Il surriscaldamento dell'economia britannica è stato caratterizzato da una forte ascesa dei costi unitari del lavoro, da un'inflazione crescente e, in un primo momento, da un netto aggravio del saldo negativo delle esportazioni.

Nel tentativo di contrastare tali pressioni, nel 1988 e nel 1989 la politica monetaria è stata resa più stringente. Insieme all'orientamento cauto della politica di bilancio, il rialzo dei tassi d'interesse ha contribuito a una decelerazione della domanda interna e della crescita del PIL reale, scesi rispettivamente al 3¹/₄ e al 2¹/₄%. La flessione nella crescita della domanda totale interna, particolarmente evidente nel secondo semestre dell'anno, è stata contraddistinta da un rallentamento negli investimenti fissi privati non residenziali e nei consumi delle famiglie. Questi andamenti hanno contribuito a un calo dei tassi di utilizzo della capacità e alla stabilizzazione del tasso d'inflazione dei prezzi nel corso del 1989. Nondimeno, sul mercato del lavoro le tensioni hanno continuato ad accentuarsi, cosicché permangono dubbi circa la possibilità di contenere le spinte sui salari e sui costi del lavoro.

Perdurante forte
crescita in Italia

In sintonia con gli sviluppi nell'Europa continentale in genere, lo scorso anno l'attività economica in *Italia* è proseguita a ritmo sostenuto, facendo registrare un aumento del 3¹/₄% del PIL. La crescita del prodotto è stata trainata dagli investimenti fissi e dalle esportazioni. A fine 1989 la disoccupazione era scesa leggermente al disotto dei precedenti livelli di fine anno, i tassi di utilizzo della capacità erano saliti e la produzione industriale si era fortemente accresciuta. Tuttavia, il corso globalmente favorevole degli sviluppi economici non ha comportato risultati consistenti nel ridurre il disavanzo finanziario della pubblica amministrazione. Il ritmo sostenuto dell'attività economica ha altresì determinato spinte sui salari e sui prezzi, nonostante il livello persistentemente elevato della disoccupazione e un significativo rialzo dei tassi d'interesse durante l'anno. La sfavorevole dinamica dei costi del lavoro rispetto ai principali *partners* commerciali dell'Italia ha contribuito a un forte deterioramento della sua competitività internazionale, impedendo una sostanziale correzione del saldo negativo delle esportazioni.

Decelerazione
della crescita
in Canada ...

Nel 1989 la crescita economica del *Canada* ha subito una decelerazione, a seguito dei fenomeni di surriscaldamento, manifestatisi dopo sei anni di robusta attività economica, e dei livelli assai elevati di utilizzo delle risorse. A metà 1989 la disoccupazione, pari al 7,3%, era scesa al più basso livello dagli inizi degli anni ottanta, e nel primo semestre dell'anno sono emerse crescenti pressioni sui prezzi e sui salari. La crescita della domanda interna ha sopravanzato ampiamente l'offerta, dando luogo a un forte deterioramento del saldo netto con l'estero. Per contrastare la minaccia di un'accelerazione dell'inflazione, la politica monetaria ha mantenuto un orientamento restrittivo nel corso dell'anno. Conseguentemente,

Andamento del PNL/PIL reale e delle componenti della domanda: paesi industriali maggiori (continuazione)

Paesi e periodi	PNL/ PIL ¹	Doman- da interna totale	Componenti della domanda					Per me- moria: investi- menti fissi privati (escluse abita- zioni) ³
			con- sumi privati	con- sumi pub- blici	in- vesti- menti fissi totali	varia- zione delle scorte ²	espor- tazioni nette ²	
variazioni percentuali								
Francia								
1960-69 media	5,5	5,8	5,5	4,1	8,2	0,8	-0,8	8,5
1969-82 media	3,3	2,6	3,4	3,4	2,0	-0,5	0,3	2,3
1982-88 media	1,9	2,2	2,3	2,1	1,9	0,0	-0,3	2,7
1987	1,9	3,0	2,7	3,0	3,7	0,1	-1,1	4,5
1988	3,4	3,8	2,8	2,3	7,7	0,2	-0,5	10,4
1989	3,4	3,1	2,9	2,2	4,0	0,2	0,2	4,6
1989, 4° trim. ⁴	3,7	3,1	2,7	4,0	3,6	0,1	0,5	3,7
Regno Unito								
1960-69 media	2,9	2,8	2,3	2,1	5,5	-0,1	0,1	5,1
1969-82 media	1,7	1,6	2,0	2,1	0,1	-0,2	0,3	0,6
1982-88 media	3,6	4,5	4,7	1,0	6,9	0,3	-1,1	9,9
1987	4,8	5,5	6,1	1,1	8,6	0,1	-0,7	14,4
1988	4,1	7,6	7,0	0,4	13,6	0,7	-3,5	19,7
1989	2,2	3,2	3,8	0,5	4,9	-0,2	-1,1	6,4
1989, 4° trim. ⁴	1,9	-0,4	2,5	0,7	1,6	-2,5	2,3	-1,9
Italia								
1960-69 media	5,8	5,4	6,3	4,1	5,3	-0,2	-0,2	4,1
1969-82 media	3,4	3,2	4,0	3,0	1,2	0,1	0,3	2,7
1982-88 media	2,7	3,1	2,9	3,1	3,0	0,2	-0,5	5,3
1987	3,0	4,6	3,9	3,6	6,8	0,2	-1,8	14,1
1988	3,9	4,3	3,8	3,0	4,9	0,5	-0,6	6,0
1989	3,2	3,3	3,8	0,5	5,1	-0,2	-0,3	6,7
1989, 4° trim. ⁴	2,8	1,8	3,1	0,0	4,1	-1,0	0,9	n.d.
Canada								
1960-69 media	5,5	5,2	4,6	6,3	5,3	0,1	0,4	5,4
1969-82 media	3,7	3,8	3,9	3,9	4,7	-0,3	0,2	5,7
1982-88 media	4,5	4,9	4,4	1,9	6,8	0,4	-0,4	6,2
1987	4,5	4,9	4,9	0,7	11,6	-0,6	-0,5	11,1
1988	5,0	5,8	4,3	3,1	13,3	-0,4	-1,1	18,9
1989	2,9	5,5	4,0	2,2	7,0	1,0	-2,6	8,2
1989, 4° trim. ⁴	2,4	4,8	3,6	2,1	6,2	0,8	-2,4	5,9
Sette paesi maggiori ⁵								
1960-69 media	5,8	5,9	5,4	4,6	8,4	0,2	-0,3	8,6
1969-82 media	3,0	2,8	3,3	2,3	2,1	-0,2	0,3	2,7
1982-88 media	3,7	4,0	3,6	2,6	5,5	0,2	-0,3	6,5
1987	3,6	3,9	3,5	2,0	5,9	0,2	-0,4	6,9
1988	4,5	4,8	4,0	1,3	8,8	0,2	-0,3	11,5
1989	3,5	3,5	2,9	1,9	5,9	0,0	-0,1	9,0
1989, 4° trim. ⁴	3,2	3,2	2,9	0,7	5,5	0,0	0,0	9,0

¹ PNL per Stati Uniti, Giappone e Germania. ² Contributo in punti percentuali alla crescita del PNL/PIL. ³ Macchinari e attrezzature per Germania (quarto trimestre 1989) e Italia. ⁴ Dal quarto trimestre al quarto trimestre. ⁵ Ponderato in base al PIL e alle componenti della domanda nel 1987.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali.

... di riflesso
all'inasprimento
della politica
monetaria
per contrastare
la crescente
inflazione

la crescita della domanda aggregata è decisamente rallentata nella seconda metà del 1989, la disoccupazione è salita e i tassi di utilizzo della capacità si sono ridotti. Il rallentamento dell'attività ha riguardato soprattutto le componenti di spesa più sensibili ai tassi d'interesse, come i consumi privati e gli investimenti in macchinari e attrezzature. La marcata flessione nella crescita delle esportazioni reali, dovuta in certa misura al minore assorbimento da parte del mercato statunitense e a un apprezzamento del cambio in termini reali, ha parimenti contribuito a rallentare la crescita del PIL del Canada.

Altri paesi industriali

Alimentata dagli
investimenti fissi,
la crescita reale
ha raggiunto
il 4-5% in molti
paesi ...

Negli altri paesi industriali la crescita del prodotto in termini reali si è situata in media al 3,5% nel 1989, il che equivale a un leggero incremento rispetto all'anno precedente (tabella alla pagina seguente). In sette paesi l'espansione del PIL ha raggiunto il 4-5% ed è stata caratterizzata, nella maggior parte di essi, dal ruolo degli investimenti fissi come più forte componente della domanda, con tassi di crescita compresi tra il 4,5% nei Paesi Bassi e il 14,5% nel Belgio. Dato il contenuto di importazioni solitamente elevato dei beni capitali, il boom degli investimenti si è accompagnato a una più rapida crescita delle importazioni. Di conseguenza, nonostante la situazione propizia alle esportazioni, le variazioni nel saldo commerciale hanno dato un contributo negativo alla crescita del prodotto, che in Australia è stato superiore al 3%. Un secondo aspetto comune a diversi paesi di questo gruppo è stata l'esigenza di inasprire le politiche per evitare un ulteriore deterioramento della bilancia dei pagamenti correnti e/o un'accelerazione del tasso d'inflazione. Ciò vale per la Spagna, che a due riprese ha reso più stringenti le politiche creditizie interne e ha adottato provvedimenti per ridurre l'afflusso di capitali. Anche Australia, Finlandia e Portogallo hanno fatto ricorso a politiche monetarie restrittive, e nei primi due paesi i tassi reali a breve sono rimasti fra il 5 e il 6% per gran parte dell'anno. Tuttavia, poiché i mercati dei capitali reagiscono tipicamente con maggiore prontezza rispetto a quelli dei prodotti, nella maggior parte dei casi le misure adottate sembrano aver influito più sui tassi di cambio nominali che non sulla domanda interna, con il risultato che l'apprezzamento del cambio ha ulteriormente aggravato lo squilibrio esterno.

... ma anche le
spinte inflazionistiche
si sono
rafforzate ...

... e hanno mante-
nuto alcuni paesi
su un sentiero
di crescita lenta

Le tensioni inflazionistiche e le preoccupazioni per l'andamento del saldo esterno non hanno riguardato esclusivamente i paesi con elevati tassi di crescita. In Danimarca le difficoltà incontrate nel mantenere in equilibrio la bilancia delle partite correnti costringono da molti anni le autorità a mantenere un orientamento restrittivo. La crescita moderata registrata lo scorso anno va attribuita quasi integralmente alle variazioni delle esportazioni nette, mentre gli investimenti fissi sono scesi al 18% del PIL, pur rimanendo al di sopra del livello segnato in occasione di precedenti minimi congiunturali. Israele ha cercato di arginare l'inflazione elevando le imposte sui redditi e stabilizzando il tasso di cambio nei confronti del dollaro USA. Il tasso d'inflazione si è tuttavia attestato in prossimità del 20% e in due occasioni le autorità hanno dovuto ricorrere a svalutazioni della moneta per ristabilire la competitività. La Turchia ha fatto principalmente affidamento su misure di bilancio per ridurre l'inflazione, sforzandosi al tempo stesso di contenere il finanziamento monetario del fabbisogno pubblico. Quest'anno la banca centrale ha annunciato, per la prima volta, obiettivi di espansione monetaria.

Variazioni del PIL reale e degli investimenti fissi in altri paesi industriali

Paesi	PIL del 1987 in miliardi di dollari USA	PIL reale				Investimenti fissi lordi			
		1980-86	1987	1988	1989 ¹	1980-86	1987	1988	1989 ¹
		variazioni percentuali							
Australia	196	3,0	4,1	3,7	4,9	2,4	3,5	9,6	9,4
Austria	117	1,3	1,9	4,2	3,8	-0,0	2,9	5,8	4,6
Belgio	139	0,8	2,0	4,3	4,2	-2,9	5,2	16,0	14,3
Danimarca	101	2,8	-0,6	-0,2	1,1	4,5	-7,4	-4,8	-1,1
Finlandia	89	2,8	4,0	5,2	5,0	1,9	5,4	9,8	12,6
Grecia	46	1,3	-0,1	4,0	2,3	-3,0	-7,9	9,0	8,4
Irlanda	30	2,0	4,9	3,7	5,0	-2,8	-1,9	-1,7	10,5
Israele	36	2,8	5,2	1,6	1,0	1,6	3,3	-2,1	-3,0
Norvegia	84	3,5	2,0	0,1	2,3	4,7	-2,1	0,7	-4,3
Nuova Zelanda ²	35	2,5	1,4	0,1	-1,2	6,2	-7,4	6,5	-5,9
Paesi Bassi	213	1,2	1,2	2,8	4,1	1,0	0,6	9,8	4,5
Portogallo	37	1,4	4,6	4,2	5,4	-2,0	15,0	16,0	9,5
Spagna	289	1,7	5,5	5,3	5,2	0,4	14,6	14,0	13,6
Sudafrica	83	1,0	2,1	3,7	2,1	-4,5	-2,5	8,6	4,0
Svezia	161	1,9	2,9	2,3	2,1	1,5	7,6	6,4	9,5
Svizzera	171	1,6	2,0	3,2	3,1	3,7	7,6	7,0	5,1
Turchia	68	5,4	7,4	3,4	1,9	5,9	5,6	-1,3	-3,0
Media ³	-	2,0	3,0	3,3	3,5	1,2	4,4	8,1	7,0

¹ Dati provvisori. ² Esercizio finanziario, terminante in marzo. ³ Ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1987.

Fonti: OCSE, National Accounts; FMI, International Financial Statistics; statistiche nazionali.

In Svezia, condizioni di eccesso di domanda si sono accompagnate a un'accelerazione dell'inflazione e a un ampliamento del disavanzo nei conti con l'estero, nonostante il crescente attivo di bilancio. Nel febbraio di quest'anno il governo svedese ha proposto una serie di misure per spezzare la spirale inflazionistica ma la versione approvata dal parlamento risulta alquanto annacquata. Un secondo pacchetto di misure di austerità è stato proposto agli inizi di aprile, dopo che il tasso d'inflazione era balzato a oltre l'11%. In Grecia la crescita del prodotto è scesa al 2¹/₄%, il fabbisogno del settore pubblico è salito a oltre il 20% del PIL e il disavanzo esterno è aumentato a quasi il 5%. La crescita del prodotto è calata anche nel Sudafrica – in particolare nei settori non agricoli – in quanto le autorità hanno inasprito la politica monetaria e quella fiscale nell'intento di migliorare il saldo con l'estero e di ridurre il tasso d'inflazione. Limiti di capacità e tensioni sul mercato del lavoro hanno contenuto al 3% la crescita del PIL in Svizzera, mentre la politica monetaria è stata decisamente inasprita per impedire un ulteriore deprezzamento del franco svizzero. Infine, la crescita produttiva è leggermente aumentata in Norvegia, favorita dal positivo andamento delle ragioni di scambio, ma anche da un certo allentamento delle politiche, reso possibile dal calo dell'inflazione e dal miglioramento della bilancia corrente in seguito alle misure adottate in precedenza.

Prezzi, costi e quote di profitto

Aumento dell'inflazione dei prezzi nei primi mesi del 1989...

Nel 1989 il tasso d'inflazione misurato sui prezzi al consumo è salito praticamente in tutti i paesi industriali, con un'accelerazione particolarmente forte nel primo semestre dell'anno, allorché il tasso di aumento su dodici mesi ha superato di un punto percentuale il valore di fine 1988 (tabella seguente). Le modifiche alle imposte indirette sono responsabili di gran parte dell'accelerazione in Giappone e Germania, mentre hanno avuto un influsso moderatore sull'inflazione in Francia, Italia e Paesi Bassi. Oltre a ciò, il rincaro in termini di dollari USA del petrolio e delle materie prime non petrolifere ha spinto verso l'alto i prezzi all'importazione, soprattutto nei paesi il cui tasso di cambio si è deprezzato nei confronti della moneta americana. Gli elevati livelli di utilizzo della capacità produttiva e l'esuberanza della domanda hanno inoltre permesso alle imprese di accrescere i margini di profitto. Ciò vale in modo particolare per l'Europa,

Prezzi al consumo							
Paesi	1987	1988	1989				1990
			marzo	giugno	sett.	dic.	marzo
			variazioni percentuali a fine periodo su dodici mesi ¹				
Stati Uniti	4,4	4,4	5,0	5,2	4,3	4,6	5,2
Giappone	0,8	1,0	1,1	3,0	2,6	2,6	3,5
Germania	1,0	1,8	2,6	2,9	2,9	3,0	2,7
Francia	3,1	3,1	3,4	3,6	3,4	3,6	3,4
Regno Unito	3,7	6,8	7,9	8,3	7,6	7,7	8,1
Italia	5,1	5,5	6,4	7,0	6,6	6,5	6,1
Canada	4,2	4,0	4,6	5,4	5,2	5,1	5,3
Australia ²	7,1	7,7	6,8	7,6	8,0	7,8	8,6
Austria	1,7	1,9	2,2	2,5	2,5	2,9	3,1
Belgio	1,4	1,9	2,8	3,0	3,5	3,6	3,4
Danimarca	4,1	4,5	4,7	4,5	4,7	4,8	3,0
Finlandia	4,2	6,5	6,6	6,8	6,7	6,6	6,5
Grecia	15,7	14,0	13,5	13,4	14,3	14,8	17,8
Irlanda	3,1	2,7	3,3	3,8	4,5	4,7	4,2
Israele	16,1	16,4	19,5	20,1	21,0	20,7	16,1
Norvegia	7,4	5,6	4,3	4,7	4,2	4,2	4,5
Nuova Zelanda	9,6	4,7	4,0	4,4	7,2	7,2	7,0
Paesi Bassi	-0,5	1,2	0,8	1,0	1,3	1,3	2,2
Portogallo	8,9	11,7	12,4	13,2	12,7	11,6	12,8
Spagna	4,6	5,9	6,0	7,1	6,8	6,9	7,0
Sudafrica	14,7	12,5	13,8	15,7	14,9	15,3	14,9
Svezia	5,2	6,0	6,3	6,6	6,4	6,6	11,2
Svizzera	1,9	1,9	2,3	3,0	3,4	5,0	5,0
Turchia ²	55,1	75,2	64,5	67,7	73,1	68,8	62,8
Media ³	3,6 (4,9)	4,1 (5,6)	4,5 (5,9)	5,2 (6,5)	4,8 (6,2)	4,9 (6,3)	5,3 (6,5)

¹ Dati trimestrali per Australia, Irlanda e Nuova Zelanda. ² Nuova serie a partire dal 1989 per l'Australia e dal 1990 per la Turchia. ³ Ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1987. Le cifre in corsivo sono ponderate in base alla parità di potere d'acquisto dei consumi.

Fonti: statistiche nazionali.

mentre per le imprese giapponesi tali margini parrebbero essersi ridotti (si veda più avanti).

L'inasprimento delle politiche monetarie, iniziato nel 1988 e proseguito lo scorso anno, è servito a rallentare la dinamica dei prezzi nel secondo semestre del 1989, ma una nuova accelerazione si è manifestata agli inizi di quest'anno. Le avverse condizioni climatiche sono state responsabili di gran parte dell'aumento negli Stati Uniti, mentre in altri paesi il rincaro del petrolio e di altri prodotti di importazione ha spinto verso l'alto i prezzi al dettaglio. Non si può tuttavia escludere che gli incrementi *una tantum* dei prezzi agli inizi del 1989 abbiano prodotto un effetto duraturo sulla dinamica tendenziale dei costi.

La tabella alla pagina seguente riporta gli andamenti dei prezzi e dei costi, evidenziando il loro contributo alle variazioni dei profitti che, specie nei paesi europei, hanno un influsso rilevante sui piani di investimento delle imprese. Tutte le componenti sono misurate per unità di vendite totali a prezzi costanti e le importazioni vengono considerate come *input* insieme al lavoro e al capitale. Secondo questa definizione, la quota dei profitti dipende non solo dai prezzi lordi alla produzione in relazione ai costi unitari del lavoro, ma anche dai prezzi delle importazioni e dall'incidenza di queste ultime sulle vendite totali. Inoltre, poiché i profitti sono misurati al netto dell'ammortamento e delle imposte indirette (detratti i contributi alla produzione), la quota dei profitti diminuisce allorché i prezzi lordi alla produzione vengono adeguati solo in parte agli incrementi in queste componenti di costo. D'altra parte, per consentire la comparabilità internazionale la misura qui impiegata è al lordo degli oneri finanziari e fiscali.

In cinque dei sette paesi riportati in tabella la quota dei profitti è aumentata negli anni ottanta, con incrementi particolarmente forti in Germania, Francia e Regno Unito. Tanto in Germania quanto in Francia la caduta dei prezzi del petrolio nel 1986 ha impresso un forte slancio ai profitti, e più di recente hanno contribuito a un loro ulteriore aumento sia la dinamica moderata delle retribuzioni nominali sia la più veloce crescita della produttività. Le imprese tedesche hanno beneficiato altresì della vigorosa domanda di beni d'investimento e sono state in grado, in condizioni di elevato utilizzo della capacità (che ha toccato un massimo dal 1973), di accrescere i margini di profitto sia all'interno che sui mercati esteri. Anche in Francia è aumentato il grado di utilizzo della capacità, ma l'aspetto più degno di nota è il rallentamento nella crescita dei costi del lavoro rispetto ai primi anni ottanta. Nel Regno Unito, gran parte del miglioramento dei profitti è avvenuto prima del 1986, mentre l'ultimo triennio ha coinciso con un costante aumento delle pressioni dei costi del lavoro per l'effetto congiunto dei più elevati incrementi salariali nominali e della più lenta crescita della produttività. Lo scorso anno anche le importazioni hanno contribuito ad accentuare le pressioni sui costi a causa del deprezzamento della sterlina, nonché di un marcato aumento della quota delle importazioni sul prodotto. Nello stesso tempo, i più elevati prezzi del petrolio, insieme al deprezzamento del cambio, hanno consentito agli esportatori di ampliare i margini di profitto.

Anche negli Stati Uniti il miglioramento della quota dei profitti è stato in gran parte limitato agli inizi degli anni ottanta. Dopo il 1985 i più ampi margini sui prodotti esportati hanno contribuito ad accrescere i profitti a livello aggregato e, nonostante il deprezzamento del dollaro e la maggiore quota delle

... e nuova
accelerazione
quest'anno

Forti aumenti
della quota
dei profitti negli
anni ottanta...

Andamento dei prezzi, dei costi e dei margini di profitto ¹					
Paesi e voci	1980-85	1986	1987	1988	1989 ²
	variazioni percentuali su base annua				
Stati Uniti					
Prezzi, vendite totali	4,6	2,2	3,0	3,2	3,8
Prezzi, esportazioni	-2,6	6,2	9,3	16,9	10,5
Costi, totale	4,1	2,6	2,9	2,9	4,1
Salari	4,2	2,3	2,8	2,5	3,8
Importazioni	3,4	6,5	7,8	3,8	4,8
Profitti netti	6,8	0,6	3,3	5,3	2,7
Quota dei profitti ³	16,1	17,6	17,6	18,0	17,8
Giappone					
Prezzi, vendite totali	1,3	- 1,8	-0,6	-0,2	1,4
Prezzi, esportazioni	3,3	-19,9	-9,0	1,1	11,7
Costi, totale	1,5	- 2,4	0,4	0,6	2,4
Salari	1,3	1,4	-0,5	-2,1	-0,9
Importazioni	-3,3	-32,1	-2,7	13,7	23,2
Profitti netti	0,6	1,1	-3,8	-2,2	-2,2
Quota dei profitti ³	23,5	23,4	22,6	22,2	21,6
Germania					
Prezzi, vendite totali	3,4	- 0,3	0,6	1,4	2,8
Prezzi, esportazioni	7,4	- 4,5	-2,9	3,2	8,4
Costi, totale	3,0	- 1,8	0,4	0,6	2,5
Salari	2,1	2,3	1,5	-0,4	-0,1
Importazioni	4,4	-11,3	-3,0	3,1	7,7
Profitti netti	5,7	7,0	1,5	4,5	4,9
Quota dei profitti ³	15,9	19,0	19,2	19,8	20,2
Francia					
Prezzi, vendite totali	9,4	1,6	2,2	2,9	4,0
Prezzi, esportazioni	11,5	- 7,4	-0,3	5,6	10,3
Costi, totale	9,2	- 0,8	2,0	2,4	3,8
Salari	8,6	1,3	0,6	0,2	1,5
Importazioni	9,8	- 9,4	3,9	5,9	11,6
Profitti netti	10,6	14,0	3,0	5,2	4,8
Quota dei profitti ³	15,3	18,2	18,3	18,7	18,8
Regno Unito					
Prezzi, vendite totali	6,9	1,8	4,3	4,9	6,4
Prezzi, esportazioni	7,7	- 7,9	3,2	-4,4	9,7
Costi, totale	6,2	2,8	3,4	5,0	7,2
Salari	5,5	3,6	3,3	4,5	8,0
Importazioni	8,7	- 1,8	5,0	5,2	9,6
Profitti netti	11,6	- 3,7	9,8	4,2	1,1
Quota dei profitti ³	11,8	13,8	14,5	14,4	13,8
Italia					
Prezzi, vendite totali	13,8	3,2	4,8	5,5	6,6
Prezzi, esportazioni	14,9	- 4,5	0,9	5,1	10,3
Costi, totale	13,5	0,6	5,9	6,9	6,8
Salari	13,7	5,0	5,0	5,2	4,5
Importazioni	12,7	-13,2	5,5	7,1	13,4
Profitti netti	14,2	9,1	2,4	2,7	6,2
Quota dei profitti ³	29,0	31,2	30,5	29,7	29,6

Andamento dei prezzi, dei costi e dei margini di profitto ¹ (continuazione)					
Paesi e voci	1980-85	1986	1987	1988	1989 ²
	variazioni percentuali su base annua				
Canada					
Prezzi, vendite totali	5,5	2,0	2,5	2,4	3,3
Prezzi, esportazioni	5,6	1,9	0,4	1,8	-2,5
Costi, totale	5,5	3,8	1,8	1,9	4,0
Salari	5,1	2,1	3,2	1,7	4,8
Importazioni	5,0	3,8	-0,6	2,9	1,4
Profitti netti	5,5	-5,5	6,2	4,9	-0,2
Quota dei profitti ³	18,9	17,6	18,1	18,7	18,0

¹ Le vendite totali comprendono la domanda interna più le esportazioni; tutte le componenti di prezzo, costo e profitto sono misurate per unità di vendite totali a prezzi costanti. Di conseguenza, le variazioni annue dei prezzi delle esportazioni risentono dei cambiamenti nella quota di queste ultime sulle vendite totali, così come le variazioni delle componenti di costo sono influenzate dai cambiamenti nella loro incidenza relativa. I costi totali comprendono altresì l'ammortamento e le imposte indirette al netto dei contributi alla produzione, mentre i salari e i profitti sono stati corretti per le variazioni nel rapporto tra lavoratori dipendenti e occupazione totale. ² Dati in parte stimati. ³ In percentuale; prima colonna 1980.

Fonti: OCSE, National Accounts; statistiche nazionali.

importazioni sul prodotto, le pressioni sui costi dal lato delle importazioni sono state sorprendentemente modeste. Tuttavia, a partire dal 1986 vi è stata un'accelerazione nella dinamica dei costi unitari del lavoro, che peraltro ha rispecchiato in gran parte gli andamenti nel settore dei servizi. In effetti, la lieve contrazione nella quota dei profitti registrata lo scorso anno è in larga misura il risultato di un'accelerazione di 1½ punti dei costi unitari del lavoro. Anche l'Italia, così come altri paesi dell'Europa continentale, aveva beneficiato di un marcato miglioramento dei profitti nel 1986, ma da allora la loro quota è rimasta stazionaria o è diminuita. Una ragione di questo deterioramento va ricercata nelle crescenti pressioni sui costi dal lato delle importazioni, ma pare altresì che le imprese si siano astenute dall'elevare i prezzi in linea con i costi, probabilmente per effetto della più ferma politica del cambio. Dagli inizi degli anni ottanta la progressione dei costi del lavoro ha registrato un sensibile rallentamento, ma sembra essersi bloccata intorno al 5% annuo, un valore decisamente superiore a quello dei principali *partners* commerciali dell'Italia.

Sia il Canada che il Giappone hanno visto ridursi la quota dei profitti nel corso degli anni ottanta. Le imprese canadesi hanno avuto difficoltà nel mantenere i margini sui prodotti esportati, in parte a causa della debole domanda mondiale di petrolio e di materie prime non petrolifere, che nel 1988 concorrevano per circa il 20% al totale delle esportazioni di merci. Gli incrementi del costo del lavoro sono stati relativamente moderati, ma non hanno potuto impedire una flessione dei margini di profitto nel 1989, principalmente dovuta a un netto calo nella crescita della produttività. Tra tutti i paesi riportati nella tabella, il Giappone presenta la più forte contrazione nella quota dei profitti. Anche se nel 1980 tale quota, pari al 23,5% era superata solo da quella dell'Italia, questo andamento desta sorpresa in considerazione dei risultati conseguiti dalle imprese giapponesi sui mercati mondiali e del recente *boom* degli investimenti.

... sebbene
con qualche
eccezione

Una serie di fattori è all'origine di tale evoluzione. In primo luogo, le imprese giapponesi hanno avuto problemi nel preservare i margini sui prodotti esportati soprattutto nel 1986-87, allorché il tasso di cambio effettivo reale si è apprezzato di quasi il 45%. In secondo luogo, nel 1988-89, quando l'indebolimento dello yen ha consentito un aumento dei margini sulle esportazioni, i prezzi delle importazioni hanno sospinto verso l'alto i costi, e alcune imprese, specie nel settore dei servizi di pubblica utilità, hanno avuto difficoltà nel traslare tale incremento sui prezzi. In terzo luogo, altri indicatori, che danno un quadro più favorevole dell'andamento recente dei profitti, si riferiscono ad aziende di grandi dimensioni nel settore delle società, mentre nel settore delle imprese non societarie, che comprende numerose ditte sub-appaltatrici e concorre per circa il 50% alla produzione totale, i margini di profitto sono stati compressi. L'ultimo fattore, e forse il più importante, va ricercato nel fatto che in un periodo di prezzi stabili e addirittura calanti i costi fissi tendono a diventare più onerosi. Nel periodo 1980-89, quando i prezzi lordi alla produzione erano saliti solo dello 0,6% l'anno (e persino calati negli ultimi quattro anni), gli ammortamenti per unità di prodotto lordo erano aumentati del 3% annuo e le imposte indirette al netto dei contributi alla produzione del 5%. Poiché in Giappone la componente dei costi fissi concorre per quasi il 25% al totale dei costi, tale andamento spiega perché nel corso degli anni ottanta i costi totali siano aumentati dell'1% l'anno, nonostante la moderata dinamica dei costi del lavoro e i decrescenti prezzi all'importazione.

Salari, produttività e inflazione di base

Lo scorso anno
si sono fatte più
tese le condizioni
dei mercati del
lavoro ...

Innestandosi sulla più durevole fase di sostenuta crescita dagli anni sessanta, l'inatteso forte ritmo dell'attività economica nel 1989 ha reso più tese le condizioni del mercato del lavoro nella maggior parte dei paesi industriali. La decisa crescita dell'occupazione nei paesi industriali, dell'1,8% circa, essendosi accompagnata a un aumento dell'1,3% soltanto nelle forze di lavoro, ha determinato una flessione dei tassi di disoccupazione. In diversi paesi europei, come Germania, Regno Unito, Spagna e Belgio, si sono avute diminuzioni particolarmente sensibili, sebbene in molti casi l'elevato livello della disoccupazione strutturale continui ad essere un importante fattore di preoccupazione. Per contro, lo scorso anno si sono osservati cali soltanto modesti negli Stati Uniti e in Giappone, a causa delle condizioni già tese sul mercato del lavoro, dell'espansione delle forze di lavoro e di un certo rallentamento dell'attività economica, specie nel settore manifatturiero. I recenti cali dei tassi di disoccupazione sono particolarmente incoraggianti se considerati rispetto ai livelli di bassa congiuntura dei primi anni ottanta. Su questa base di raffronto i tassi di disoccupazione negli Stati Uniti e nel Regno Unito sono scesi di quasi il 50% o più, e ampie diminuzioni sono state registrate in diversi altri paesi dell'Europa occidentale.

... e i tassi di
disoccupazione
sono diminuiti

Le condizioni più tese sul mercato del lavoro sono palesate anche da un aumento delle ore straordinarie e dell'incidenza dei posti vacanti, nonché dal ridotto numero di lavoratori a orario parziale. Durante il 1989 negli Stati Uniti questi ultimi sono calati di quasi il 10%. In Giappone, nel secondo semestre dell'anno l'indice che misura il numero di offerte di impiego per persona in cerca di lavoro risultava pari a 1,3 (esso aveva superato l'unità nel 1988 per la prima

volta da quattordici anni). Analogamente, il numero di posti vacanti rilevato in Germania è aumentato di oltre il 50% in corso d'anno, approssimandosi al precedente massimo del dicembre 1979, e in Francia tale grandezza ha subito un incremento superiore al 18%.

La crescita delle forze di lavoro tende a variare notevolmente a seconda dei paesi, di riflesso alle tendenze di fondo nella crescita e nella struttura per età della popolazione, nonché ai differenti comportamenti in risposta alle favorevoli opportunità di impiego. Nel 1989 si sono registrati forti incrementi, dell'1,8 e 1,7% rispettivamente, negli Stati Uniti e in Giappone, per effetto di un aumento della popolazione in età di lavoro e di un più elevato tasso di partecipazione. Per contro, nella Comunità europea lo scorso anno le forze di lavoro si sono ampliate solo dello 0,5%, a causa di un ulteriore rallentamento nella crescita della popolazione in età lavorativa. La Germania costituisce un caso speciale con un aumento dello 0,6% nelle forze di lavoro, determinato dall'afflusso di 720.000 persone dall'Europa orientale. Le stime indicano che più della metà di questi immigrati è entrata immediatamente nel mercato del lavoro, e che essi sono in media relativamente giovani, con una quota dell'8% soltanto di persone ultrasessantenni, rispetto al 22% nell'attuale popolazione della Repubblica federale.

Lo scorso anno si è avuta nella maggior parte dei paesi una più rapida crescita delle retribuzioni, a causa soprattutto di un'accelerazione dei costi del lavoro nel settore dei servizi. Nei maggiori paesi industriali la progressione salariale nell'industria di trasformazione è stata abbastanza costante, con incrementi di circa il 5% nel 1988 e 1989. Questo valore è comunque superiore di oltre un punto percentuale a quello registrato nel 1987 (tabella a pagina 33). L'accelerazione nella crescita delle retribuzioni è stata particolarmente marcata nel Regno Unito, in Australia, Svezia, Finlandia e Grecia. Numerosi recenti rinnovi contrattuali, l'asprezza delle rivendicazioni per una riduzione dell'orario e l'aumento dei conflitti di lavoro fanno ritenere probabile una prosecuzione di tale dinamica.

Più rapida
dinamica delle
retribuzioni e...

Inoltre, in molti casi i costi unitari del lavoro sono stati sospinti ancor più verso l'alto da una generale flessione nella crescita della produttività nel settore manifatturiero, dopo la netta accelerazione nel 1988. Tra i maggiori paesi industriali si sono avuti forti incrementi dei costi unitari nell'industria manifatturiera nel Regno Unito, in Italia e in Canada, per lo più a causa di un netto calo nella crescita della produttività. Per contro, nel 1989 si è potuto osservare un andamento assai favorevole dei costi del lavoro sia in Giappone, in virtù dell'ulteriore deciso aumento della produttività, quantunque inferiore all'eccezionale crescita registrata nel 1988, sia in Francia e nei Paesi Bassi, per effetto di restrizioni salariali.

... minori incrementi di produttività nel 1989

L'accelerazione dell'inflazione dei salari, qualora non dovesse moderarsi, potrebbe divenire fonte di problemi in diversi paesi, dati i tradizionali nessi esistenti fra gli aumenti retributivi e l'andamento generale dei prezzi. A ciò si aggiunga che la cosiddetta "inflazione dei prezzi delle attività", osservata negli anni recenti in Giappone, Regno Unito, Svezia e altrove, può esercitare pressioni addizionali sui salari nella misura in cui i lavoratori cerchino di preservare il tenore di vita in presenza di una rapida lievitazione dei prezzi dei terreni e delle abitazioni (si veda il Capitolo IV).

Inflazione di base
e costi unitari
del lavoro

Il grafico a pagina 34 mostra l'andamento dell' "inflazione di base", che misura le spinte inflazionistiche sottostanti in termini di variazione percentuale dell'indice dei prezzi al consumo ad esclusione dei prodotti alimentari e dell'energia, assieme all'andamento del costo unitario del lavoro per l'intera economia dal 1965. L'esclusione delle fonti di energia dall'indice dei prezzi al consumo è particolarmente importante in considerazione delle ampie oscillazioni del prezzo del petrolio.

Risalita dei prezzi
e dei costi unitari
del lavoro

Il grafico evidenzia come il tasso di incremento dei costi unitari del lavoro e quello dell'inflazione interna si siano mossi in stretta sintonia nella maggior parte dei periodi. Una ripresa dell'inflazione di base negli ultimi tre anni è evidente per molti paesi. Benché il generale rafforzamento dei margini di profitto nella maggior parte dei paesi industriali a partire dal 1982 faccia ritenere che per un certo periodo le imprese possano e vogliano assorbire i maggiori costi, la stabilità dei prezzi nel più lungo andare è in definitiva legata al fatto che la crescita dei costi per addetto sia grosso modo in linea con i guadagni di produttività.

La dinamica della
produttività
è migliorata dagli
inizi degli
anni ottanta

Fra gli aspetti positivi dell'espansione economica del 1982-89 vi sono una parziale ripresa della crescita della produttività nell'industria di trasformazione, risalita a un livello annuo medio del 4,5%, e un netto rallentamento della progressione salariale. Questi due fattori assieme hanno raffrenato, negli ultimi sette anni, la crescita dei costi unitari del lavoro, che nelle maggiori economie industriali è stata inferiore all'1% annuo nel settore manifatturiero. Ciò ha contribuito a porre le basi per un protratto periodo di espansione economica compatibile con moderate spinte inflazionistiche. La moderazione salariale è stata una componente essenziale del processo di "disinflazione" all'inizio e alla metà degli anni ottanta, e l'ulteriore moderazione nella crescita dei salari reali nella maggior parte dei paesi ha avuto luogo nonostante si siano fatte più tese le condizioni sul mercato del lavoro. La moderazione salariale è attribuibile a diversi fattori, fra cui l'atteggiamento più pacato dei sindacati nelle negoziazioni contrattuali in seguito alla severa recessione dei primi anni ottanta e al persistere di elevati livelli di disoccupazione in molti paesi, specie in Europa. Inoltre, la compressione dei salari reali in taluni paesi come gli Stati Uniti si è concentrata nei settori occupazionali a bassa qualifica professionale, forse per effetto della maggiore concorrenza internazionale proveniente dalle economie di nuova industrializzazione e dai paesi in via di sviluppo, mentre per i lavoratori con elevati livelli di istruzione e formazione professionale l'andamento delle retribuzioni è stato più favorevole.

Anche la modera-
zione salariale
ha contribuito
a contenere
l'inflazione

La recente
ripresa dell'infla-
zione potrebbe
alimentare
le rivendicazioni
salariali

L'erosione del potere d'acquisto dei salari ad opera dell'inflazione dei prezzi – che in alcuni casi ha condotto persino a un calo assoluto delle retribuzioni reali – è stata in passato una delle principali fonti di tensione sul mercato del lavoro. Mentre la relativa stabilità dei prezzi durante l'attuale fase di espansione economica ha esercitato un influsso moderatore sulle rivendicazioni salariali nominali, la ripresa dell'inflazione nel 1988-89 potrebbe mutare questa situazione. Qualora le aspettative inflazionistiche crescessero, le rivendicazioni salariali potrebbero aumentare in misura ancora maggiore per compensare l'accresciuta incertezza circa gli esiti in termini reali. Anche i più bassi livelli di disoccupazione tendono a esercitare spinte al rialzo sulle rivendicazioni salariali.

Costi unitari del lavoro e produttività nell'industria di trasformazione¹

Paesi e periodi	Costi unitari relativi del lavoro ² (A)	Condizioni interne			Condizioni esterne	
		Costi unitari interni del lavoro (B)	di cui:		Costi unitari del lavoro all'estero (in moneta nazionale) (C)	Tasso di cambio effettivo nominale (D)
			più: costi salariali	meno: incremento di produttività		
	variazioni percentuali					
Stati Uniti						
1961-69 media	- 0,7	1,6	4,7	3,1	2,7	0,5
1969-82 media	- 1,9	6,4	8,8	2,3	8,0	- 0,3
1982-89 media	- 4,6	-0,3	3,7	4,0	1,4	- 2,9
1987	-13,5	-1,0	2,6	3,7	1,2	-11,2
1988	- 7,2	0,9	3,6	2,7	1,2	- 6,8
1989	3,8	1,5	4,3	2,8	1,6	3,8
Giappone						
1961-69 media	0,5	1,8	10,9 ³	9,0	1,7	0,4
1969-82 media	1,7	6,5	13,3	6,4	7,8	3,0
1982-89 media	6,7	-0,7	5,2	6,0	1,3	8,6
1987	7,6	-2,8	2,6	5,8	-1,0	9,5
1988	3,8	-4,3	6,8	11,5	1,7	10,0
1989	- 8,7	-0,5	5,7	6,3	3,1	- 5,0
Germania						
1962-69 media	0,2	2,3	8,3	5,7	3,0	0,8
1969-82 media	1,6	5,8	9,8	3,8	8,4	4,2
1982-89 media	1,6	0,9	4,3	3,3	1,8	2,4
1987	9,2	2,9	4,6	1,7	0,4	6,6
1988	0,0	-0,5	3,6	4,1	-1,3	- 0,7
1989	- 1,8	0,9	4,2	3,2	1,7	- 1,2
Francia						
1963-69 media	1,4	4,2	8,4	3,9	2,3	- 0,5
1969-82 media	- 1,0	9,8	14,5	4,4	8,9	- 1,8
1982-89 media	- 0,6	1,9	6,1	4,2	1,5	- 1,0
1987	0,0	1,2	5,0	3,7	1,8	0,8
1988	- 4,3	-3,2	3,5	7,1	-1,0	- 2,1
1989	- 4,0	0,1	4,0	4,0	2,9	- 1,2
Regno Unito						
1963-69 media	- 2,7	3,2	6,7	3,4	3,6	- 2,2
1969-82 media	1,7	12,6	14,7	1,8	8,3	- 2,6
1982-89 media	- 1,2	3,1	8,5	5,3	2,0	- 2,5
1987	- 2,6	1,4	8,1	6,6	2,3	- 1,5
1988	8,3	3,0	8,4	5,3	0,4	6,0
1989	- 0,5	4,5	8,8	4,1	2,0	- 3,0
Italia						
1965-69 media	- 1,9	0,7	9,0	8,2	3,3	0,6
1969-82 media	- 0,9	14,5	19,8	4,7	8,9	- 6,5
1982-89 media	2,6	5,7	10,6	4,6	1,3	- 1,7
1987	0,9	3,3	8,4	4,9	2,8	0,4
1988	- 0,5	3,6	8,0	4,2	0,9	- 3,2
1989	5,5	5,9	8,1	2,1	1,1	0,6

Costi unitari del lavoro e produttività nell'industria di trasformazione ¹ (continuazione)						
Paesi e periodi	Costi unitari relativi del lavoro ² (A)	Condizioni interne			Condizioni esterne	
		Costi unitari interni del lavoro (B)	di cui:		Costi unitari del lavoro all'estero (in moneta nazionale) (C)	Tasso di cambio effettivo nominale (D)
			più: costi salariali	meno: incremento di produttività		
variazioni percentuali						
Canada						
1961-69 media	-1,6	0,9	5,4	4,4	1,8	-0,6
1969-82 media	-0,1	8,4	10,4	1,9	7,2	-1,2
1982-89 media	1,6	1,8	6,7	4,9	-0,1	-0,2
1987	5,0	2,9	6,2	3,2	-0,9	1,3
1988	8,9	3,0	8,0	4,9	0,1	6,1
1989	9,5	5,8	7,3	1,5	1,8	5,6
Sette paesi maggiori ⁴						
1965-69 media		2,6	8,1	5,4		
1969-82 media		7,7	11,6	3,7		
1982-89 media		0,6	5,2	4,5		
1987		-0,2	3,9	4,2		
1988		-0,3	5,1	5,5		
1989		1,5	5,2	3,7		

Nota: a causa di arrotondamenti i totali possono non coincidere con la somma delle componenti.

¹ Per Germania, industria mineraria e manifatturiera; per Italia, industria in senso stretto.

² (A) = (B) - (C) + (D). ³ Guadagni, per l'intero settore industriale. ⁴ Pesì in base ai PIL e ai tassi di cambio del 1987.

Fonti: statistiche nazionali, OCSE e stime BRI.

Condizioni più
tese sul mercato
del lavoro

Notevoli sforzi sono stati compiuti per determinare empiricamente il livello di disoccupazione che sarebbe compatibile con una crescita stabile delle retribuzioni, ossia il cosiddetto "non-accelerating-wages rate of unemployment" (NAWRU). Questa grandezza non è di per sé stabile nel tempo. Tra le caratteristiche istituzionali dei mercati del lavoro che influiscono sul NAWRU vanno annoverati, tra l'altro, la struttura demografica delle forze di lavoro, l'incidenza della disoccupazione di lungo periodo, la distribuzione regionale/settoriale della disoccupazione, il grado di centralizzazione delle contrattazioni. Negli Stati Uniti, alcune analisi fanno ritenere che il NAWRU sia aumentato negli anni settanta, per effetto in parte dei mutati *trends* nella composizione delle forze di lavoro, e in parte della più lenta crescita della produttività. I lavoratori sono stati inizialmente riluttanti ad accettare aumenti contrattuali al disotto del "3% + COLA" (cost-of-living adjustment), che erano divenuti la regola in presenza degli incrementi di produttività registrati negli anni sessanta. Il graduale riconoscimento delle mutate condizioni economiche e una certa ripresa nella crescita della produttività paiono aver fatto diminuire il NAWRU negli Stati Uniti a partire dalla metà degli anni ottanta.

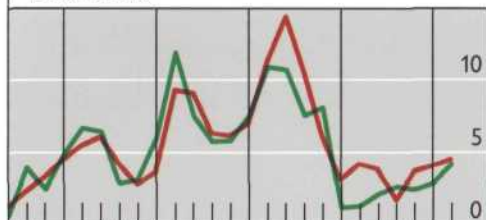
In Europa è opinione comune che gli attuali alti livelli di disoccupazione, se

Inflazione di base e costi unitari del lavoro

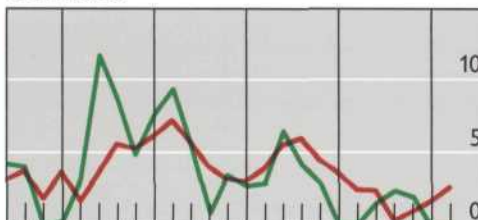
variazioni percentuali annue

— prezzi al consumo esclusi i prodotti alimentari ed energetici
— costi unitari del lavoro¹

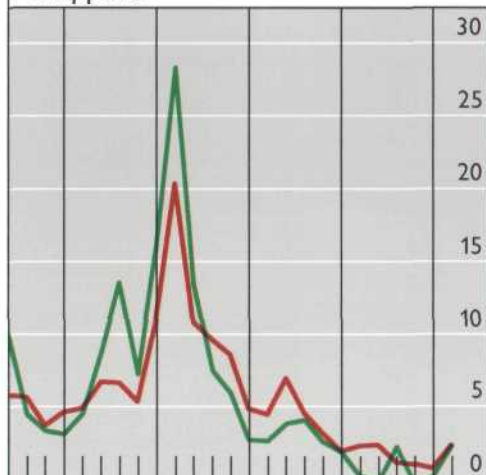
Stati Uniti



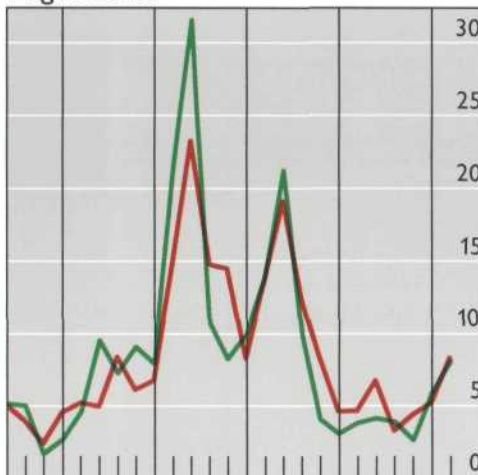
Germania



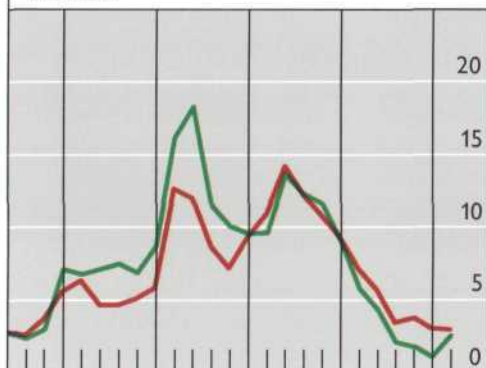
Giappone



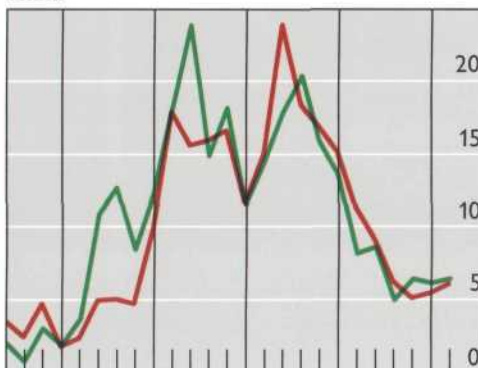
Regno Unito



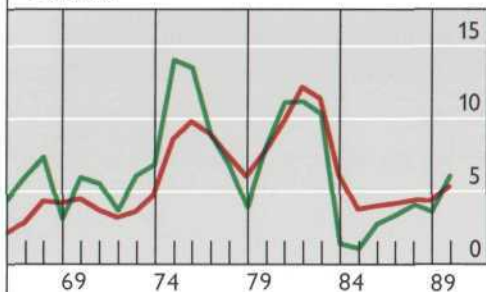
Francia



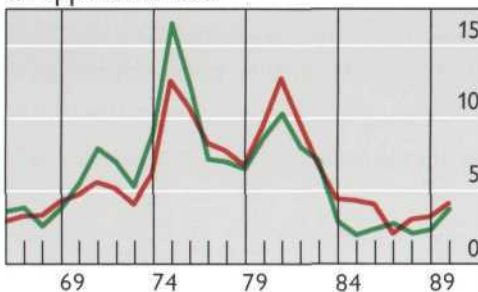
Italia



Canada



Gruppo dei Sette²



¹ Rapporto fra remunerazione per addetto e prodotto per occupato, nell'intera economia. ² Media ponderata in base alla spesa privata in beni di consumo e ai tassi di cambio del 1987.

Fonti: OCSE e statistiche nazionali.

raffrontati a quelli dei primi anni settanta, siano in gran parte il risultato di uno squilibrio strutturale fra l'offerta e la domanda di differenti tipi di qualificazione professionale. Non soltanto le nuove tecnologie hanno accresciuto i livelli di formazione richiesti, ma la maggiore concorrenza internazionale proveniente dai paesi a bassi livelli salariali ha aumentato in Europa la domanda relativa di lavoratori più qualificati. Questo spostamento, combinato con la ristrettezza e rigidità dei differenziali retributivi per aree geografiche e settori occupazionali, rispetto a periodi precedenti e altre parti del mondo, ha contribuito a innalzare il livello medio della disoccupazione. Inoltre, le politiche dei redditi, la legislazione sul salario minimo, le prestazioni sociali e l'azione delle organizzazioni sindacali paiono aver compresso i differenziali salariali a partire dai primi anni settanta.

Aumento delle
spinte salariali

In ogni caso, la maggior parte delle stime indica che i NAWRU sono generalmente aumentati dagli inizi degli anni settanta, specie nell'Europa continentale, e che gli attuali tassi di disoccupazione in molti paesi potrebbero essere prossimi o addirittura inferiori al livello del NAWRU. Ciò richiama l'attenzione sull'aumento nei tassi di crescita dei prezzi e dei salari nel 1989 ed evidenzia la difficoltà di contenere o bloccare le crescenti pressioni sui costi mantenendo al tempo stesso un'attività economica sostenuta.

I tassi di cambio
hanno amplificato
i divari tra i costi
unitari del lavoro
interni nel 1989

Un altro importante aspetto che concerne l'andamento dei costi sul mercato del lavoro è la misura in cui essi si differenziano tra i vari paesi e incidono sulla competitività internazionale. In cinque dei sette maggiori paesi industriali lo scorso anno i movimenti dei tassi di cambio hanno amplificato i divari in termini di competitività internazionale dovuti alla dinamica relativa dei costi del lavoro e della produttività. Ciò è osservabile alla tabella alle pagine 32 e 33, confrontando la differenza tra le variazioni nei costi unitari del lavoro interni ed esterni (in moneta nazionale) con le variazioni nei costi unitari relativi del lavoro, riportate nella prima colonna. Questo fenomeno ha indotto taluni a esprimere dubbi sull'efficacia dei mercati dei cambi come meccanismo correttivo degli squilibri esterni. Il Giappone, ad esempio, ha registrato nel 1989 un calo dello 0,5% nei costi unitari del lavoro nel settore manifatturiero, allorché i suoi *partners* commerciali hanno fatto segnare mediamente incrementi superiori al 3%. Malgrado questo andamento divergente, il tasso di cambio dello yen ponderato in base all'interscambio si è deprezzato di oltre il 5%, costituendo la maggiore componente del forte aumento (di quasi il 9%) della competitività internazionale dell'economia nipponica. L'ulteriore indebolimento dello yen nella primavera di quest'anno, pur in presenza di un'ampia eccedenza esterna e di condizioni monetarie più stringenti, pone ancor più in rilievo questo problema.

Tuttavia, in un arco temporale più esteso i movimenti dei tassi di cambio hanno generalmente ridotto o annullato le divergenze internazionali nella dinamica dei costi unitari del lavoro. Nei periodi 1969-1982 e 1982-89, durante i quali le variazioni dei tassi di cambio sono state considerevoli, queste hanno agito nel senso predetto in tutti i maggiori paesi industriali, eccetto gli Stati Uniti. Il tasso di cambio del dollaro USA ponderato con l'interscambio si è mediamente deprezzato nel corso di questi periodi, nonostante i costi unitari del lavoro negli Stati Uniti siano cresciuti a un ritmo leggermente inferiore a quello osservato in molti altri paesi, e ciò in parte come conseguenza di fattori strutturali. La tendenza generale nei maggiori paesi industriali nel corso degli anni

settanta e ottanta è stata tuttavia nel senso di un deprezzamento dei tassi di cambio nei paesi con più forti incrementi dei costi unitari (Francia, Regno Unito, Italia e Canada) e di un apprezzamento nei paesi con più bassi incrementi (Germania e Giappone). La tabella mostra ad esempio come la dinamica contenuta dei costi unitari del lavoro in Giappone nei periodi 1969–1982 e 1982–89 sia stata più che compensata da un apprezzamento dello yen, con un conseguente calo della posizione concorrenziale esterna del paese misurata su questa base.

Gli andamenti nei paesi in via di sviluppo

Crescita del prodotto e del reddito reale

Lo scorso anno due aspetti hanno caratterizzato la dinamica del prodotto e del reddito reale nei PVS (tabella alla pagina seguente). Anzitutto vi è stato un rallentamento nella crescita del prodotto totale rispetto al 1988, dovuto tuttavia interamente ai paesi asiatici; in secondo luogo, i fattori esterni sono stati generalmente meno favorevoli che nel 1988, a causa del rialzo dei tassi d'interesse internazionali e della più lenta crescita delle esportazioni in volume (tabella di pagina 38). Inoltre, il miglioramento delle ragioni di scambio si è per lo più limitato ai paesi esportatori di petrolio, mentre vi è stato un deterioramento per i prodotti primari non petroliferi e un guadagno solo modesto per gli esportatori di manufatti. Il rallentamento nella crescita delle quantità esportate è stato particolarmente marcato nei paesi del Medio Oriente e dell'America Latina, mentre in Africa il volume delle esportazioni ha registrato il più rapido incremento dal 1984.

In Asia la decelerazione nella crescita del prodotto in termini reali – la prima dal 1985 – è stata principalmente determinata dagli andamenti in Cina e India, che hanno concorso per oltre l'80% alla flessione complessiva. Dopo che il tasso di espansione aveva leggermente superato l'11% nel precedente quinquennio, e in presenza di crescenti spinte inflazionistiche e di un disavanzo esterno in aumento, le autorità cinesi hanno compresso l'espansione del credito, portando i tassi d'interesse reali a oltre il 10%. Ciò ha comportato un indebolimento della domanda privata e un calo al 4% della crescita del PIL, con un rallentamento che ha colpito in modo particolare le aziende agricole private, provocando un aumento del numero dei disoccupati e sottoccupati, i quali si stima siano saliti al 13,5% delle forze di lavoro. Tuttavia, all'inizio di quest'anno, il programma di austerità è stato allentato soprattutto nei confronti delle imprese agricole. In India gli andamenti dello scorso anno sono stati principalmente caratterizzati da un indebolimento della crescita nel settore industriale, mentre la produzione agricola ha fatto registrare un nuovo record. Non vi è stata tuttavia alcuna attenuazione delle spinte inflazionistiche, e il disavanzo di bilancio, pari all'8,5% del PNL, ha superato del 50% il valore previsto. Per giunta, nonostante la vigorosa crescita delle esportazioni, l'incidenza del debito estero sul PNL è salita a quasi il 25%, rispetto a solo il 12% nel 1980.

Un'altra area in cui si è avuto un rallentamento della dinamica del prodotto è quella delle economie di nuova industrializzazione (NIEs) che hanno accusato un calo della crescita in gran parte attribuibile alla Corea del Sud. Erosa da una progressione del 21% delle retribuzioni nominali, da una riduzione dell'orario di

Marcata flessione
nella crescita
del prodotto
reale in Asia...

... principalmente
dovuta agli
andamenti
in Cina, in India...

... e nelle NIEs

Crescita del PIL nei paesi in via di sviluppo								
Paesi e gruppi di paesi	PIL del 1987 in miliardi di dollari USA	1978-84 media	1985	1986	1987	1988	1989	Prodotto pro capite 1980-89 media
		variazioni percentuali						
Africa	224	3,4	3,9	2,3	0,9	3,3	3,2	-0,2
Nigeria	24	-1,8	7,9	3,2	1,8	4,2	4,0	-3,0
Paesi sub-sahariani	112	2,3	2,8	2,3	0,7	2,6	3,0	-0,4
Medio Oriente	465	1,8	-1,2	-0,2	0,0	1,1	2,0	-2,3
Egitto	33	7,3	6,7	2,7	2,5	5,9	5,0	3,8
Asia	1.138	6,2	6,2	6,9	8,3	9,4	5,2	5,3
Cina	297	8,3	13,1	8,3	10,6	11,2	3,9	7,7
India	256	3,8	5,1	4,0	3,6	10,4	4,5	3,3
Indonesia	65	6,2	2,5	5,9	4,8	5,7	6,2	2,7
Tailandia	47	5,8	3,5	4,5	8,0	13,2	11,0	5,0
NIEs	293	7,4	3,7	10,6	12,1	9,2	6,3	6,9
America Latina	788	2,0	4,1	4,5	3,1	0,4	0,7	-0,5
Brasile	315	2,4	8,3	7,6	3,6	0,0	3,6	-0,0
Messico	140	4,1	2,7	-3,8	1,5	1,1	3,0	-1,0
Argentina	77	0,3	-4,4	5,5	1,9	-3,1	-5,5	-2,9
Cile	17	2,2	2,4	5,7	5,7	7,4	9,3	0,9
Perù	44	0,6	1,9	9,5	6,9	-8,8	-12,2	-3,6
Venezuela	48	-1,2	1,3	6,8	3,0	5,7	-8,1	-2,6
Insieme dei PVS*	2.615	3,9	4,1	4,6	4,5	4,7	3,2	1,8

* Media ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1987.

Fonti: FMI, World Economic Outlook; ONU, UN Economic Commission for Latin America and the Caribbean; statistiche nazionali.

lavoro e dall'apprezzamento del tasso di cambio, la competitività internazionale si è fortemente deteriorata, e il contributo delle esportazioni nette alla crescita del prodotto in termini reali è sceso al -6,5%. Nondimeno, grazie al vigore della domanda interna, trainata dai consumi privati e dagli investimenti fissi delle imprese, l'aumento del 6,5% del PIL è stato superiore alla media per l'insieme dei paesi asiatici, pur segnando un netto declino rispetto al tasso dell'11,5% registrato nel precedente triennio. Una più lenta dinamica delle esportazioni ha parimenti contribuito a un certo raffreddamento congiunturale a Singapore e Hong Kong. A Taiwan l'apporto fornito dalle variazioni nelle esportazioni nette è stato negativo per il secondo anno consecutivo. Tuttavia, per effetto di una contrazione del saggio di risparmio nazionale, sceso al 31,5% (pur sempre uno dei più alti del mondo), i consumi hanno registrato una forte espansione. Sorretta altresì dagli investimenti fissi, la crescita del PIL, pari al 7,5%, ha superato leggermente il livello del 1988. Nello stesso tempo, fruendo dell'esuberanza della domanda interna delle NIEs, del forte aumento degli investimenti diretti esteri e dell'ulteriore espansione dei settori non petroliferi, l'Indonesia ha registrato per il secondo anno consecutivo una crescita di quasi il 6%, e in Tailandia il PIL reale è aumentato di circa l'11% per il terzo anno consecutivo, confutando le

precedenti più basse stime sul prodotto potenziale, ma creando altresì strozzature nel mercato della manodopera qualificata.

Nell'America Latina la crescita del PIL è stata in media solo di poco superiore a quella del 1988, ma comunque non sufficiente a impedire un'ulteriore contrazione del reddito pro capite, calato dell'8% rispetto alla punta massima del 1980. Il fenomeno è stato particolarmente pronunciato nei paesi afflitti da iperinflazione (Argentina e Perù) o che hanno avviato programmi antinflazionistici. Tra questi ultimi spicca, per il deterioramento economico, il Venezuela, costretto a invertire la precedente politica di sostegno della domanda interna, attuata attingendo alle riserve in valuta e mantenendo al tempo stesso il tasso di cambio a un livello insostenibile. La dinamica del prodotto è leggermente accelerata in Brasile, nonostante la forte ascesa dei prezzi. Ciò è in parte il risultato di acquisti anticipati in previsione di futuri incrementi di prezzo, ma anche dei positivi effetti del programma di stabilizzazione posto in essere agli inizi del 1989 (il "Piano Estivo"). Verso la fine dello stesso anno la crescita del prodotto stava calando. Essa è invece aumentata nel corso del 1989 in Messico, grazie al programma di stabilizzazione che ha rafforzato la fiducia, e agli afflussi di capitali che hanno rilanciato gli investimenti fissi delle imprese. In Cile la crescita del PIL ha superato il 9%, per effetto delle politiche espansive adottate e del migliorato clima di fiducia nel settore privato.

Mentre l'espansione economica dei paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente ha ricevuto impulso dai più alti prezzi del petrolio e dall'accresciuta domanda mondiale di greggio, lo sfavorevole andamento delle ragioni di scambio – principalmente dovuto al declino dei prezzi delle bevande tropicali – ha influito negativamente sulla dinamica dei redditi reali nei paesi dell'Africa sub-sahariana. Per giunta, la rapida espansione demografica è stata causa di un'ulteriore caduta del reddito pro capite, sceso al disotto del livello raggiunto a metà degli anni sessanta. I risultati dello scorso anno non sono che l'ultimo episodio di un protratto declino economico, i cui principali fattori sono: a) una decrescente quota degli investimenti sul prodotto, a causa degli elevati costi di installazione e di esercizio e di un basso risparmio, a cui si è aggiunto negli anni ottanta un calo della redditività del capitale investito a solo il 2,5%, rispetto a oltre il 20% in altri PVS con analoghi livelli di reddito pro capite; b) un sistema di incentivi

Perdurante
ristagno nell'Ame-
rica Latina

Un certo miglio-
ramento nel
Medio Oriente ...

... cui si contrap-
pone un quadro
fosco nell'Africa
sub-sahariana

Fattori esterni influenti sulla dinamica del prodotto								
Aree geografiche	Ragioni di scambio				Esportazioni in volume			
	1981-86 media	1987	1988	1989	1981-86 media	1987	1988	1989
	variazioni percentuali							
Africa	- 7,8	2,1	- 5,5	-0,7	3,5	0,2	2,1	6,1
Medio Oriente	-13,0	8,6	-19,2	8,0	-5,7	3,1	15,3	7,0
Asia	0,1	2,8	0,8	1,1	8,3	19,9	13,0	10,0
America Latina	- 4,7	-2,0	- 2,2	1,3	2,5	7,8	10,4	2,9
Insieme dei PVS*	- 3,8	3,0	- 3,9	2,3	4,2	13,0	12,0	7,9
* Media ponderata in base alle esportazioni e ai tassi di cambio del 1987.								
Fonti: FMI, World Economic Outlook; ONU, UN Economic Commission for Latin America and the Caribbean.								

Inflazione nei paesi in via di sviluppo							
Paesi e gruppi di paesi	1978-83 media	1984	1985	1986	1987	1988	1989
	variazioni percentuali dei prezzi al consumo						
Africa e Medio Oriente	14,0	14,0	7,0	11,5	17,0	18,5	17,0
Egitto	14,4	17,0	12,1	23,9	19,7	17,7	21,3
Nigeria	14,7	39,6	5,5	5,4	10,2	38,7	42,5 ¹
Asia	8,2	7,0	7,3	9,4	9,7	14,5	12,0
Cina	3,2	2,7	11,9	7,0	8,8	20,7	19,0
India	10,2	8,3	5,6	8,7	8,8	9,4	8,4
Filippine	13,8	50,3	23,1	0,8	3,8	8,8	10,5
Corea del Sud	15,8	2,3	2,5	2,8	3,0	7,1	5,8
America Latina	71,5	133,5	145,0	88,0	131,0	286,0	531,0
Argentina	174,7	626,7	672,1	90,1	131,3	343,0	3.096
Brasile	96,2	197,0	227,0	150,0	219,0	582,0	1.325
Messico	46,6	65,5	57,7	86,2	131,8	114,2	19,7
Perù	75,4	110,2	163,4	77,9	85,8	669,0	3.388
Insieme dei PVS ²	29,0	47,0	48,5	33,5	48,0	97,0	170,0

¹ Dato stimato. ² Media ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1987.
 Fonti: FMI, International Financial Statistics e World Economic Outlook; statistiche nazionali.

distorto a sfavore dell'agricoltura, per effetto di tassi di cambio sopravvalutati e di controlli sui prezzi che – insieme alla carente diversificazione merceologica delle esportazioni, ma anche agli scarsi raccolti dovuti alla grave siccità – ha contribuito a una crescita lenta delle esportazioni e a una quota calante sul commercio mondiale persino nei mercati delle materie prime non petrolifere; c) frequenti *shocks* dal lato delle ragioni di scambio che, quantunque meno gravi nel più lungo periodo rispetto all'insoddisfacente dinamica delle esportazioni, hanno creato un clima di incertezza; d) la presenza di settori pubblici ipertrofici, i quali hanno distorto la struttura prezzi-salari attraverso imposte sugli scambi, sussidi e, fino a epoca recente, elevate retribuzioni reali dei dipendenti statali; inoltre, le normative su prezzi e salari e l'inefficienza delle aziende pubbliche hanno sbilanciato la crescita a favore dei settori urbani, incoraggiando lo sviluppo di un "settore informale" di imprese minori, più sensibili ai segnali di mercato, ma che producono principalmente servizi e altri prodotti *non-tradable*; e) un crescente indebitamento esterno e un'incidenza del servizio del debito sulle esportazioni di quasi il 50% (che si riduce di fatto a solo il 25% circa escludendo gli arretrati); e f) elevati tassi di crescita demografica, che hanno accentuato la dipendenza dalle importazioni di generi alimentari e ridotto il risparmio e gli investimenti.

Inflazione

Accelerazione della dinamica dei prezzi nell'America Latina...

Lo scorso anno la dinamica dei prezzi nei PVS ha risentito in modo preponderante degli sviluppi nell'America Latina (tabella precedente), dove tre paesi maggiori (Brasile, Perù e Argentina) hanno registrato tassi d'incremento dei prezzi al consumo superiori al 1.000%. Diversi paesi con una tradizione relativamente favorevole in termini di inflazione (Venezuela, Cile e Paraguay) hanno

parimenti accusato un deterioramento della dinamica dei prezzi. La recrudescenza dell'inflazione ha avuto cause diverse. Pressioni da eccesso di domanda si sono sviluppate in Cile, mentre in Venezuela l'accelerazione è derivata dall'inversione del precedente corso delle politiche, di cui si è fatta menzione in precedenza. Inoltre, una maggiorazione delle tariffe e minori sussidi hanno acuito l'inflazione dei prezzi in paesi che stavano tentando di ridurre gli squilibri di bilancio. Tuttavia, lo scorso anno la causa più importante, particolarmente evidente nei tre paesi con iperinflazione, è stata la perdita di fiducia nella capacità delle autorità di correggere la precedente errata impostazione delle politiche e di attuare programmi di stabilizzazione. Di conseguenza, le crescenti aspettative inflazionistiche si sono manifestate sotto forma di un brusco rialzo dei tassi d'interesse nominali e di uno scarto sempre maggiore tra tassi di cambio ufficiali e liberi.

Nello stesso tempo, alcuni paesi hanno compiuto rilevanti progressi nel contenere l'inflazione. Bolivia ed Ecuador sono riusciti a ridurre l'inflazione dei prezzi mediante politiche della domanda restrittive. In Messico la prosecuzione del programma di stabilizzazione introdotto nel dicembre 1987 ha consentito di ridurre il tasso d'inflazione dei prezzi a solo il 20% nel 1989, benché siano state aumentate le retribuzioni minime e le tariffe pubbliche e si sia consentito al peso di svalutarsi nei confronti del dollaro USA. In Brasile il nuovo governo ha introdotto nel marzo di quest'anno un piano di lotta all'inflazione teso a spezzare alla base la spirale inflazionistica. Tra le misure più importanti di questo programma rientrano un blocco dei prezzi e dei salari per trenta giorni (seguito da controlli), una drastica restrizione della liquidità attraverso il congelamento per diciotto mesi di gran parte dei risparmi e delle attività finanziarie, nonché varie misure volte a ridurre il disavanzo del settore pubblico. Al di fuori dell'America Latina, si è assistito a un peggioramento dell'inflazione in Nigeria e nelle Filippine a causa del rincaro del petrolio e del deprezzamento del cambio, mentre nella Corea del Sud e in Cina il tasso di incremento dei prezzi ha cominciato a flettere sotto l'impatto di condizioni monetarie più stringenti e del freno posto alla progressione delle retribuzioni nominali.

... mentre si registrano progressi in altri paesi

I trasferimenti di risorse e le modalità dell'aggiustamento

Uno dei problemi più gravi che molti paesi in via di sviluppo, anche se non tutti, hanno dovuto affrontare negli anni ottanta è stato il calo nell'afflusso netto di capitali (si veda il Capitolo V), che è coinciso con i crescenti esborsi netti per interessi. Negli anni settanta la maggior parte dei PVS aveva sopperito alla carenza di risparmio mediante afflussi di capitali, ma poiché ciò si era dimostrato insostenibile e la loro affidabilità di credito si era deteriorata, questi paesi hanno dovuto ricorrere a misure correttive al fine di equilibrare i saldi correnti. L'adeguamento a questa nuova situazione ha reso necessaria l'adozione di politiche tese a sostenere le esportazioni e a ridurre le importazioni, integrate da misure di incentivazione del risparmio nazionale in relazione agli investimenti. Inoltre, poiché erano i governi e le imprese pubbliche i maggiori debitori verso l'estero, l'aumento dei costi del servizio del debito ha implicato un crescente fabbisogno di finanziamento del settore pubblico. Per migliorare la bilancia dei pagamenti

Il problema dei trasferimenti sul piano interno ed esterno

Gli sviluppi
dal 1980...

...nell'insieme
dei PVS...

correnti e contrastare le spinte inflazionistiche era pertanto anche necessario accrescere il risparmio finanziario netto del settore privato, nonché ridurre i disavanzi primari (al netto dei pagamenti per interessi).

Negli anni ottanta i PVS hanno dovuto quindi affrontare due problemi, fra loro correlati, in termini di trasferimenti e di aggiustamento; la tabella che segue ne illustra l'evoluzione nel corso di tre fasi:

– un periodo che va fino al 1982, caratterizzato da crescenti pagamenti netti per interessi e da esportazioni calanti, in parte a causa della recessione economica nei paesi industriali. Sul piano interno, l'aumento degli esborsi netti per interessi aveva condotto a più elevati disavanzi pubblici e, nonostante un certo miglioramento del saldo finanziario del settore privato, il risparmio nazionale aveva subito un forte calo;

Trasferimenti netti di risorse e variazioni nei saldi finanziari								
Gruppi di paesi e anni	X	M	TR	BdP	I	S	Spr-lpr	Spu-lpu
	in percentuale del PNL/PIL							
Insieme dei PVS¹								
1980	19,9	20,6	-2,3	-3,0	26,6	23,6	-0,5	-2,5
1982	19,2	20,4	-3,3	-4,5	24,5	20,0	0,5	-5,0
1986	18,8	18,2	-3,0	-2,4	23,9	21,5	3,6	-6,0
1987	20,3	18,4	-2,7	-0,8	24,7	23,9	5,3	-6,1
1988	19,6	17,9	-2,7	-1,0	25,1	24,1	5,1	-6,1
1989	21,1	20,0	-2,8	-1,7	24,2	22,5	5,4	-7,1
America Latina								
1980	17,9	18,8	-3,5	-4,4	23,4	19,0	-2,2	-2,2
1984	20,7	15,4	-5,5	-0,2	16,6	16,4	4,7	-4,9
1987	16,4	14,0	-3,8	-1,4	19,8	18,4	7,9	-9,3
1988	15,7	13,1	-3,8	-1,2	20,8	19,6	8,1	-9,3
1989	17,2	14,6	-3,9	-1,3	19,6	18,3	11,5	-12,8
Asia								
1980	25,8	26,6	-1,2	-2,0	29,0	27,0	1,3	-3,3
1982	27,1	27,5	-1,7	-2,1	27,1	25,0	2,1	-4,2
1986	32,0	29,5	-2,0	0,5	29,0	29,5	4,4	-3,9
1987	37,1	33,0	-1,8	2,3	29,2	31,5	5,9	-3,6
1988	38,6	36,0	-1,7	0,9	29,2	30,1	4,4	-3,5
1989	41,0	39,1	-1,7	0,2	28,7	28,9	3,7	-3,5
Africa sub-sahariana²								
1980	29,7	36,0	-2,2	-8,5	19,8	11,3	-1,0	-7,5
1981	27,9	34,9	-2,8	-9,8	20,9	11,1	-2,9	-6,9
1985	28,2	28,9	-2,9	-3,6	18,4	14,8	1,7	-5,3
1988	26,2	31,0	-2,5	-7,3	18,0	10,7	-0,7	-6,6
1989	29,1	33,2	-3,0	-7,1	17,6	10,5	-0,8	-6,3

Nota: calcolati sulla base dell'identità contabile del reddito nazionale in percentuale del PNL/PIL:
 $X - M - TR = BdP = S - I = (Spr - lpr) + (Spu - lpu)$
ove X = esportazioni di beni e servizi, TR = pagamenti netti per interessi, BdP = bilancia dei pagamenti correnti, S = risparmio nazionale, I = investimenti totali, (Spu-lpu) = accreditamento netto dell'amministrazione centrale. Per soddisfare l'identità: M = importazioni di beni e servizi misurate come $X - TR - BdP$, e $(Spr-lpr)$ = accreditamento netto del settore privato misurato come $BdP - (Spu-lpu)$.

¹ Secondo la definizione della Banca Mondiale che esclude i paesi europei. ² Esclusa la Nigeria.

Fonti: World Bank, World Debt Tables; FMI, World Economic Outlook.

– una seconda fase protrattasi fino al 1986–87, durante la quale la bilancia corrente era stata gradualmente riportata vicino all'equilibrio, anche se principalmente attraverso una compressione delle importazioni. A livello interno quest'ultima si era accompagnata a un calo nella formazione di capitale, mentre l'aggiustamento dei saldi finanziari si era limitato al settore privato. In effetti, nel 1987 il fabbisogno di finanziamento dell'amministrazione centrale superava il livello del 1982;

– la fase recente contraddistinta da crescenti esportazioni, tuttavia con un incremento ancor più pronunciato delle importazioni che ha determinato un maggiore disavanzo nei pagamenti correnti. Questo deterioramento del saldo corrente non si è accompagnato a una maggiore attività di investimento, bensì a un calo del risparmio nazionale poiché il fabbisogno pubblico ha registrato un'ulteriore crescita.

Considerando le varie aree geografiche, l'*America Latina* ha fatto registrare il più forte aumento dei pagamenti netti in conto interessi, balzati al 5,5% del PNL nel 1984, ossia 2 punti percentuali in più rispetto al 1980. Tuttavia, grazie all'effetto congiunto di una severa compressione delle importazioni e di un certo incremento delle esportazioni, il disavanzo delle partite correnti è stato quasi interamente eliminato. Sul piano interno, il fabbisogno del settore pubblico è aumentato, mentre si è ridotto il saggio di risparmio nazionale, cosicché la principale contropartita interna della riduzione dello squilibrio esterno è stata una minore formazione di capitale. Il quinquennio successivo è stato un periodo di ristagno o persino di peggioramento sul fronte esterno, mentre all'interno la quota degli investimenti e del risparmio nazionale ritornavano a livelli del 19–20% sul PNL, sufficienti ad assicurare un'espansione economica intorno al 4% annuo. Tuttavia, il fabbisogno di finanziamento del settore pubblico è salito a quasi il 13% del PNL ed è stato soddisfatto in misura crescente all'interno con l'indebitamento a breve scadenza, contribuendo così ad accrescere l'inflazione. Le importazioni si sono stabilizzate, mentre si è indebolita la dinamica delle esportazioni, controbilanciando la diminuzione dei pagamenti netti per interessi, che peraltro era in parte dovuta a un accumulo di arretrati e/o a ristrutturazioni del debito.

... in America
Latina...

In *Asia* il deterioramento dei saldi correnti nella fase iniziale era stato modesto e principalmente imputabile a un aumento delle importazioni. Nel periodo 1982–86 il saldo delle partite correnti è passato in attivo, grazie alla vigorosa crescita delle esportazioni. Grazie anche a una maggiore quota di risparmio nazionale – soprattutto nel settore privato – i paesi asiatici sono riusciti ad accrescere gli investimenti, creando la capacità produttiva atta a sostenere la crescita. Anche nella fase recente l'aumento delle esportazioni è stato elevato, ma comunque inferiore a quello delle importazioni, in quanto in un certo numero di paesi la domanda interna si è sostituita alle esportazioni come principale fattore propulsivo della crescita. Ciò si è anche rispecchiato in un certo calo dei saggi di risparmio privato e nazionale, mentre il fabbisogno del settore pubblico è stato contenuto al 3,5% del PNL.

... in Asia...

Un aspetto saliente degli sviluppi relativi all'*Africa sub-sahariana* è costituito dalla mancanza di un aggiustamento interno che avrebbe potuto consolidare i risultati iniziali ottenuti sul fronte esterno. Tra il 1981 e il 1985 il disavanzo dei

... e nell'Africa
sub-sahariana

pagamenti correnti con l'estero è infatti diminuito nella misura del 6% del PNL; ma ciò è stato ottenuto in condizioni di debole crescita del prodotto e soprattutto comprimendo le importazioni e gli investimenti. L'assenza di un aggiustamento interno più sostanziale si è fatta più evidente nel periodo 1985-89, allorché sono diminuiti i saldi finanziari dei settori pubblico e privato e la quota del risparmio nazionale è scesa a solo il 10,5% del PNL. Durante questo periodo le importazioni hanno cominciato a salire, ma il loro aumento, in un contesto di investimenti stagnanti, riflette principalmente il fatto che il prodotto non si è accresciuto in misura sufficiente a soddisfare il fabbisogno corrente di consumi.

Le modalità dell'aggiustamento: tipologia per paesi

Modalità tipiche
dell'aggiustamento

a) assenza
di aggiustamento
sia interno
che esterno;

I differenti andamenti nei fattori interni ed esterni di cui si è trattato dianzi possono essere altresì illustrati raggruppando i paesi indebitati in base a quattro tipologie di aggiustamento.

Un *primo gruppo* si contraddistingue per le difficoltà sia nel riequilibrare il saldo corrente con l'estero sia nel controllare il disavanzo di bilancio. Fanno parte di questo gruppo molti paesi dell'area sub-sahariana i cui squilibri interni ed esterni, come si è notato in precedenza, possono essere imputati a una lenta crescita economica e a tassi calanti di risparmio e di investimento, mentre nella maggior parte dei casi l'inflazione è rimasta relativamente moderata. Questo gruppo comprende tuttavia anche paesi come il *Perù* e l'*Argentina*, dove la manifestazione lampante del mancato aggiustamento sta nel circolo vizioso di inflazione in aumento e crescita reale calante. Il sempre maggiore finanziamento monetario del disavanzo del settore pubblico è stato un fattore primario di inflazione e, combinandosi ai tentativi di difendere la fissità del cambio, ha determinato un apprezzamento di questo in termini reali. Alla fine le autorità sono state costrette a svalutare la moneta, ciò che a sua volta ha innescato una nuova spirale di incrementi dei prezzi e delle retribuzioni. In siffatte condizioni tendono a indebolirsi anche gli incentivi al risparmio e agli investimenti, con ulteriori sfavorevoli conseguenze per la crescita reale.

b) aggiustamento
esterno, ma senza
contropartita
interna;

Un *secondo gruppo* comprende alcuni paesi dell'America Latina che sono riusciti a riportare sotto controllo i conti con l'estero, ma non il fabbisogno di indebitamento del settore pubblico. La maggior parte dei paesi di questo gruppo ha ridotto le importazioni diminuendo gli investimenti e ha anche accusato forti spinte inflazionistiche a causa del crescente finanziamento monetario del disavanzo pubblico. Il *Brasile* è un esempio rappresentativo di questo gruppo poiché, in netto contrasto con la situazione anteriore alla crisi debitoria (grafico di pagina 44), l'ampia eccedenza commerciale riesce a coprire i pagamenti netti per interessi. Tuttavia, ciò è stato principalmente ottenuto comprimendo le importazioni a circa la metà del loro precedente livello, in parte mediante controlli amministrativi. Anche gli interessi arretrati sono aumentati, mentre la quota delle esportazioni sul prodotto totale supera solo di poco i valori dei primi anni ottanta. Sul piano interno si è registrato un aumento del risparmio finanziario netto privato, dovuto tuttavia soprattutto ai minori investimenti. Le dimensioni del disavanzo pubblico sono grosso modo le stesse del 1980-82, con una quota crescente del debito pubblico finanziata all'interno, con scadenze

Trasferimenti netti di risorse e variazioni nei saldi finanziari*

in percentuale del PNL/PIL

ordinata di sinistra:

— esportazioni
— importazioni

ordinata di destra:

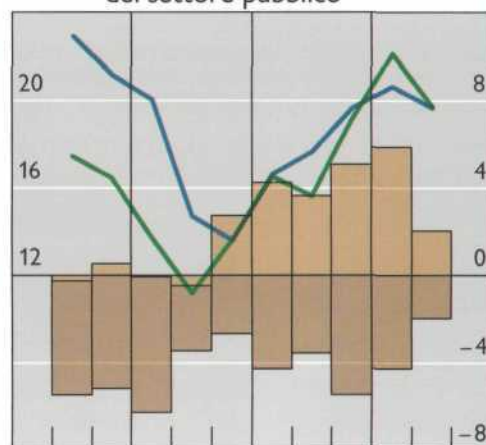
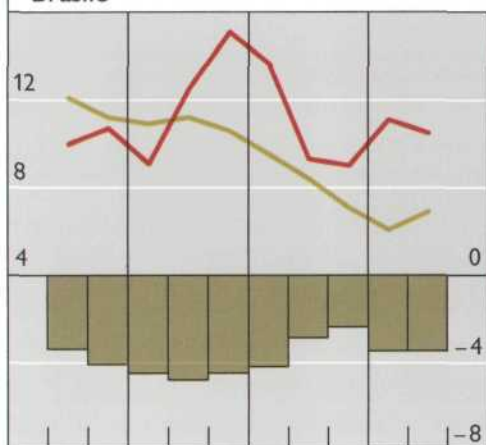
■ pagamenti netti per interessi

— risparmio lordo
— investimenti lordi

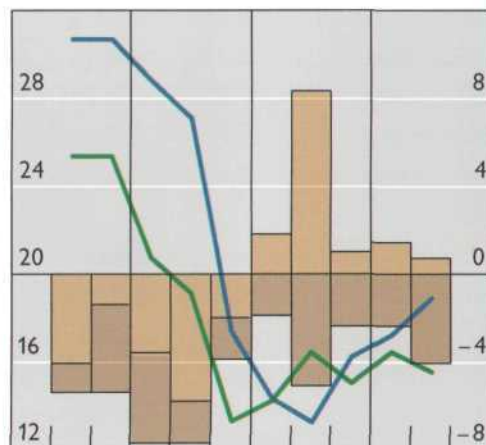
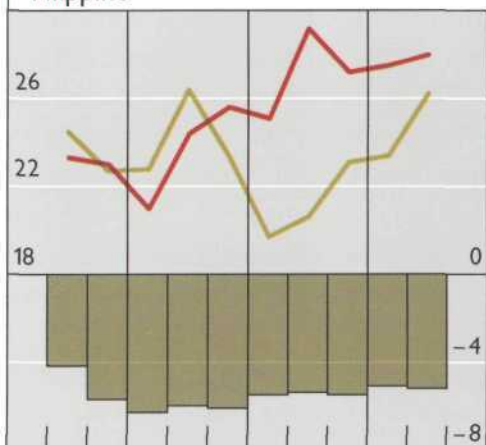
■ accreditamento netto del settore privato

■ accreditamento netto del settore pubblico

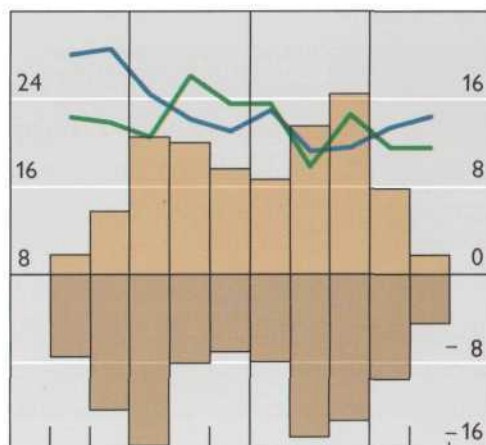
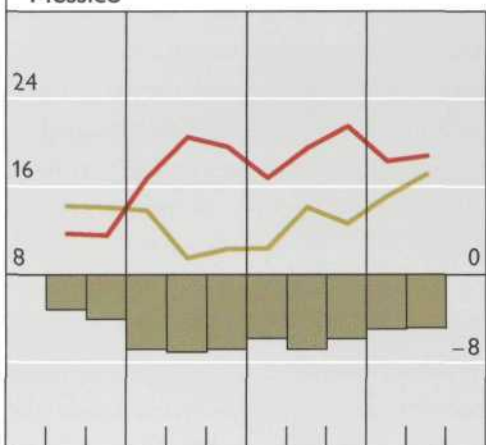
Brasile

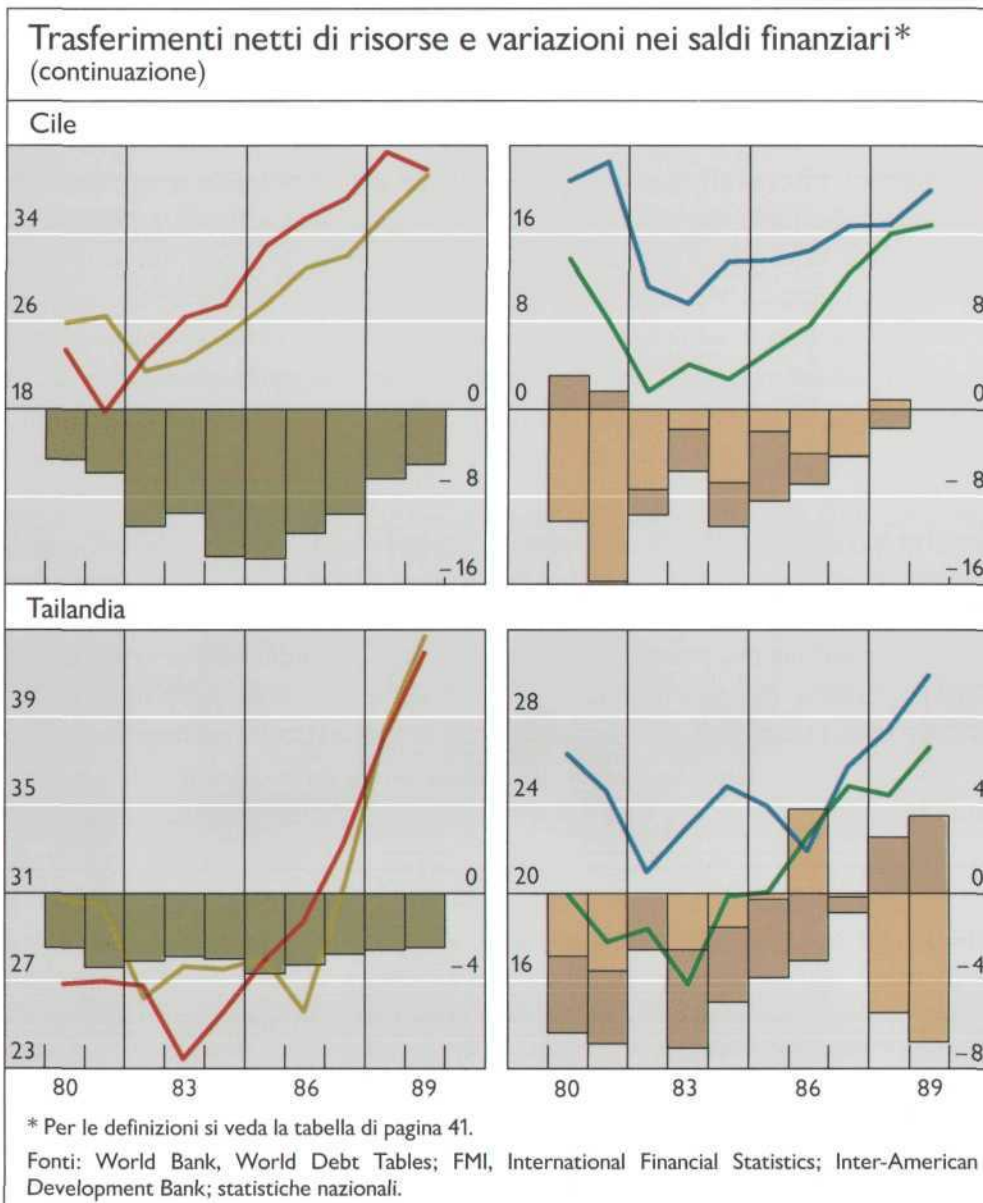


Filippine



Messico





sempre più brevi. Di conseguenza, il fabbisogno (comprensivo del rifinanziamento del debito pubblico) è salito da circa il 12% del PNL agli inizi degli anni ottanta a quasi il 50% nel 1988.

Appartengono a questo secondo gruppo anche le *Filippine*, sebbene in questo paese l'evoluzione sia stata diversa rispetto al Brasile. Infatti la quota delle esportazioni è andata costantemente aumentando e il fabbisogno del settore pubblico si è per lo più mantenuto al disotto del 5% del PNL. Tuttavia, tra il 1981 e il 1985 il tasso d'investimento si è più che dimezzato ed è diminuito anche il saggio di risparmio nazionale.

Un *terzo gruppo*, che comprende alcuni paesi dell'Asia e dell'America Latina, ha riportato sotto controllo la finanza pubblica, ma sta incontrando difficoltà di bilancia dei pagamenti. I problemi sul fronte esterno sono tipicamente il risultato dell'inadeguatezza della capacità produttiva, dovuta al precedente calo nella formazione di capitale e/o a politiche tese a stabilizzare il cambio a un livello irrealisticamente alto in funzione antinflazionistica. Ciò vale per il Messico, che

c) aggiustamento interno, ma fragilità della posizione esterna;

aveva inizialmente reagito alla crisi debitoria con un forte aumento dell'eccedenza commerciale conseguito mediante un incremento delle esportazioni e una simultanea compressione delle importazioni. Successivamente la bilancia commerciale si è indebolita. Un fattore è stato ovviamente il calo nei proventi del petrolio; oltre a ciò le importazioni sono state liberalizzate, e i tentativi di stabilizzare il cambio nominale nel quadro di un più ampio accordo di politica dei redditi sono stati accompagnati da un apprezzamento della moneta in termini reali. Vi sono altresì indicazioni che l'aggiustamento interno rimane precario. Il risparmio nazionale non è aumentato in misura sufficiente a compensare i maggiori esborsi netti per interessi, anche se ciò è in parte attribuibile a una caduta del reddito reale pro capite (pari al 15% dal 1981). Inoltre, malgrado l'orientamento più restrittivo della politica fiscale e l'avanzo del bilancio primario, il fabbisogno del settore pubblico ammonta tuttora a quasi il 6% del PNL, giacché i tentativi di indurre un rientro di capitali esportati, innalzando i tassi d'interesse in termini reali, hanno altresì provocato un aumento dell'onere per interessi sul debito pubblico verso i residenti.

Il Cile può essere parimenti incluso in questo gruppo anche se la fisionomia del suo processo di aggiustamento è notevolmente diversa da quella di altri paesi dell'America Latina. Agli inizi degli anni ottanta la quota delle esportazioni aveva subito un drastico calo, per poi risalire, tuttavia non in misura sufficiente a finanziare i pagamenti netti per interessi. L'aggiustamento interno aveva chiaramente comportato una rapida caduta dei redditi reali agli inizi degli anni ottanta, quando il risparmio nazionale scese al disotto del 2%. Nonostante la sua successiva ripresa, il risparmio si mantiene ancora a un livello troppo basso rispetto alle esigenze di investimento, e l'evoluzione recente fa ritenere che non sia stata ancora recuperata la perdita di capacità produttiva subita agli inizi degli anni ottanta.

L'ultimo gruppo, che comprende principalmente paesi asiatici, è stato in grado di conseguire un'eccedenza della bilancia commerciale sufficientemente ampia da finanziare i pagamenti netti per interessi, ha incrementato il tasso di risparmio nazionale e ha impedito un ulteriore aumento del fabbisogno del settore pubblico. Questi paesi hanno tipicamente fruito di una crescita trainata dalle esportazioni e sono riusciti a mantenere bassa l'inflazione. Può essere inclusa in questo gruppo la *Tailandia*, il cui esempio mostra come un tempestivo aggiustamento possa evitare l'impiego di politiche finalizzate direttamente a soddisfare il fabbisogno di valuta estera e tali da comportare ingenti costi sociali. Agli inizi degli anni ottanta è stato mantenuto un tasso di formazione del capitale relativamente alto e la stabilità della politica monetaria ha consentito di contenere l'inflazione a livelli bassi, migliorando al tempo stesso la posizione competitiva. La politica di bilancio ha inoltre contribuito ad accrescere il risparmio nazionale. Di recente, la bilancia dei pagamenti correnti con l'estero, che era stata sostanzialmente in pareggio nel 1986, si è deteriorata e, nonostante gli investimenti diretti dall'estero abbiano consentito un agevole finanziamento del deficit, potrebbe rendersi necessario un certo aumento del risparmio delle famiglie.

In molti dei casi esaminati in precedenza l'origine del problema dei trasferimenti va ricercata in fattori che in ampia misura sfuggono al controllo del paese in questione. Di norma, tuttavia, il successo o il fallimento nel conseguire un

d) aggiustamento
sia esterno
che interno

aggiustamento senza scosse non è dipeso tanto dall'entità dello *shock* iniziale quanto dalle politiche adottate. Pertanto, i paesi che hanno reagito prontamente e hanno fatto ricorso a politiche atte a favorire la crescita delle esportazioni sono riusciti a superare in virtù del proprio sviluppo economico i problemi del debito e dei trasferimenti. Viceversa, nei paesi che non hanno intrapreso un'azione di aggiustamento, i problemi sia esterni che interni hanno avuto la tendenza a peggiorare nel tempo.

I paesi dell'Europa orientale: il processo di riforma economica

Una generale
evoluzione verso
le economie
di mercato

Attualmente in tutti i paesi dell'Europa orientale è in atto una radicale trasformazione che riguarda tutti gli aspetti della vita politica, sociale ed economica. La maggior parte di essi si è ora impegnata ad abbandonare il sistema economico socialista e a sviluppare economie di mercato simili a quelle dei paesi industriali occidentali. Sebbene le condizioni economiche e le strategie di riforma differiscano notevolmente tra i singoli paesi, il retaggio dell'economia pianificata è l'elemento che accomuna tutti questi paesi e che li pone quindi di fronte al medesimo insieme di problemi e di sfide fondamentali.

Lo scopo di questo paragrafo della Relazione è quello di trattare i problemi in questione in un contesto più ampio, considerando sia taluni aspetti dell'evoluzione economica nell'Europa orientale sia le regole e le strutture sviluppatesi in questi paesi sotto il regime di pianificazione centralizzata. In effetti, senza una tale trattazione sarebbe difficile cogliere appieno l'enorme complessità dell'impresa che li attende, la quale implica non solo una riforma del sistema economico, ma anche un cambiamento negli atteggiamenti e nei comportamenti economici.

I problemi gemelli dell'inefficienza dal lato dell'offerta e degli squilibri macroeconomici

Fattori di ordine
sia statistico
sia concettuale ...

Un'analisi dell'evoluzione economica dei paesi dell'Europa orientale è notevolmente ostacolata da due ordini di fattori. Anzitutto, esistono vari problemi statistici derivanti dalla carenza di dati e dall'impiego di definizioni statistiche non facilmente raffrontabili con quelle in uso nei paesi occidentali. In secondo luogo, in un sistema a pianificazione centralizzata nel quale i prezzi sono regolamentati, la piena occupazione è garantita e le transazioni con l'estero sono rigidamente controllate, non esistono indicatori statistici "visibili" degli squilibri macroeconomici. Tali squilibri sono rispecchiati piuttosto da fenomeni – come le carenze dal lato dell'offerta e le code per gli acquisti, i mercati neri delle valute estere e dei prodotti importati di alta qualità – che in genere sfuggono a un'esatta valutazione.

... rendono difficile il raffronto tra i risultati economici dei paesi orientali e occidentali

In effetti nella maggior parte dei paesi dell'Europa orientale le statistiche ufficiali disponibili non forniscono un quadro realistico della situazione economica. In particolare, i dati nazionali sulla crescita del prodotto non spiegano le palesi deficienze dell'offerta e il divario nel tenore di vita rispetto ai paesi industriali occidentali. Benché la crescita del prodotto sia notevolmente rallentata negli ultimi anni, tra il 1960 e il 1989 i dati indicano per l'insieme dei paesi europei orientali un tasso medio annuo di aumento del prodotto aggregato pari al 5%, rispetto a solo il 3,3% dei paesi della Comunità europea (tabella che segue). La differenza è ancor più marcata se si prende a riferimento un

Crescita notificata del prodotto nell'Europa orientale e occidentale						
Voci	1960-70	1970-75	1975-80	1980-85	1985-89	1960-89
	variazioni percentuali su base annua					
Crescita del prodotto*:						
Europa orientale	6,8	6,1	4,3	2,8	2,6	5,0
Comunità europea	4,8	2,9	2,9	1,5	3,1	3,3
* Prodotto materiale netto per l'Europa orientale (Bulgaria, Cecoslovacchia, Polonia, Repubblica democratica tedesca, Romania, Ungheria e Unione Sovietica) e PNL/PIL per i dodici paesi della Comunità europea.						
Fonti: ONU, Economic Commission for Europe; Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche; Comunità europea.						

periodo più lungo: ad esempio assumendo come termine iniziale il 1950 – quando nella Repubblica democratica tedesca il reddito pro capite poteva essere inferiore di non oltre il 20% a quello della Repubblica federale di Germania – la crescita del prodotto totale o del prodotto dei principali settori (su cui è possibile un raffronto diretto) risulterebbe più lenta in quest'ultimo paese rispetto a quella notificata dalla Repubblica democratica tedesca. Per contro, taluni indicatori di massima dei consumi fanno senz'altro ritenere che il tenore di vita relativo – specie ove si tenga conto delle marcate differenze qualitative – si sia mosso nella direzione opposta (tabella seguente).

Vi sono diverse ragioni per cui le misure del prodotto nell'Europa orientale sopravvalutano l'andamento economico reale. Il concetto di prodotto materiale netto (PMN) usato nei sistemi a economia pianificata esprime solo il valore della produzione fisica e dei servizi collegati alla fornitura di beni materiali. Esso

Indicatori economici notificati dalla Repubblica federale di Germania e dalla Repubblica democratica tedesca		
Voci	Repubblica federale di Germania	Repubblica democratica tedesca
PNL pro capite nel 1950 (in moneta nazionale):	2.100	1.675
crescita media annua del prodotto, 1950-1988 (in percentuale):		
PNL/PMN	5,0	5,9
agricoltura	1,8	2,2
costruzioni	3,4	7,0
industria estrattiva ed energia	2,5	} 7,3
industria manifatturiera	5,1	
Indicatori del tenore di vita (1988):		
automobili ¹	97	52
televisioni a colori ¹	94	52
telefoni ¹	98	16
superficie abitativa ²	33	27
¹ Percentuale di famiglie. ² Metri quadrati per persona.		
Fonti: Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland e Statistisches Jahrbuch der Deutschen Demokratischen Republik.		

I motivi della sopravvalutazione della crescita produttiva ...

... e i fattori che indicano inefficienze dal lato dell'offerta

esclude i servizi "non materiali", come le prestazioni sanitarie, l'istruzione, i servizi bancari, che fanno parte del PIL, ma che nell'Europa orientale sono rimasti relativamente sottosviluppati. Ancor più importante è il fatto che le misure della produzione sono fortemente influenzate dalla distorta struttura dei prezzi. Nei paesi europei orientali vengono assegnati prezzi relativi elevati ai prodotti nuovi, specie ai beni di consumo durevoli, la cui offerta tende ad aumentare rapidamente, e che quindi assumono un peso eccessivo negli indici della produzione. Al tempo stesso, tra le imprese dell'Europa orientale è diffusa la prassi di apportare leggere modifiche esteriori ai prodotti esistenti per poterne elevare i prezzi. Si tratta di un modo facile di aumentare il valore del prodotto e di realizzare gli obiettivi del piano senza realmente espandere la produzione né migliorarne la qualità. Poiché tali cambiamenti di prezzo non sono considerati negli indici dei prezzi al consumo o nei deflatori del prodotto, la sostituzione di prodotti vecchi con nuovi tende a gonfiare le statistiche sulla crescita produttiva.

In effetti, diversi fattori stanno a indicare che nell'Europa orientale la produzione ha un grado di efficienza molto minore che nei paesi industriali occidentali. Ad esempio, sulla base dei dati disponibili risulta che negli anni ottanta la formazione di scorte è mediamente ammontata al 2-3% annuo del prodotto nei paesi europei orientali, una quota molto più alta di quella registrata nelle economie di mercato; gli investimenti fissi, che hanno un'incidenza sul prodotto totale superiore a quella dei paesi occidentali, paiono essere incanalati verso aree meno produttive, un'impressione confermata dai risultati deludenti ottenuti dagli investimenti finanziati in moneta forte che diversi paesi hanno effettuato negli anni settanta; e il consumo totale di energia per abitante appare considerevolmente superiore ai livelli occidentali, il che è indicativo di metodi di produzione ad assai più elevata intensità di energia.

Risparmio e retribuzioni nell'Europa orientale e occidentale						
Paesi	1973			1988		
	Depositi a risparmio per abitante ¹	Retribuzioni mensili medie ¹	Rapporto	Depositi a risparmio per abitante ¹	Retribuzioni mensili medie ¹	Rapporto
Bulgaria	700	140	5	1.900 ²	235 ²	8 ²
Cecoslovacchia	6.650	2.160	3	17.000	3.050	5,5
Polonia	6.100	2.800	2	96.800	51.800	2
Repubblica democratica tedesca	3.930	835	4,5	9.090	1.280	7
Romania	1.700	1.390	1	7.300 ³	2.860 ³	2,5 ³
Ungheria	5.940	2.510	2,5	31.900	8.800	3,5
Unione Sovietica	275	135	2	1.040	215	5
Germania	6.830	1.560	4,5	20.120	3.170	6,5
Francia	8.620	2.140	4	47.300	9.790	5
Regno Unito	940 ⁴	260 ⁴	3,5 ⁴	4.940	820	6
Italia	921.580	206.220	4,5	9.004.500	1.815.000	5
Spagna	69.100	17.350	4	751.820	135.200	5,5

¹ In unità di moneta nazionale. ² 1987. ³ 1986. ⁴ 1975.
 Fonti: ONU, Economic Commission for Europe; statistiche nazionali.

Le debolezze dal lato dell'offerta nelle economie europee orientali sono altresì rispecchiate dall'andamento dell'interscambio mercantile. Tra il 1981 e il 1987 le vendite all'estero in valute convertibili di manufatti provenienti da questi paesi si sono accresciute del 16%, ossia a un ritmo inferiore alla metà del tasso di espansione del commercio mondiale di manufatti durante lo stesso periodo. Questo sviluppo è particolarmente degno di nota alla luce dei crescenti problemi debitori incontrati da vari paesi in questo periodo, giacché ci si sarebbe potuto attendere che questi problemi avrebbero incoraggiato i responsabili della pianificazione a convogliare risorse verso il settore delle esportazioni.

Le rigidità dal lato dell'offerta sono la causa principale del basso tenore di vita e dei crescenti squilibri macroeconomici. In un'economia di mercato tali squilibri sono rivelati dall'andamento di prezzi, tassi d'interesse, occupazione e bilancia dei pagamenti, che a loro volta mettono in moto meccanismi di riequilibrio della domanda e dell'offerta. Nessun meccanismo del genere esiste in un sistema a economia pianificata nel quale, essendo governati dal centro i consumi pubblici e gran parte della spesa in investimenti, gli squilibri si estrinsecano principalmente sul mercato dei beni di consumo. Su tale mercato l'aggiustamento degli squilibri tra domanda e offerta è sovente avvenuto con lentezza, o è stato addirittura inesistente, comportando, da un lato, l'erogazione di crediti e di sovvenzioni crescenti a imprese non redditizie e, dall'altro, un aumento delle giacenze di produzione invendute, la proliferazione di mercati neri e l'accumularsi di un eccesso di domanda sotto forma di detenzione "involontaria" di circolante e di depositi a risparmio.

Pur essendo difficile valutare la portata e la gravità degli squilibri macroeconomici nei paesi dell'Europa orientale, non vi è dubbio che, data la mancanza di disciplina finanziaria a livello micro e macroeconomico, nella maggior parte dei paesi si sia creato un sovraccumulo di scorte monetarie. L'impressione che l'eccesso di domanda sia un fenomeno diffuso è avvalorata, ad esempio, dal forte aumento dei prezzi intervenuto all'indomani della liberalizzazione dei mercati. In Ungheria, dove sono state attuate riforme dei prezzi con gradualità, l'inflazione è balzata dal 5,3% nel 1986 al 17% nel 1989; e in Polonia, dove la liberalizzazione è stata alquanto repentina, l'inflazione è salita a livelli altissimi negli ultimi mesi del 1989.

La tabella di pagina 49, che pone in relazione il risparmio pro capite con le retribuzioni medie mensili, si propone di fornire alcune indicazioni di massima sul "serbatoio" di potere d'acquisto accumulato dalle popolazioni dei singoli paesi dell'Europa orientale. Desta forse una certa sorpresa il fatto che, ad eccezione della Bulgaria e della Repubblica democratica tedesca, tali disponibilità non risultino particolarmente elevate se raffrontate ai risparmi delle famiglie nei paesi europei occidentali. Nondimeno, nel valutare l'eccesso potenziale di domanda vanno presi in considerazione diversi fattori. Una parte significativa dei saldi liquidi complessivi è probabilmente detenuta in contanti, ma non sono disponibili per tutti i paesi dati sul circolante nelle mani del pubblico. Sono inoltre di importanza determinante le motivazioni alla base del comportamento del risparmio. Da un lato, se i depositi riflettessero soprattutto la mancanza di attività finanziarie alternative, il loro ammontare non segnalerebbe necessariamente l'esistenza di un eccesso di liquidità nell'Europa orientale. D'altra parte, poiché il

Squilibri
macroeconomici
rispecchiati...

... dal sovraccu-
mulo di scorte
monetarie,...

Saldo delle partite correnti e debito esterno in valute convertibili (stime)

Paesi e gruppi di paesi	Saldo delle partite correnti							Debito esterno			
	1970-75	1976-80	1981-85	1986	1987	1988	1989	1980	1985	1988	1989
	in miliardi di dollari USA										
Bulgaria	- 1,1	1,1	2,4	-0,9	0,0	-0,7	-0,8	3,5	4,0	7,7	10,8
Cecoslovacchia	- 0,9	- 2,7	1,8	0,2	-0,3	-0,4	-0,3	4,9	4,6	6,7	7,9
Polonia ²	- 6,4	-15,3	-7,3	-0,6	-0,4	-0,6	-1,8	24,1	29,3	39,2	41,4
Repubblica democratica tedesca ¹	- 2,6	- 6,3	3,7	0,8	0,7	0,6	-0,2	14,4	13,2	19,8	20,6
Romania	- 1,5	- 5,3	3,1	1,3	1,9	2,2	2,0	9,6	6,6	2,9	0,3
Ungheria	- 1,4	- 3,6	-0,7	-1,4	-0,9	-0,8	-1,4	9,1	14,0	19,6	20,2
Unione Sovietica	- 0,8	6,9	14,9	1,0	4,0	3,1	-1,0	27,5	25,2	46,8	49,2
Europa orientale	-14,7	-25,2	17,9	0,4	5,0	3,4	-3,5	93,1	96,9	142,7	150,4
Comunità europea ³	6,3	-40,0	-4,0	51,5	34,9	16,1	2,4	..	..	..	..

¹ Compresa le transazioni con la Repubblica federale di Germania. ² Il saldo stimato delle partite correnti comprende gli interessi maturati, siano essi stati corrisposti o meno. Ad esempio, gli interessi cumulativi effettivamente versati nel triennio dal 1987 al 1989 hanno raggiunto un totale di \$ 3 miliardi, mentre gli arretrati e gli abbuoni in conto interesse sono ammontati a quasi \$ 6,5 miliardi. ³ Gli attuali dodici paesi membri.

Fonti: FMI; ONU; OCSE; Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche; statistiche nazionali.

rendimento dei depositi a risparmio è solitamente molto basso, il loro ammontare può non essere il risultato di una scelta razionale tra consumi presenti e futuri, bensì riflettere semplicemente la scarsità dell'offerta. In tal caso vi è motivo di dubitare che le disponibilità a deposito continuerebbero a essere elevate una volta che l'offerta di beni non fosse più vincolata dai controlli sui prezzi.

... da deboli posizioni esterne e dall'indebitamento con l'estero

Infine, l'esistenza di squilibri è rivelata anche dalla debole posizione esterna e dagli alti livelli di indebitamento estero della maggior parte dei paesi europei orientali. Tuttavia, la comparsa di disavanzi delle partite correnti in valute convertibili va attribuita in parecchi casi a deliberate, massicce importazioni di macchinari e attrezzature destinate a modernizzare il settore industriale e, in quanto tale, non può essere considerata come un traboccamento dell'eccesso di domanda nei conti con l'estero.

Le principali caratteristiche di un'economia a pianificazione centrale

Nell'immediato dopoguerra tutti i paesi dell'Europa orientale adottarono un sistema di pianificazione centralizzata sul modello dell'Unione Sovietica. Nonostante i tentativi di riforma compiuti in passato da alcuni paesi, fino ad epoca recente le economie hanno continuato a operare sostanzialmente secondo il modello originario.

Il ruolo dominante del piano...

Il sistema a economia pianificata si contraddistingue principalmente per il fatto che la maggior parte dei mezzi di produzione è di proprietà dello Stato e che le decisioni su cosa produrre, su come ripartire il prodotto sociale tra consumi e investimenti e come allocare i fattori vengono prese nel quadro di un piano globale. Tale piano viene attuato secondo direttive che specificano l'allocazione delle risorse, ossia secondo un sistema di "bilanci materiali", in base al quale vengono messi a disposizione delle imprese quantitativi di *inputs* commisurati al

fabbisogno stimato per il conseguimento degli obiettivi di produzione. Quindi il piano è al tempo stesso il documento che enuncia gli obiettivi di politica economica delle autorità e lo strumento per realizzarli.

L'accento posto sui bilanci materiali ha due importantissime implicazioni. Anzitutto, non vi è bisogno né di un meccanismo che realizzi l'equilibrio tra la domanda e l'offerta dei fattori nel processo produttivo né di informazioni per valutare i costi-opportunità della produzione. I prezzi non sono concepiti come lo strumento per realizzare l'equilibrio dei mercati e vengono quindi fissati amministrativamente, sono mantenuti costanti per periodi prolungati e servono in sostanza ai soli fini contabili. In secondo luogo, la moneta non incorpora un diritto incondizionato su risorse reali. Anche se i movimenti fisici di beni e di servizi hanno come contropartita pagamenti per il tramite del sistema bancario, a tali transazioni finanziarie non è consentito di interferire con l'esecuzione del piano. I mezzi finanziari accumulati dalle imprese non possono essere utilizzati liberamente per l'acquisto di fattori produttivi (che sono disponibili soltanto dietro autorizzazione dei responsabili della pianificazione) e, per converso, la carenza di disponibilità finanziarie non impone alcun vincolo all'offerta di *inputs* prevista dal piano.

Nondimeno, i principi della pianificazione incontrano limiti pratici nella distribuzione di beni e servizi al settore delle famiglie. Per questa ragione, tutte le economie pianificate fanno in certa misura affidamento su meccanismi di mercato nell'allocazione dei beni di consumo, e si sforzano di mantenere l'equilibrio globale del mercato bilanciando l'offerta programmata di beni di consumo a prezzi fissati amministrativamente con i pagamenti complessivi per salari e trasferimenti, così come contemplati dal piano.

Il funzionamento di un regime basato sulla pianificazione centralizzata richiede una grande capacità amministrativa per gestire la formulazione ed esecuzione del piano a tutti i livelli di produzione. Ciò tende a creare un apparato burocratico vasto e potente, in cui le responsabilità della gestione economica sono ripartite secondo una struttura gerarchica costituita dall'organo centrale di pianificazione, da ministeri settoriali e imprese di stato. In linea di principio le decisioni in merito all'allocazione delle risorse sono altamente centralizzate. Tuttavia, poiché la formulazione del piano richiede che si tenga conto delle possibilità tecniche di produzione, le imprese hanno di fatto notevoli possibilità di influire sul piano stesso negoziando specifiche quote di prodotto, approvvigionamenti di fattori e dotazioni finanziarie per il pagamento dei salari. Le imprese sono fortemente incentivate a negoziare obiettivi di piano poco impegnativi e ad accaparrarsi manodopera e altri *inputs*, al fine di premunirsi contro eventuali strozzature dal lato dell'offerta. Per contro, le famiglie non hanno praticamente alcun influsso diretto sul piano. Anche se esse possono scegliere liberamente come spendere il proprio reddito, ciò non impedisce che di norma i disequilibri tra offerta e domanda non abbiano alcun effetto sull'allocazione delle risorse, che è la prerogativa del pianificatore.

Le economie a pianificazione centrale hanno bisogno di isolarsi da influssi esterni che potrebbero limitare la libertà di manovra dei pianificatori nella fissazione dei prezzi e comprometterne le decisioni, offrendo alle imprese modi alternativi di reperire risorse. Affinché l'interscambio possa essere mantenuto

... e le implicazioni per i prezzi e per le monete

La pianificazione centralizzata richiede un vasto apparato burocratico ...

... e rigidi controlli sulle transazioni con l'estero

sotto stretto controllo, esso è tipicamente centralizzato sotto la direzione del Ministero per il commercio estero, che è la sola autorità competente a determinare la composizione merceologica e la distribuzione geografica delle esportazioni e delle importazioni. È fatto divieto alle imprese e alle famiglie di intrattenere rapporti commerciali diretti con i non residenti, e gli scambi con il resto del mondo avvengono di norma tramite organismi specializzati per il commercio estero. La posizione monopolistica dello Stato è rafforzata dall'inconvertibilità della moneta nazionale e dalla proibizione per imprese e privati di detenere o scambiare valuta estera. I prezzi interni ed esterni dei beni scambiati sono mantenuti rigorosamente distinti per mezzo di vari meccanismi di equalizzazione che si risolvono in un complesso sistema di tassi di cambio multipli.

Un settore finanziario rudimentale

Dato il ruolo predominante del piano, le economie pianificate si servono poco o nulla dei classici strumenti di politica monetaria e fiscale. La moneta e il credito svolgono un ruolo passivo, nel senso che ai pagamenti è assegnata la funzione esclusiva di convalidare le direttive del piano. Il settore finanziario è rudimentale e consiste di norma in una banca di Stato (che funge sia da banca centrale sia da banca commerciale per la maggior parte delle operazioni delle imprese), in alcune banche specializzate per il finanziamento di determinati settori, tra cui il commercio estero, e in istituti di risparmio che servono da sbocco per le disponibilità liquide del pubblico. Il sistema bancario non svolge in pratica nessun ruolo nell'intermediazione tra risparmio e investimenti – attuata essenzialmente con la redistribuzione su vasta scala del reddito attraverso il bilancio statale – ma assolve principalmente al compito di sorvegliare che sia realizzata la conformità con il piano materiale.

Questa descrizione delle caratteristiche fondamentali dell'economia pianificata costituisce inevitabilmente una rappresentazione schematica di un sistema in realtà assai complesso. In effetti, poco dopo la sua adozione tutti i paesi si sono adoperati per ridurre le rigidità della pianificazione e per adattarla a condizioni ed esigenze in mutamento.

I programmi di riforma sperimentati in passato

I tentativi di riformare il regime di pianificazione centrale hanno una lunga storia. In un primo momento il loro obiettivo era semplicemente quello di migliorare il grado di precisione e di efficienza del processo di pianificazione, rafforzando le strutture istituzionali, definendo con maggior chiarezza i compiti e perfezionando gli strumenti di controllo amministrativo.

Riconoscimento dei limiti della pianificazione centrale

Ben presto divenne tuttavia evidente che questo approccio alle riforme poteva ovviare ben poco alle crescenti disfunzioni economiche riflesse nelle carenze sui mercati dei beni di consumo, nella mediocre qualità dei prodotti, nell'insufficiente progresso tecnologico e nello spreco di risorse. In particolare, due considerazioni indicavano l'esigenza di una maggiore flessibilità del sistema economico. Anzitutto, si riconosceva che le autorità non avrebbero mai potuto disporre delle informazioni sufficienti a consentire loro di prendere tutte le necessarie decisioni microeconomiche. Di conseguenza si rendeva indispensabile un più diretto coinvolgimento delle imprese nella formulazione ed esecuzione del piano. In secondo luogo, per consentire a queste ultime di programmare ed impiegare in modo efficiente le risorse disponibili, era necessario che i dirigenti

fossero investiti di maggiore autorità e responsabilità e che le loro decisioni tenessero conto delle informazioni fornite dai segnali di mercato.

Queste considerazioni erano alla base di vari programmi di riforma con cui sono stati incorporati nel sistema di pianificazione centrale taluni elementi dell'economia di mercato. Ad esempio, alle imprese è stata concessa una maggiore autonomia, è stato corretto il sistema dei prezzi, i cambi sono stati unificati, si è introdotto il concetto di redditività e, quel che più conta, è stata abbandonata l'allocazione delle risorse in termini fisici, sostituendola con un sistema di gestione economica indiretta basata sull'impiego di imposte e sussidi.

Tutti i paesi dell'Europa orientale hanno sperimentato questi elementi di economia di mercato, anche se esistono notevoli differenze quanto alla portata e alla collocazione temporale delle riforme, nonché alle circostanze in cui queste sono state attuate. In pratica il loro successo è stato relativamente modesto in termini di maggiore efficienza economica, e alcune di queste riforme potrebbero di fatto aver aggravato gli squilibri macroeconomici. In retrospettiva, il fallimento dei tentativi di riforma è riconducibile a due fattori.

In primo luogo, i programmi di riforma non hanno messo in discussione il postulato ideologico del socialismo: la proprietà statale dei mezzi di produzione e il ruolo preminente del piano nazionale. La loro principale finalità era piuttosto quella di assicurare una maggiore efficienza nell'esecuzione del piano. Di conseguenza, quest'ultimo ha continuato a svolgere un ruolo-chiave nella gestione economica, e quando vi erano indicazioni che le decisioni decentralizzate o gli sviluppi di mercato minacciassero di produrre risultati incompatibili con gli obiettivi del piano, le autorità facevano prontamente ritorno a controlli sui prezzi, tassi d'interesse amministrati e allocazioni preferenziali del credito e dei fattori produttivi. In effetti, il ruolo dei meccanismi di mercato nell'allocazione delle risorse rimaneva mal definito, né venivano mai pienamente riconosciute le interrelazioni esistenti tra redditività, prezzi, moneta e vincoli finanziari.

La riluttanza a rinunciare al controllo sulla gestione economica si è manifestata in tutta evidenza allorché le autorità sono passate da rigide direttive quantitative all'uso di strumenti indiretti di politica economica. L'applicazione di imposte e sussidi non è stata uniforme né trasparente, bensì adattata al fine di consentire alle autorità di manovrare produzione, reddito e prezzi in modo che tali grandezze risultassero conformi agli obiettivi del piano. Questa procedura ha aperto la strada a negoziazioni che hanno consentito a imprese non redditizie di contrattare sgravi fiscali e sussidi diretti accettando in contropartita di rispettare la volontà dei pianificatori. La possibilità di negoziare facilmente concessioni finanziarie ha fatto sì che le imprese non dovessero far fronte a vincoli di bilancio, e ciò – unitamente all'assenza di indicatori affidabili del valore di mercato della produzione e degli investimenti – ha privato di ogni significato il concetto di redditività.

In secondo luogo, le riforme hanno dato sorprendentemente poca importanza ai cambiamenti necessari nella struttura istituzionale delle economie. Sono state a lungo trascurate sia la liberalizzazione del settore esterno sia l'istituzione di un settore finanziario indipendente, le quali sono entrate soltanto di recente a far parte dei programmi di riforma. Mentre in epoca più recente sono stati compiuti notevoli progressi nell'infrangere il monopolio degli organismi per il

I tentativi di riforma sono falliti in quanto...

... non sono riusciti a ridurre i controlli centrali sulla gestione economica...

... e hanno dato scarsa importanza alle modifiche istituzionali

commercio estero, concedendo a singole imprese il diritto al libero scambio, la riforma del sistema finanziario è ancora agli inizi. Ma anche laddove sono state apportate talune modifiche strutturali, come nella conformazione dei processi decisionali nell'economia, è mancato il sostegno di adeguate riforme istituzionali. La portata e il significato dell'autonomia aziendale sono rimasti ambigui, anche perché non è stata smantellata la burocrazia esistente né la sua capacità di influenzare le decisioni microeconomiche. Di conseguenza, non è stata definita con chiarezza la divisione dei compiti tra i responsabili della pianificazione e i dirigenti preposti alla gestione. Oltre a ciò, sono state poche le misure prese per rafforzare la concorrenza riducendo il grado di monopolio nel settore industriale e incoraggiando l'attività del settore privato.

I principali aspetti delle riforme

Tre questioni fondamentali

Nell'approntare i programmi che dovranno consentire il passaggio a un'economia di mercato, le autorità dei paesi est-europei orientali sono chiamate a risolvere tre quesiti principali: quali sono i requisiti fondamentali di un'economia di mercato? Qual è l'approccio più appropriato? Quali sono i problemi e i rischi maggiori che ci si dovranno attendere durante la fase di transizione? Sebbene le risposte possano differire in certa misura a seconda della particolare situazione di ciascun paese, nondimeno l'esperienza dei precedenti tentativi di riforma e la sostanziale affinità dei problemi incontrati da tutte le economie est-europee inducono ad alcune osservazioni di carattere generale pertinenti nella totalità dei casi.

L'introduzione dei mercati e di strumenti indiretti di politica macroeconomica

I requisiti fondamentali. La riuscita del processo di trasformazione delle economie pianificate dell'Europa orientale in economie di mercato presuppone due cambiamenti fondamentali: l'istituzione di mercati dei beni e dei servizi, delle attività finanziarie e del lavoro; lo sviluppo di un nuovo strumentario di politica macroeconomica. Entrambi questi cambiamenti implicano riforme di vasta portata delle strutture economiche, finanziarie e istituzionali di ciascun paese.

La creazione dei mercati pone le basi microeconomiche per un'allocazione delle risorse in linea con le scarsità relative e le priorità poste dalla società. I mercati creano e diffondono informazioni sui costi e sui prezzi relativi, fornendo in tal modo i criteri su cui basare le decisioni a riguardo di che cosa produrre, quali *inputs* usare, dove investire e come valutare i risultati economici.

Affinché i mercati possano assolvere questo compito, è indispensabile che nelle loro decisioni economiche gli operatori siano autonomi, che i prezzi possano raggiungere livelli congruenti con l'equilibrio dei mercati, che i vincoli finanziari siano efficaci e i mercati operino in un contesto concorrenziale. In pratica, tutte queste condizioni implicano interventi su vari fronti. Anzitutto, i paesi europei orientali devono abbandonare i controlli su prezzi, salari e tassi d'interesse, devono decentralizzare il processo decisionale, rivedere la legislazione sulla proprietà ed eliminare le restrizioni all'attività del settore privato. In secondo luogo, particolare rilievo va dato alla creazione di un mercato finanziario come principale canale di intermediazione tra risparmio e investimento. Ciò richiede che si instauri la libertà di acquisire e alienare attività finanziarie e che si crei un sistema bancario indipendente, il quale si assuma il compito di controllare la solidità delle operazioni finanziarie, cercando attivamente sbocchi dal lato

degli impieghi in nuovi e promettenti iniziative imprenditoriali e penalizzando le imprese in perdita. In terzo luogo, è necessario modificare il quadro giuridico e istituzionale, così da introdurre norme e regolamentazioni chiare che disciplinino il comportamento delle imprese e stabiliscano criteri minimi a tutela dei consumatori, dei risparmiatori e delle forze di lavoro. Infine, vanno considerate con particolare attenzione le misure per promuovere la concorrenza sia tra i fornitori interni sia tra questi e i produttori esteri.

Per esporre le imprese statali a una maggiore concorrenza, è necessario rimuovere le strutture monopolistiche create in tutti i paesi europei orientali come mezzo per facilitare il processo di pianificazione. Vanno inoltre abolite le restrizioni che limitano attualmente l'attività del settore privato e delle aziende di stato, consentendo a tutte le imprese, indipendentemente dal loro assetto proprietario, di competere liberamente e su basi paritetiche. A questo riguardo si dovrà altresì affrontare la questione dei diritti di proprietà, specie per poter stabilire a chi in definitiva debbano rispondere i responsabili delle imprese statali e in che modo lo Stato, in quanto proprietario dei mezzi di produzione, possa assicurarsi che le sue attività non vadano sperperate. Poiché gli esperimenti fatti con l'autogestione e i consigli dei lavoratori hanno dato risultati insoddisfacenti, andrebbe presa in seria considerazione la privatizzazione di larga parte del settore statale. Tuttavia il trasferimento di proprietà delle imprese pubbliche al settore privato solleva quesiti assai complessi quanto al metodo più efficace, equo e al tempo stesso realizzabile sul piano amministrativo. In pratica si tratta di un processo che può essere attuato solo lentamente.

Al fine di facilitare la creazione di un contesto competitivo, è indispensabile che l'economia interna si apra alla concorrenza estera. La liberalizzazione degli scambi, estesa a tutte le importazioni e non solo ai prodotti complementari, sarà di grande ausilio nell'eliminare le distorsioni dei prezzi – instaurando un legame tra prezzi interni e internazionali dei beni scambiati – e promuoverà la riallocazione delle risorse in conformità al vantaggio comparato dell'economia. La libertà degli scambi con l'estero presuppone tuttavia l'adozione di un tasso di cambio unico e realistico e una convertibilità, quanto meno limitata, della moneta nazionale. L'integrazione dei paesi dell'Europa orientale nel sistema commerciale dell'Occidente dovrebbe essere accompagnata da una revisione delle norme che regolano gli scambi tra i paesi europei orientali. Anche se ci vorrà probabilmente tempo per adeguare le relazioni commerciali sviluppatesi nel quadro degli accordi del Consiglio di mutua assistenza economica, nondimeno l'efficacia delle misure di liberalizzazione sarebbe notevolmente indebolita qualora una parte significativa del commercio estero dovesse continuare sulla base di accordi commerciali interstatali e di prezzi negoziati. L'apertura dell'economia interna alla concorrenza internazionale implica altresì una politica liberale nei confronti degli investimenti esteri che, grazie all'afflusso di risorse finanziarie, di tecnologie e di capacità manageriali, potrebbero dare un contributo significativo al miglioramento dell'offerta interna.

Poiché questi mutamenti a livello microeconomico attribuiscono al mercato la responsabilità per l'allocazione delle risorse, le autorità perdono la capacità di correggere gli squilibri macroeconomici influenzando direttamente il livello e la composizione del prodotto. Esse dovranno quindi sviluppare un nuovo sistema di

La necessità di concorrenza sia a livello di economia interna...

... sia nelle relazioni commerciali esterne

gestione economica indiretta, basata sulla politica monetaria, di bilancio e del cambio. A tal fine, l'impiego di tributi e sussidi discrezionali e fortemente differenziati dovrà essere sostituito con un sistema razionale e trasparente di imposizione diretta e indiretta. Le funzioni della banca centrale devono essere separate da quelle delle banche commerciali e di altre istituzioni finanziarie, e l'allocazione diretta del credito e la fissazione dei tassi d'interesse in via amministrativa dovranno essere abolite e sostituite dall'impiego di strumenti indiretti di controllo monetario, cosicché l'allocazione del credito possa essere determinata dagli operatori economici.

I rischi di un
approccio
graduale alla
riforma

I tempi della riforma. Il passaggio a un'economia di mercato comporterà inevitabilmente gravi contraccolpi in termini di aggiustamento. Ciò parrebbe deporre a favore di un processo di riforma in cui l'aggiustamento sia attuato con gradualità, consentendo all'economia di adattarsi lentamente al nuovo assetto. Tuttavia, una strategia che mirasse a modificare gradualmente la struttura dell'economia – introducendo solo un ristretto numero di misure di liberalizzazione o limitando le riforme a taluni settori – potrebbe comportare rischi notevoli. Anzitutto, l'esperienza dei precedenti programmi di riforma insegna che le riforme parziali tendono ad avere un successo solo parziale e che, in particolare, i tentativi di introdurre soltanto alcuni elementi di mercato non bastano a creare veri e propri mercati. Un approccio per gradi tende a trascurare la stretta interazione esistente tra liberalizzazione dei prezzi, decentralizzazione del processo decisionale, disciplina finanziaria e gestione economica indiretta. Questi elementi della riforma sono però complementari, si rafforzano l'un l'altro e sono quindi parte di un unico programma. In secondo luogo, solo se si consentirà alle forze di mercato di affermarsi rapidamente, sarà possibile superare l'inerzia burocratica e porre in atto le necessarie riforme istituzionali. In terzo luogo, l'urgenza di procedere con le riforme su tutti i principali fronti è acuita dall'esistenza di ampi squilibri macroeconomici. Misure anche limitate di liberalizzazione creerebbero immediatamente seri problemi di aggiustamento, e la crescente resistenza nei confronti di ulteriori iniziative di riforma potrebbe mettere a repentaglio l'intero processo. Per tutte queste ragioni, sembrerebbe raccomandabile perseguire una strategia in cui il passaggio a un'economia di mercato sia effettuato sulla base di un progetto globale, attuando preferibilmente il più presto possibile tutte le principali iniziative di riforma, ma tenendo anche in debita considerazione i rischi politici ed economici insiti in questo processo. Nondimeno, anziché cercare di attenuare le inevitabili frizioni durante il periodo di transizione sopprimendo o temperando i segnali di mercato, e quindi allungando i tempi della riforma, gli *shocks* dell'aggiustamento dovrebbero essere alleviati mediante politiche sociali compatibili con l'esistenza di un'economia di mercato.

Il pericolo di un
calo della produ-
zione e di pressioni
inflazionistiche
pone in risalto ...

Rischi e problemi durante il periodo di transizione. Nelle prime fasi del processo di riforma il problema più serio per le autorità consisterà nel pericolo di un calo della produzione abbinato a forti pressioni inflazionistiche, e il buon esito del processo di ristrutturazione dell'economia dipenderà dalla rapidità con cui riacquisterà slancio la crescita economica. Anche se in molti paesi dell'Europa orientale i livelli relativamente elevati di qualificazione professionale e una notevole base di risorse lasciano intravedere favorevoli prospettive di crescita a

più lungo termine, è probabile che la risposta iniziale dell'offerta alle misure di riforma sia debole o addirittura negativa. Gli aggiustamenti dei prezzi relativi insieme ai crescenti tassi d'interesse, ai tagli delle sovvenzioni e alla fissazione di un tasso di cambio realistico porteranno ben presto allo scoperto le imprese inefficienti ed eserciteranno pressioni a che siano ristrutturare o cessate attività non remunerative. Nello stesso tempo, l'introduzione di nuove tecniche produttive e la redistribuzione del lavoro tenderanno a procedere lentamente, soprattutto perché il passaggio a nuove attività produttive sarà ostacolato da abitudini profondamente radicate, formatesi in un sistema di comandi centrali, dalla diffidenza nei confronti dell'iniziativa privata e dalla carenza di capacità imprenditoriali, nonché di *know-how* tecnico e manageriale. Queste difficoltà interne dal lato dell'offerta verranno acuite, in varia misura, da vincoli di origine esterna che concederanno a molti paesi est-europei un ristretto margine di manovra per mitigare i problemi di aggiustamento con l'importazione di risorse dall'estero.

La prospettiva di sviluppi recessivi nella fase iniziale della riforma sottolinea l'importanza di misure sociali di fiancheggiamento. Disoccupazione di transizione e salari reali calanti sono difficili da accettare in società abituate da anni al pieno impiego, alla sicurezza economica e a prezzi bassi e stabili per i beni e servizi di base, quantunque il costo sopportato per queste garanzie sociali sia stato l'inefficienza economica e un basso tenore di vita. Un indispensabile elemento del processo di riforma dovrà essere la creazione di un nuovo sistema di sicurezza sociale, comprendente schemi di assicurazione contro la disoccupazione e programmi di riqualificazione professionale realizzati con il sostegno ufficiale.

Data la tardiva risposta della produzione nella fase iniziale della riforma, le autorità non avranno altra scelta che quella di perseguire politiche della domanda restrittive. Ciò soprattutto a causa della minaccia di pressioni inflazionistiche emergenti sulla scia della liberalizzazione dei prezzi interni. Anche se nell'eliminare le distorsioni non a tutti i prezzi sarà consentito di portarsi immediatamente a valori di equilibrio, è assai improbabile che la riforma dei prezzi avvenga senza provocare un significativo aumento del loro livello. Questa tendenza sarà acuita nei paesi in cui si è accumulato un potenziale di liquidità che riflette le pressioni da eccesso di domanda. Se l'aggiustamento dei prezzi non potrà limitarsi a un incremento *una tantum* del loro livello, vi è il serio pericolo che un'inflazione persistente possa compromettere il processo di riforma. Un contesto inflazionistico oscura i segnali di prezzo, genera spinte salariali eccessive e tende a incoraggiare attività speculative, deviando il risparmio verso le attività estere, l'accumulo di scorte e l'acquisto di immobili.

Le politiche macroeconomiche volte a contenere le spinte inflazionistiche sono tuttavia importanti non solo ai fini dello sviluppo dei mercati, ma anche come elemento indispensabile per imporre disciplina finanziaria a livello microeconomico. L'attuazione di politiche monetarie e fiscali sufficientemente restrittive implica in pratica il mantenimento di tassi d'interesse reali positivi e di severi controlli di bilancio, non lasciando spazio a forti sovvenzioni o a nuove misure in sostegno di imprese in difficoltà finanziarie. Solo a queste condizioni le imprese statali, che hanno operato per anni senza stringenti vincoli finanziari, accetteranno il fatto che i risultati economici costituiscono il criterio determinante per valutare il grado di efficienza nell'impiego delle risorse.

... la necessità di misure sociali di sostegno

Disciplina finanziaria stringente necessaria a livello micro e macroeconomico

Il contributo dei paesi industriali dell'Occidente

Mentre l'introduzione dell'economia di mercato nei paesi dell'Europa orientale si basa in definitiva sulla volontà e determinazione di questi paesi di adottare le necessarie misure di riforma, la rapidità dei progressi e la misura in cui potranno essere alleviati i problemi di aggiustamento dipendono essenzialmente dal contributo dei paesi occidentali al processo di riforma. Tale contributo dovrebbe assumere principalmente due forme. In primo luogo, a mano a mano che i paesi dell'Europa orientale apriranno le proprie economie alla concorrenza estera, dovranno cadere le restrizioni commerciali alle loro esportazioni verso i mercati occidentali, così come le limitazioni poste in Occidente alla vendita a questi paesi di prodotti a elevato contenuto tecnologico. Il mantenimento di restrizioni commerciali non solo ostacolerebbe gravemente l'integrazione dell'Europa orientale nell'economia mondiale e renderebbe molto più difficile il processo di liberalizzazione delle economie interne, ma costituirebbe altresì una barriera agli investimenti diretti esteri, impedendo l'afflusso oltremodo necessario di *know-how* tecnologico e manageriale. In secondo luogo, date le esistenti limitazioni di accesso al risparmio estero e le ridotte possibilità di generare risparmio interno, il trasferimento di risorse necessario per ristrutturare il settore industriale e ammodernare le infrastrutture nei paesi europei orientali difficilmente potrà aver luogo senza un adeguato sostegno finanziario da parte dei paesi occidentali attraverso i canali sia privati che ufficiali.

Lo stadio attuale delle riforme

Riforme di vasta portata in Polonia e Ungheria...

Se da un lato gli sviluppi politici recenti, insieme al rapido deterioramento della situazione economica, hanno dato ulteriore impulso al processo di riforma, dall'altro i progressi effettivamente compiuti nell'elaborare strategie e nel porre in atto misure di riforma sono stati notevolmente diversi nei singoli paesi dell'Europa orientale. Solo due di essi hanno finora intrapreso riforme di vasta portata e si stanno chiaramente muovendo verso un'economia di mercato. All'inizio di quest'anno la *Polonia* ha adottato un vasto programma mirante al ripristino dell'equilibrio nell'economia interna e alla trasformazione del sistema economico. Esso implica, durante una breve fase iniziale di stabilizzazione, politiche restrittive di gestione della domanda, ampie riduzioni delle sovvenzioni sui prezzi e la rimozione dei controlli sulla maggior parte di questi ultimi, il contenimento della dinamica salariale – con una conseguente marcata riduzione dei redditi reali – e, insieme alla liberalizzazione degli scambi, il passaggio a una parziale convertibilità dello zloty. Una seconda fase, che si protrarrà per diversi anni, sarà imperniata sul completamento della ristrutturazione economica. Ciò implicherà l'abolizione dei restanti controlli sui prezzi e sul commercio, l'introduzione di un nuovo sistema tributario e, come elemento più importante, la privatizzazione di imprese di proprietà statale. Agli inizi di aprile erano ravvisabili alcuni risultati incoraggianti: il tasso di cambio era stato stabilizzato senza bisogno di ricorrere al fondo di \$ 1 miliardo messo a disposizione a tal fine da diversi paesi europei; a marzo il tasso d'incremento dei prezzi risultava sceso al 4% su base mensile rispetto a livelli da iperinflazione. Nello stesso tempo, la produzione reale si era contratta del 20–30% e la disoccupazione, pur restando modesta secondo i parametri occidentali, mostrava una tendenza fortemente ascendente, fornendo una riprova dei costi a breve termine dell'aggiustamento. Anche in *Ungheria* è

stata adottata negli ultimi due anni una vasta gamma di provvedimenti volti ad accrescere la flessibilità dell'economia e sono stati compiuti notevoli progressi nella trasformazione dell'economia. I prezzi e gli scambi commerciali sono stati liberalizzati in misura significativa, è stata attuata una riforma del sistema fiscale, è stato istituito un sistema bancario a due livelli e si sta cercando di accelerare la privatizzazione della proprietà statale. Tuttavia, le misure di liberalizzazione non sono state affiancate da una disciplina finanziaria abbastanza severa, cosicché le eccessive spinte salariali, la crescente inflazione interna e l'ampliarsi del disavanzo dei pagamenti correnti mettono in risalto l'urgente necessità di un orientamento più restrittivo delle politiche dei redditi, monetaria e di bilancio.

Negli altri paesi dell'Europa orientale non si è ancora concluso il dibattito sulla natura e sui tempi del processo di riforma. Fatta eccezione per la Romania e la Repubblica democratica tedesca, dal 1987 tutti questi paesi stanno sperimentando provvedimenti volti ad accrescere l'autonomia delle imprese statali, ad allentare le restrizioni poste all'iniziativa privata e a potenziare il ruolo del settore finanziario. Nel complesso, tuttavia, questi tentativi limitati di riforma hanno avuto la tendenza ad indebolire i controlli e l'efficacia del sistema economico vigente, senza peraltro rappresentare un significativo passo avanti verso l'economia di mercato. Ciò è soprattutto evidente nell'*Unione Sovietica*, dove una maggiore autonomia delle aziende statali, la promozione di un settore cooperativo e una riforma bancaria hanno avuto scarso impatto sulla produzione reale, ma hanno comportato consistenti incrementi salariali, maggiori sussidi e un crescente disavanzo di bilancio finanziato con creazione di moneta. Mentre le autorità hanno riconosciuto l'importanza di misure di stabilizzazione a breve termine e sono intervenute per ridurre la crescita dei salari e il disavanzo di bilancio, il futuro corso di un più radicale processo di ristrutturazione dell'economia sovietica è ancora in discussione. In *Cecoslovacchia*, dove il programma di riforma adottato nel 1987 si prefiggeva di combinare l'impiego di meccanismi di mercato con un rafforzamento del ruolo degli organi centrali, il nuovo governo non ha ancora deciso in merito a una strategia globale di riforma, ma ha anticipato alcuni provvedimenti orientati al mercato previsti dal vecchio programma. All'inizio di quest'anno è stato istituito un sistema bancario a due livelli, il tasso di cambio è stato svalutato, sono stati parzialmente rivisti i prezzi all'ingrosso e si è attuata una certa liberalizzazione degli scambi con l'estero. Particolare enfasi viene posta ora sulla promozione della concorrenza, e si sta studiando una normativa che regoli le privatizzazioni e l'attività delle società a capitale privato. In *Bulgaria* i nuovi provvedimenti legislativi introdotti negli ultimi due anni intendono stimolare la concorrenza, rendere le imprese maggiormente orientate al profitto e favorire una certa iniziativa privata. Tuttavia, l'attuazione di questi provvedimenti è stata lenta e la recente situazione economica è caratterizzata da crescenti squilibri interni ed esterni. Contrariamente a questi tre paesi, la *Romania* si è astenuta da qualsiasi misura di riforma a partire dalla metà degli anni ottanta, quando è stato assunto come obiettivo prioritario di politica economica il rimborso del debito estero ed è stato adottato un sistema di rigorosa pianificazione centrale per ridurre drasticamente la domanda interna. Di recente, sono state prese per la prima volta alcune iniziative assai limitate per allentare il sistema di pianificazione e ridurre talune restrizioni gravanti sulla piccola

... ma in altri paesi non si è ancora concluso il dibattito sulle strategie di riforma

La Repubblica
democratica
tedesca:
un caso speciale

industria e sull'agricoltura al fine di rilanciare la produzione interna e di superare l'isolamento del paese dal mondo esterno.

La *Repubblica democratica tedesca*, dove negli anni ottanta non era stato praticamente compiuto nessun cambiamento sistematico, rappresenta un caso speciale, in quanto i tempi e la natura del processo di riforma saranno stabiliti nel contesto dell'unione economica e politica con la Repubblica federale di Germania. Vi è consenso politico sulla creazione di un'unione economica e monetaria tra i due Stati tedeschi in tempi ravvicinati. Le modifiche strutturali, necessariamente di vasta portata, richiederanno senza dubbio un apporto sostanziale da parte della Repubblica federale. Tuttavia, poiché il rapido aggiustamento del sistema economico e l'introduzione del Deutsche Mark accresceranno considerevolmente l'interesse degli investitori esteri per questo paese, sembrerebbero esservi buone probabilità che si abbiano trasferimenti su vasta scala di capitali privati, nonché di competenze tecniche e manageriali, cosicché, rispetto ad altri paesi europei orientali, il processo di ristrutturazione potrebbe essere relativamente rapido e i costi in termini di aggiustamento potrebbero rivelarsi relativamente modesti.

III. Il commercio e i pagamenti internazionali

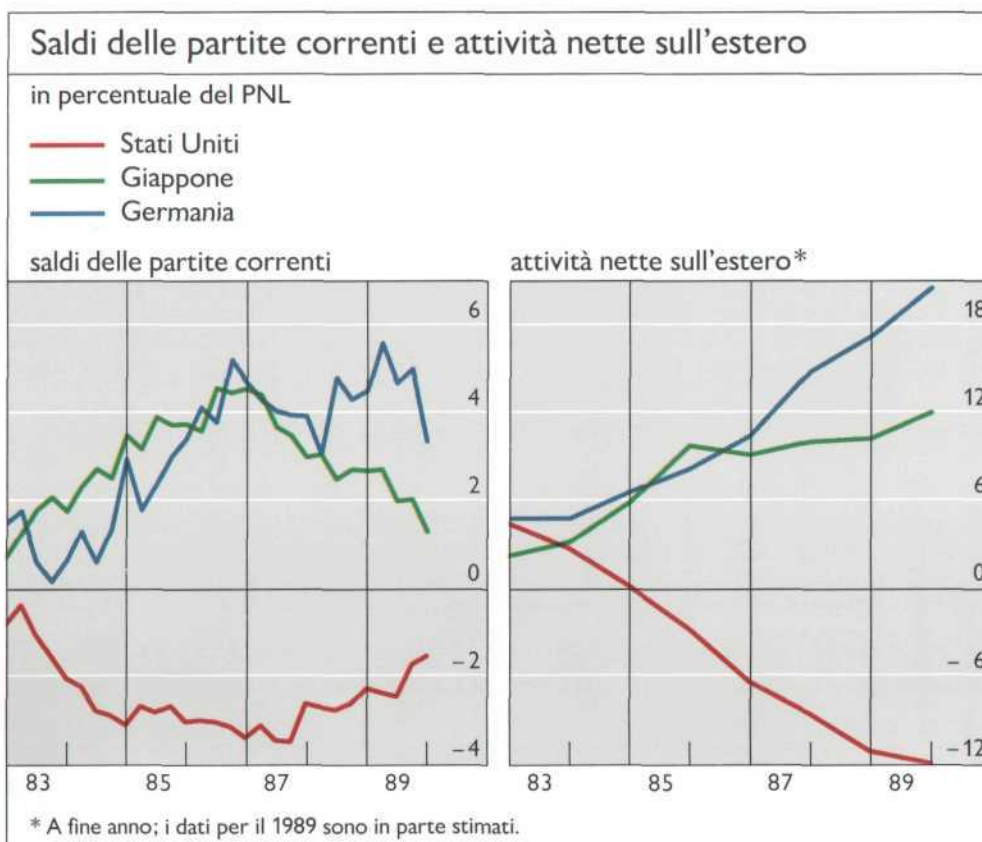
Aspetti salienti

Lo scorso anno si sono avute forti riduzioni degli squilibri di bilancia dei pagamenti sia negli Stati Uniti che in Giappone. Il disavanzo USA di parte corrente è calato a poco più del 2% del PNL, a fronte di un massimo di circa il 3¹/₄% nel 1987. Anche l'eccedenza corrente giapponese è diminuita, con una flessione particolarmente pronunciata nel corso dell'anno. Tuttavia, entrambi i paesi hanno registrato un aggiustamento dei loro saldi commerciali in termini reali inferiore a quello del 1988, e vi sono stati alcuni sintomi che questo processo cominciava a esaurirsi.

In altri paesi industriali gli squilibri di parte corrente si sono invece ampliati, particolarmente in Europa. Il disavanzo del Regno Unito ha raggiunto il 4% del PNL, ma anche il deficit italiano e quello spagnolo hanno segnato incrementi sensibili. Nel contempo, l'avanzo corrente della Germania è salito a quasi il 4,5% del PNL. Tuttavia, dalle tendenze delineatesi nel corso dell'anno risulta che sia l'eccedenza tedesca che il disavanzo britannico avevano infine cominciato a diminuire di riflesso ad andamenti divergenti della domanda interna. Al di fuori dell'Europa, i già consistenti disavanzi australiano e canadese sono ulteriormente aumentati.

Gli afflussi di capitali privati – investimenti sia diretti sia di portafoglio – sono considerevolmente aumentati nel 1989. In diversi paesi industriali gli afflussi netti di capitali non ufficiali hanno ecceduto i pur ingenti disavanzi di parte corrente, causando un apprezzamento del tasso di cambio e, quando le autorità sono intervenute, un'accumulazione significativa di riserve. Per converso, i deflussi non ufficiali dai principali paesi eccedentari (Giappone e Germania) hanno sopravanzato gli attivi di parte corrente, provocando una pressione al ribasso sui cambi. Dato che le autorità hanno contrastato questa tendenza, entrambi i paesi hanno subito una perdita netta di riserve. Tale perdita è stata particolarmente accentuata in Giappone, dove i deflussi di capitali hanno nettamente superato l'eccedenza corrente per gran parte dell'anno, determinando un forte calo dello yen.

Quanto ai paesi in via di sviluppo (PVS), nel 1989 il rincaro del petrolio e la crescente dipendenza dei paesi industriali dalle importazioni petrolifere hanno nettamente migliorato la posizione di parte corrente dei principali esportatori di fonti di energia. I prezzi del greggio sono tuttavia rimasti altamente instabili, e sono decisamente calati nei primi mesi del 1990. L'ampia eccedenza delle economie di nuova industrializzazione dell'Asia (NIEs) ha subito una certa flessione, ma soltanto a seguito della forte riduzione dell'attivo sud-coreano. Il disavanzo corrente complessivo degli altri paesi in via di sviluppo è aumentato. In particolare, i paesi fortemente indebitati non sono stati in grado di conseguire



alcun aggiustamento esterno, soprattutto in quanto non sono riusciti a beneficiare della forte espansione dell'interscambio mondiale: infatti, le loro esportazioni in termini reali sono aumentate a un tasso inferiore alla metà di quello dell'interscambio mondiale. Il finanziamento del perdurante disavanzo di parte corrente di questo gruppo di paesi è rimasto difficile: vi è stato infatti un ulteriore cumulo di arretrati su interessi e si è accresciuto il ricorso a fonti ufficiali di finanziamento.

Il commercio mondiale

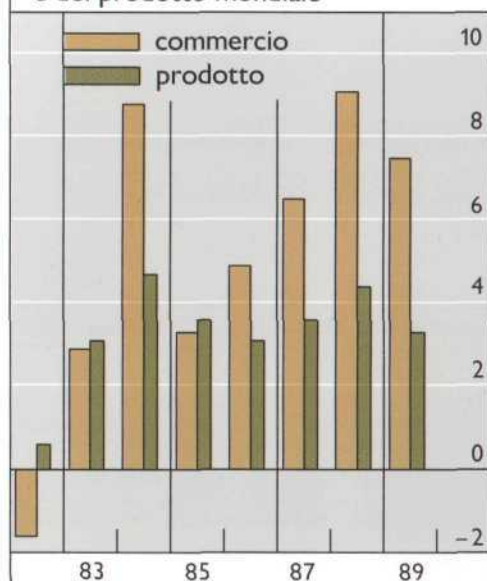
La crescita
del commercio
mondiale rallenta

Principalmente per effetto della perdurante espansione economica nei paesi industriali, lo scorso anno il volume del commercio mondiale ha registrato un aumento del 7,5% — leggermente inferiore a quello del 1988 ma più che doppio di quello del prodotto. I prezzi medi in dollari delle merci scambiate sono variati di poco durante l'anno. Tuttavia, parallelamente all'apprezzamento del dollaro, i prezzi in moneta nazionale delle esportazioni dei paesi industriali sono aumentati in media di circa il 5,5%, a fronte di circa il 2% nel 1988. Per la prima volta da molti anni, i prezzi in valuta nazionale delle esportazioni dei paesi industriali si sono accresciuti a un ritmo sensibilmente più rapido del deflatore medio del PIL. L'apprezzamento del dollaro ha consentito ad alcuni esportatori non statunitensi di aumentare i margini di profitto: dato che in vari paesi sono emerse tensioni dal lato della capacità produttiva e che le esportazioni giapponesi sono state raffrenate da varie restrizioni, la concorrenza sui prezzi nei mercati internazionali potrebbe essere divenuta meno intensa.

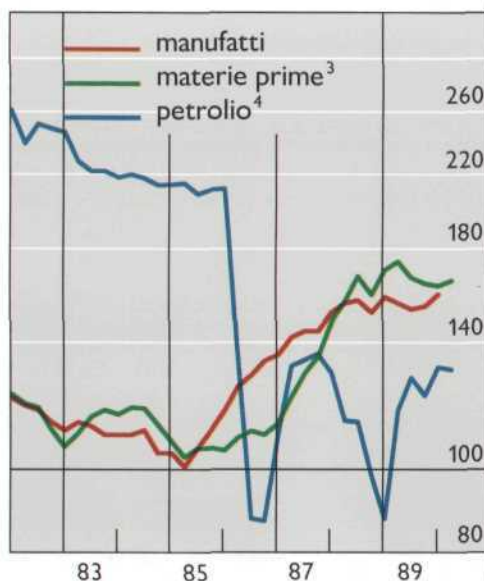
L'aumento dei prezzi del petrolio ha condotto a un deterioramento delle ragioni di scambio dei paesi industriali nei confronti dei PVS. I prezzi delle

Indicatori dell'interscambio mondiale

crescita in volume del commercio e del prodotto mondiale¹



prezzi dell'interscambio²



¹ Crescita del prodotto misurata dalle variazioni percentuali del PIL reale. ² Indici (1978 = 100) basati sui prezzi in dollari USA (scala semilogaritmica). ³ Indice HWWA, materie prime industriali, escluse le fonti di energia. ⁴ "Saudi Arabian light crude".

Fonti: GATT; FMI; ONU; HWWA; statistiche nazionali.

materie prime industriali, ad esclusione delle fonti di energia, dopo essere fortemente aumentati nel 1988 e nei primi mesi del 1989, sono ridiscesi per gran parte dello scorso anno, cosicché su base annua le variazioni sono state molto modeste. Per converso, i corsi dei prodotti agricoli sono diminuiti, e le quotazioni di cacao e caffè sono crollate allorché alcuni fra i maggiori produttori, in mancanza di un accordo sulle quote e di altri provvedimenti a sostegno dei prezzi, hanno venduto sottocosto l'offerta in eccesso sui mercati mondiali.

In termini di volume, le importazioni dei paesi industriali dai PVS sono aumentate a un ritmo leggermente inferiore rispetto a quelle dai paesi industriali stessi. Si è quindi avuta una decelerazione piuttosto pronunciata delle esportazioni dei PVS, la cui crescita reale è passata dall'11% nel 1988 al 7,5% nel 1989 (grafico seguente). Il rallentamento delle esportazioni è stato particolarmente marcato nei paesi fortemente indebitati, dove l'incremento reale è calato dal 10% nel 1988 ad appena il 3,5% lo scorso anno. Questo andamento insoddisfacente va attribuito principalmente alle politiche economiche interne di questi paesi. In primo luogo, la loro incapacità, per diversi anni, di riportare sotto controllo gli ampi e crescenti disavanzi di bilancio ha ridotto il risparmio interno complessivo, rendendo pressoché inevitabile una contrazione degli investimenti. In effetti, dall'inizio della crisi debitoria il rapporto investimenti/PNL è nettamente calato e, di conseguenza, le possibilità di espansione della capacità produttiva sembrano essere state fortemente limitate. In secondo luogo, diversi paesi appartenenti a questo gruppo hanno registrato negli ultimi due anni un apprezzamento del proprio tasso di cambio reale, in quanto i cambi nominali non sono stati corretti in misura tale da compensare i livelli estremamente elevati dell'inflazione.

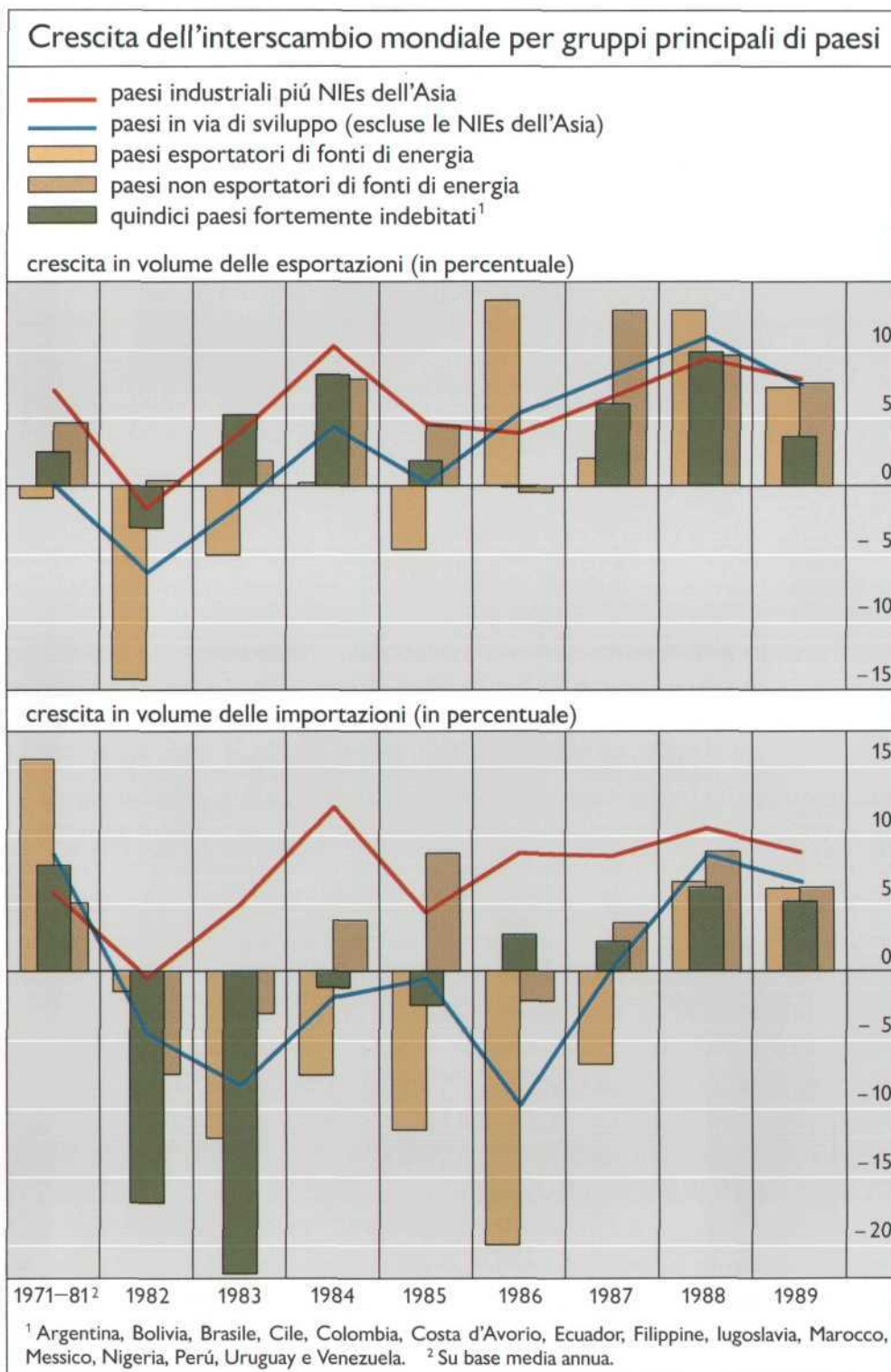
Aumentano i prezzi del petrolio, ma diminuiscono quelli di altre materie prime

Rallentamento delle esportazioni dei paesi in via di sviluppo

Accresciuta
dipendenza
dall'OPEC...

Due tendenze a medio termine potrebbero assumere crescente importanza per l'evoluzione del commercio internazionale negli anni a venire. La prima è l'aumentata dipendenza dei paesi industriali dall'OPEC per le forniture petrolifere; la seconda è il ruolo crescente delle transazioni in conto servizi (segnatamente redditi da investimenti e turismo) nelle bilance dei pagamenti correnti.

Le esportazioni petrolifere nette dell'OPEC sono passate da 17,4 milioni di barili al giorno nel 1988 a 19,5 milioni nel 1989, cifra quest'ultima che segna un incremento del 40% rispetto al 1985. La più forte dipendenza dalle forniture



OPEC è il risultato dei più bassi prezzi del petrolio nella seconda metà degli anni ottanta, i quali hanno non soltanto contribuito a un aumento della domanda, ma anche depresso le forniture petrolifere dei paesi industriali, dove in generale i costi di produzione sono molto più elevati rispetto ai paesi OPEC.

Nel complesso, il consumo mondiale di petrolio, fatta eccezione per l'Europa orientale, è aumentato di circa il 3% annuo dal 1985, dopo essersi contratto nella prima metà degli anni ottanta. Il rapporto consumo di petrolio/PNL nell'insieme dei paesi industriali, dopo il calo di oltre un quarto avutosi nella prima metà del decennio, ha continuato lo scorso anno a registrare un decremento, ma a un ritmo ben inferiore a quello dei precedenti anni del decennio. Dato che i modesti risparmi energetici sono stati controbilanciati da una forte espansione dell'attività economica, nei paesi industriali il consumo totale di petrolio è aumentato. Inoltre, nei PVS la domanda è cresciuta più rapidamente, soprattutto per effetto dell'urbanizzazione e dell'industrializzazione, specie nel Sud-Est asiatico.

In pari tempo, la produzione di petrolio nei paesi industriali è stata, negli ultimi anni, stagnante o decrescente. Nel 1989 si è avuta una flessione di circa il 4%; la maggiore contrazione in termini assoluti è stata registrata negli Stati Uniti. Poiché i più bassi prezzi del petrolio hanno comportato una netta diminuzione delle spese per la prospezione e lo sfruttamento, la produzione petrolifera USA è andata calando ogni anno dal 1985, con una flessione cumulativa che nel 1989 risultava del 15%. La conseguenza di ciò, unitamente al maggiore consumo energetico, è stata che nel 1989 il volume delle importazioni petrolifere USA ha superato di oltre il 50% quello del 1985. Inoltre, lo scorso anno talune difficoltà connesse a incidenti tecnici hanno ulteriormente ridotto la produzione dei paesi industriali.

Il mutato equilibrio fra domanda e offerta di petrolio nei paesi industriali ha contribuito lo scorso anno a un incremento di circa il 20% nel prezzo medio annuo di questo prodotto. Tuttavia, le incertezze dal lato dell'offerta hanno reso le quotazioni instabili e altamente reattive alle fluttuazioni della domanda nel breve periodo. In primo luogo, la produzione combinata di Iran e Iraq – paesi in cui vi era una forte domanda cumulata di valuta estera – ha sopravanzato quella dell'Arabia Saudita. In secondo luogo, la produzione petrolifera dell'Unione Sovietica è recentemente diminuita e sussistono considerevoli incertezze circa l'andamento futuro dell'offerta. I prezzi del petrolio a livello mondiale sono stati particolarmente instabili nei primi mesi del 1990, durante i quali hanno registrato una forte flessione.

L'altra tendenza a medio termine di rilievo è costituita dall'accresciuta importanza di talune operazioni internazionali nel comparto dei servizi. I pagamenti in conto reddito da investimenti e turismo hanno costituito circa il 18,5% delle transazioni complessive su beni e servizi nel 1988, a fronte di solo l'11,5% nel 1975 (si veda la tabella seguente).

La forte crescita dei redditi da investimenti rispecchia l'integrazione e la globalizzazione dei mercati dei capitali. Nella maggior parte dei paesi industriali, i movimenti internazionali dei capitali sono attualmente soggetti a poche restrizioni, il che costituisce un mutamento radicale rispetto alla situazione ancora prevalente alla fine degli anni settanta. In pari tempo è stata creata un'ampia

... in seguito
a un aumento
a livello mondiale
della domanda
di petrolio ...

... e a una
flessione della
produzione nei
paesi industriali

Si accresce il peso
del turismo
e dei redditi netti
di capitale ...

Interscambio mondiale di beni e servizi ¹					
Voci	1975	1980	1985	1988	1989 ²
	in miliardi di dollari USA				
Totale	970	2.544	2.688	3.992	4.350
Merchi	720	1.822	1.899	2.785	3.010
Servizi	250	722	789	1.207	1.340
<i>Quote sul totale dell'interscambio di beni e servizi (in percentuale)</i>					
Servizi	25,8	28,4	29,4	30,2	31
di cui: trasporti	7,0	6,2	5,3	4,9	n.d.
turismo	4,4	4,0	3,6	4,6	n.d.
redditi di capitale	7,2	11,3	13,5	13,9	n.d.

¹ Media fra accreditamenti e addebitamenti. ² Dati provvisori stimati.
 Fonti: FMI, Balance of Payments Yearbook e World Economic Outlook.

gamma di strumenti finanziari per ridurre il rischio e gestire l'esposizione valutaria. I flussi creditizi internazionali si sono quindi intensificati per ragioni affatto indipendenti dal finanziamento delle partite correnti, una tendenza sulla quale si tornerà in seguito. Benché i dati sui flussi dei redditi di capitale siano fra i più lacunosi nelle statistiche sulle bilance dei pagamenti (il totale degli esborsi mondiali notificati ha superato quello delle entrate di oltre \$ 50 miliardi nel 1988, l'ultimo anno per cui sono disponibili dati esaurienti), non vi sono dubbi circa le dimensioni generali di questo cambiamento.

Per converso, la quota dei servizi diversi dai redditi di capitale e dal turismo è diminuita, nonostante il crescente peso assunto dai servizi nella maggior parte delle economie industriali avanzate. Ciò può essere dovuto anche al fatto che la maggiore efficienza dei trasporti e lo spostamento, nei flussi commerciali, dall'industria pesante all'industria dei prodotti relativamente leggeri e ad alto valore aggiunto (in particolare l'elettronica) hanno ridotto i costi del trasporto. Negli ultimi anni l'incidenza della voce trasporti è in effetti calata (si veda la tabella precedente). Un altro fattore esplicativo potrebbe essere l'inclusione di molti pagamenti per servizi finanziari nei dati sul reddito da investimenti. È altresì possibile che varie restrizioni all'interscambio di servizi, nonché l'assenza di norme concordate, abbiano frenato l'internazionalizzazione dei servizi stessi. È forse significativo il fatto che la categoria di servizi soggetta a minori restrizioni – viaggi all'estero e turismo – sia cresciuta con particolare rapidità negli ultimi anni.

Una delle questioni più importanti oggetto dell'attuale tornata di negoziati in seno al GATT, nota come "Uruguay Round", è l'elaborazione di un quadro multilaterale per l'interscambio di servizi. Fra gli altri problemi trattati vi sono il reintegro del commercio dei prodotti tessili nel contesto del GATT, la questione dell'interscambio agricolo e l'elaborazione di norme più esplicite, concordate a livello internazionale, per disciplinare le tradizionali "clausole di salvaguardia" del GATT che consentono la protezione temporanea di un'industria nazionale. La scadenza prevista per la conclusione di un accordo su questo vasto e ambizioso programma di lavoro è la fine di quest'anno.

Due recenti tendenze sono particolarmente degne di nota: il più frequente

... mentre si riduce quello di altre transazioni in conto servizi

L'Uruguay Round...

ricorso a restrizioni commerciali bilaterali e la prassi sempre più ricorrente dei provvedimenti "temporanei", che di fatto forniscono una protezione semi-permanente a determinati settori dell'industria nazionale. Le disposizioni della Sezione 301 "Super" della legge "US Omnibus Trade and Competitiveness Act" (che consente l'adozione bilaterale di restrizioni commerciali ritorsive), le recenti misure *anti-dumping* adottate dalla Comunità europea, nonché diversi accordi di restrizione volontaria all'esportazione tendono a operare discriminazioni tra i fornitori esteri. La composizione bilaterale delle controversie commerciali pregiudica inevitabilmente le procedure del GATT e rischia quindi di indebolire il sistema multilaterale. In secondo luogo, molti dei provvedimenti restrittivi adottati negli ultimi anni sembrano essere ormai divenuti caratteristiche quasi permanenti del commercio internazionale, e non semplici rimedi temporanei per attutire l'impatto di aggiustamenti di breve periodo. Secondo il GATT, oltre il 60% dei 249 tipi di restrizioni discriminatorie sulle esportazioni in vigore a fine 1989 non aveva una data esplicita di scadenza. Al fine di rafforzare il libero scambio, si auspica quindi che l'"Uruguay Round" si concluda con un accordo ampio ed efficace, che inverta la recente tendenza ad allontanarsi dalla non-discriminazione fra differenti fornitori esteri quale principio fondamentale del commercio internazionale ed impedisca che misure protettive temporanee divengano permanenti.

... dovrebbe affrontare la discriminazione commerciale e l'abuso della protezione "temporanea"

Riduzione degli squilibri statunitense e giapponese

Gli squilibri di parte corrente di Stati Uniti e Giappone si sono ridotti a un ritmo molto più rapido del previsto. Al netto degli effetti di valutazione sugli investimenti diretti prodotti dalle variazioni di cambio, il disavanzo corrente USA è sceso da un massimo di \$ 160 miliardi nel 1987 a meno di \$ 104 miliardi nel 1989 (tabella di pagina 70); in questo periodo, la riduzione dell'eccedenza giapponese è stata di circa \$ 30 miliardi.

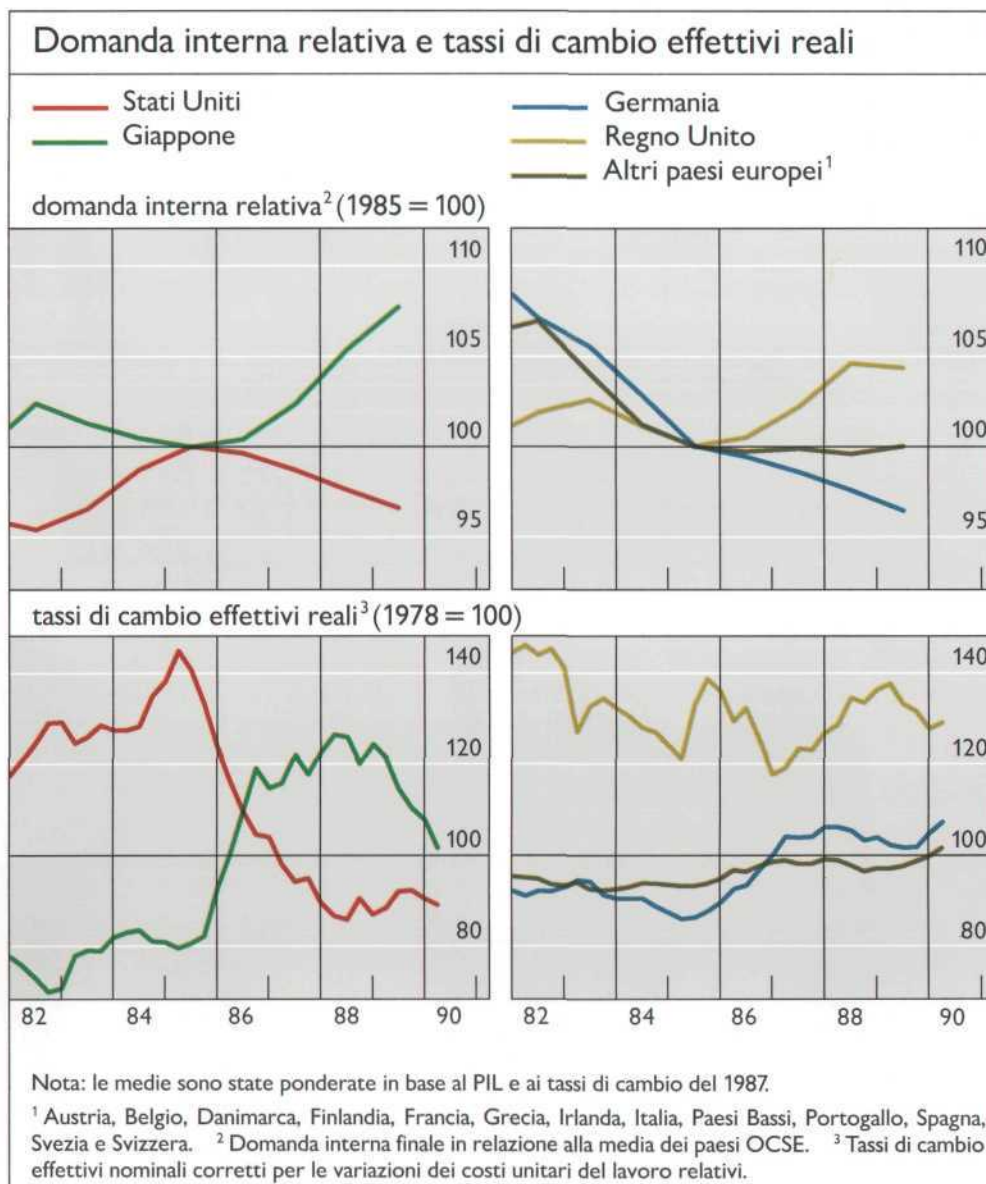
Nel 1989 le determinanti tradizionali della bilancia commerciale, ossia la domanda interna relativa e la competitività misurata dai tassi di cambio effettivi reali (si veda il grafico seguente), hanno ulteriormente contribuito a ridurre gli squilibri statunitense e giapponese. La domanda interna è aumentata molto più rapidamente in Giappone che nella maggior parte degli altri paesi industriali, mentre la sua crescita negli Stati Uniti è risultata ben inferiore alla media. Inoltre, il tasso di cambio effettivo reale del dollaro ha toccato il livello minimo, e quello dello yen il livello massimo, verso la fine del 1987 e agli inizi del 1988. Dato che le variazioni nella competitività si ripercuotono sui volumi dell'interscambio con un ritardo che può arrivare a due anni, è probabile che il declino del dollaro (e l'apprezzamento dello yen), intervenuto fino agli inizi del 1988, facesse ancora sentire i suoi effetti sulle quantità scambiate nel 1989. Infine, l'apprezzamento del dollaro e il deprezzamento dello yen nel 1989 hanno teso a ridurre il valore in dollari degli squilibri statunitense e giapponese. Negli Stati Uniti, il deflatore delle importazioni non petrolifere, in termini di dollari, è anzi diminuito. Ciò ha in un certo senso controbilanciato l'effetto del forte rincaro del petrolio sulle ragioni di scambio USA, deterioratesi solo leggermente. Di conseguenza, il miglioramento dei volumi dell'interscambio si è in ampia misura rispecchiato nei

Il contributo della domanda relativa e quello della competitività all'aggiustamento

valori espressi in dollari. Inoltre, un deterioramento nelle ragioni di scambio per il Giappone ha accentuato la riduzione del valore in dollari dell'eccedenza giapponese.

Forte espansione
delle esportazioni
reali USA...

Gran parte della diminuzione del disavanzo corrente USA nel 1989 rispecchia il restringimento del deficit commerciale, che ha toccato il livello più basso dal 1984. Mentre il disavanzo petrolifero si è ampliato di circa \$ 10 miliardi, quello non petrolifero si è contratto di quasi \$ 24 miliardi. Ciò è dovuto soprattutto alla rapida crescita del volume delle esportazioni nel primo semestre dell'anno, quando le esportazioni reali di prodotti non agricoli sono aumentate in ragione annua di quasi il 16%. Nonostante una certa decelerazione nel secondo semestre, la crescita su base annua, che ha raggiunto il 12,5% circa, è stata molto più rapida di quella dell'interscambio mondiale. Tuttavia, le acquisizioni di quote di mercato da parte degli Stati Uniti sono state inferiori a quelle del 1987 e del 1988, il che fa ritenere che stia esaurendosi l'impatto della forte flessione del dollaro nel periodo 1985-87 (la quale è stata in parte annullata nel corso degli ultimi diciotto mesi).



Le importazioni di merci, in termini reali, hanno segnato un incremento di poco inferiore a quello del 1988, nonostante la crescita molto più lenta della domanda interna. La sostenutezza delle importazioni è ascrivibile soltanto in parte al perdurante vigore delle importazioni di fonti di energia, in quanto anche il volume delle importazioni non petrolifere è aumentato, di oltre il 5%. L'effetto netto di questi andamenti in termini di volume è stato quello di ridurre il disavanzo reale dell'interscambio non petrolifero di quasi \$ 20 miliardi, rispetto a una flessione di oltre \$ 40 miliardi nel 1988.

... nonostante il parallelo aumento delle importazioni

La robustezza di fondo della domanda di importazioni USA si è tradotta in un incremento del 16% nelle importazioni reali di beni strumentali. Questo tasso di crescita è circa il triplo di quello dell'investimento totale in macchinari ed attrezzature, il che denota un'accresciuta dipendenza dai beni di capitale esteri. D'altra parte, l'importazione di autovetture – che concorre per circa un quinto al totale delle importazioni non petrolifere – è diminuita di oltre il 4% in termini reali, principalmente perché l'accresciuta offerta delle affiliate giapponesi negli Stati Uniti ha sottratto spazio alle importazioni dirette.

La bilancia USA delle partite invisibili ha registrato un miglioramento di oltre \$ 6 miliardi. La principale modifica si è avuta nei servizi diversi dai redditi di capitale: per queste poste, l'eccedenza si è ampliata di \$ 7,5 miliardi, soprattutto per l'aumento degli introiti del turismo e dei proventi per altri servizi privati. Al netto degli effetti delle variazioni di cambio sull'investimento diretto, l'avanzo sui

Negli Stati Uniti cresce l'attivo della bilancia dei servizi non dei fattori...

Stati Uniti: saldo delle partite correnti						
Voci	1985	1986	1987	1988	1989	
					anno	quarto trimestre ¹
	in miliardi di dollari USA					
Saldo delle partite correnti	-112,7	-133,3	-143,7	-126,5	-105,9	- 82,3 ²
Bilancia commerciale	-122,1	-145,1	-159,5	-127,2	-113,2	-115,2 ²
Redditi netti di capitale	25,9	21,6	22,3	2,2	1,0	27,0 ²
Altri servizi	- 1,0	5,9	7,7	13,1	20,6	23,8 ²
Trasferimenti	- 15,5	- 15,7	- 14,2	- 14,6	- 14,3	- 17,9 ²
Per memoria:						
al netto degli effetti di cambio:						
saldo delle partite correnti	-119,5	-143,9	-160,2	-125,5	-103,7	- 96,6
redditi netti di capitale	19,1	11,0	5,7	3,2	3,2	13,7
bilancia commerciale non petrolifera ³	- 81,5	- 95,5	- 79,5	- 38,2	- 17,8	- 20,6 ²
	variazioni percentuali					
volumi esportati	3,6	6,2	16,2	20,5	12,4	10,8 ^{2,4}
volumi importati	4,8	12,4	6,5	6,1	5,8	5,1 ^{2,4}
ragioni di scambio	- 0,1	3,0	- 6,2	2,1	- 1,9	- 4,0 ^{2,4}

Nota: attualmente, la bilancia dei pagamenti USA contabilizza come redditi di capitale le variazioni nel valore in dollari delle attività e passività da investimenti diretti USA dovute ai movimenti di cambio. Per tale ragione, il saldo netto dei redditi di capitale diminuisce quando il dollaro si apprezza e viceversa.

¹ In ragione annua. ² Dato destagionalizzato. ³ A valori unitari dell'interscambio costanti in base 1982. ⁴ Variazione sul quarto trimestre 1988.

... mentre rimane invariato il saldo dei redditi di capitale

redditi di capitale è rimasto a \$ 3,2 miliardi. Data l'entità del deficit corrente, e quindi dell'incremento annuo nelle passività esterne nette, l'assenza di deterioramenti nel saldo dei redditi da investimenti richiede una spiegazione. Due risultano essere i fattori più importanti al riguardo. Il primo è un incremento di quasi \$ 6 miliardi nei proventi netti (al lordo delle minusvalenze di capitale dovute ai tassi di cambio) da investimenti diretti, a seguito di una forte crescita dei profitti delle affiliate USA all'estero e di un manifesto calo negli utili di soggetti esteri su investimenti diretti negli Stati Uniti. In secondo luogo, la natura delle passività esterne USA – denominate soprattutto in dollari e a scadenza relativamente lunga – ha fatto sì che i pagamenti in conto interessi all'estero rimanessero in qualche misura isolati dal forte aumento subito nel 1989 dai tassi a breve su valute diverse dal dollaro. Nondimeno, il disavanzo sui redditi di portafoglio è aumentato di \$ 5,8 miliardi.

Si riduce l'eccedenza di parte corrente giapponese ...

L'eccedenza corrente giapponese per l'insieme del 1989 è stata pari a \$ 57 miliardi, ossia inferiore di oltre \$ 22 miliardi al livello del 1988. Questo risultato cela la forte caduta intervenuta nel corso dell'anno. In ragione annua stagionalizzata l'eccedenza è scesa da oltre \$ 80 miliardi nel primo trimestre – importo quasi identico a quello del 1987 e del 1988 – a meno di \$ 40 miliardi nel quarto trimestre, per poi risalire a circa \$ 60 miliardi nel primo trimestre 1990.

... in quanto la dinamica delle esportazioni rimane debole ...

La minore eccedenza registrata nel 1989 è per lo più imputabile alla riduzione dello squilibrio della bilancia commerciale, dovuta alla perdurante flessione delle esportazioni nette in termini reali e al sensibile deterioramento delle ragioni di scambio. Il precedente apprezzamento dello yen potrebbe aver continuato a frenare le esportazioni; nel 1989 la crescita in volume di queste ultime è stata inferiore al 4% con un andamento flettente nel corso dell'anno. Un altro fattore – forse più significativo a lungo termine – è che l'espandersi della produzione delle affiliate giapponesi all'estero tende a spiazzare le esportazioni dirette, come mostra la persistente flessione del numero di autoveicoli esportati: 6,2 milioni di unità lo scorso anno, a fronte del massimo di 7,2 milioni registrato nel 1985. Nel contempo è continuata la crescita delle importazioni di manufatti, benché a un ritmo più lento rispetto a quello del periodo 1986–88, facendo ritenere che inizino ad esaurirsi gli effetti del precedente apprezzamento dello yen e della liberalizzazione delle importazioni. Ciò nonostante, lo scorso anno le importazioni reali di manufatti hanno continuato ad aumentare a un ritmo doppio rispetto alla domanda interna. In termini di valore, le importazioni complessive di beni di consumo manufatti hanno toccato quasi \$ 30 miliardi, a fronte di meno di \$ 10 miliardi ancora nel 1986. Il risultato netto di questi andamenti in termini di volume è che nel 1989 l'eccedenza commerciale reale non petrolifera ha continuato a diminuire, seppure a un ritmo molto inferiore a quello del triennio precedente.

... mentre le importazioni crescono in forte misura

Per giunta, il deprezzamento dello yen nonché il più elevato prezzo del petrolio in dollari hanno contribuito a un deterioramento – per la prima volta dal 1980 – delle ragioni di scambio di poco superiore al 4%. Se si considera l'entità del deprezzamento dello yen registratosi lo scorso anno, questa perdita in termini di ragioni di scambio è stata relativamente modesta. Ciò è principalmente dovuto al fatto che le esportazioni giapponesi tendono a essere fatturate in valuta estera, cosicché i valori unitari in termini di yen (che erano diminuiti

Giappone: saldo delle partite correnti						
Voci	1985	1986	1987	1988	1989	
					anno	quarto trimestre ¹
	in miliardi di dollari USA					
Saldo delle partite correnti	49,2	85,8	87,0	79,6	57,2	36,8 ²
Bilancia commerciale	56,0	92,8	96,4	95,0	76,9	56,0 ²
Redditi netti di capitale	6,8	9,5	16,7	21,0	23,4	27,0
Altri servizi	-12,0	-14,4	-22,4	-32,3	-38,9	-41,5 ²
Trasferimenti	- 1,6	- 2,1	- 3,7	- 4,1	- 4,2	- 4,7 ²
Per memoria:						
bilancia commerciale non petrolifera ³	86,7	74,0	63,0	49,0	44,8	43,0
	variazioni percentuali					
volumi esportati	4,6	- 0,6	0,3	5,1	3,8	- 0,1 ⁴
volumi importati	0,4	9,5	9,3	16,7	7,8	9,0 ⁴
ragioni di scambio	3,8	33,6	2,2	2,3	- 4,2	- 7,9 ⁴

¹ In ragione annua. ² Dato destagionalizzato. ³ A valori unitari dell'interscambio costanti in base 1985. ⁴ Variazione sul quarto trimestre 1988.

¹ In ragione annua. ² Dato destagionalizzato. ³ A valori unitari dell'interscambio costanti in base 1985. ⁴ Variazione sul quarto trimestre 1988.

nella media annua di oltre l'8% fra il 1985 e il 1988) si sono accresciuti di quasi il 7% nel 1989. Tuttavia, il deterioramento delle ragioni di scambio su base annua si è accentuato nel corso del 1989, raggiungendo quasi l'8% nell'ultimo trimestre.

Il rialzo dei prezzi in yen delle esportazioni dopo sei anni di flessione indica che la redditività di queste ultime è nettamente aumentata (tabella di pagina 27), accrescendo le possibilità di un'altra ripresa delle esportazioni giapponesi sui mercati mondiali. Da recenti inchieste risulta che gli investimenti interni nel settore manifatturiero sono cresciuti complessivamente del 60% negli esercizi 1988 e 1989. Benché dall'inchiesta più recente (febbraio 1990) emergesse che le industrie manifatturiere continuavano ad aspettarsi un incremento più rapido della domanda interna rispetto alle esportazioni – facendo ritenere che il *boom* degli investimenti fosse orientato soprattutto verso il mercato interno – un eventuale ulteriore deprezzamento dello yen potrebbe senz'altro modificare questa prospettiva.

L'aumento degli introiti netti in conto redditi di capitale è ammontato a meno di \$ 2,5 miliardi, importo piuttosto modesto alla luce delle dimensioni dell'avanzo di parte corrente e del fatto che i tassi d'interesse sono stati molto più elevati nel 1989 che nel 1988. La principale spiegazione è che il Giappone detiene una posizione netta passiva a breve, ma creditoria a lungo termine. L'incremento nei tassi d'interesse a breve sul dollaro fra gli inizi del 1988 e i primi mesi del 1989 ha quindi contribuito ad aumentare gli esborsi sulle passività del Giappone più che gli introiti a fronte delle sue attività. Quando, dal marzo 1989 alla fine dell'anno, i tassi a breve sul dollaro sono andati diminuendo, mentre altri tassi d'interesse tendevano a salire, il reddito netto da investimenti è passato da un importo in ragione annua di circa \$ 21 miliardi nel primo semestre del 1989 a \$ 27 miliardi nell'ultimo trimestre. Il disavanzo nei servizi non dei fattori si è

Il deprezzamento dello yen si accompagna a una maggiore redditività delle esportazioni

Aumento dei redditi netti di capitale in Giappone

In termini reali l'aggiustamento ha avuto dimensioni più contenute sia negli Stati Uniti sia in Giappone

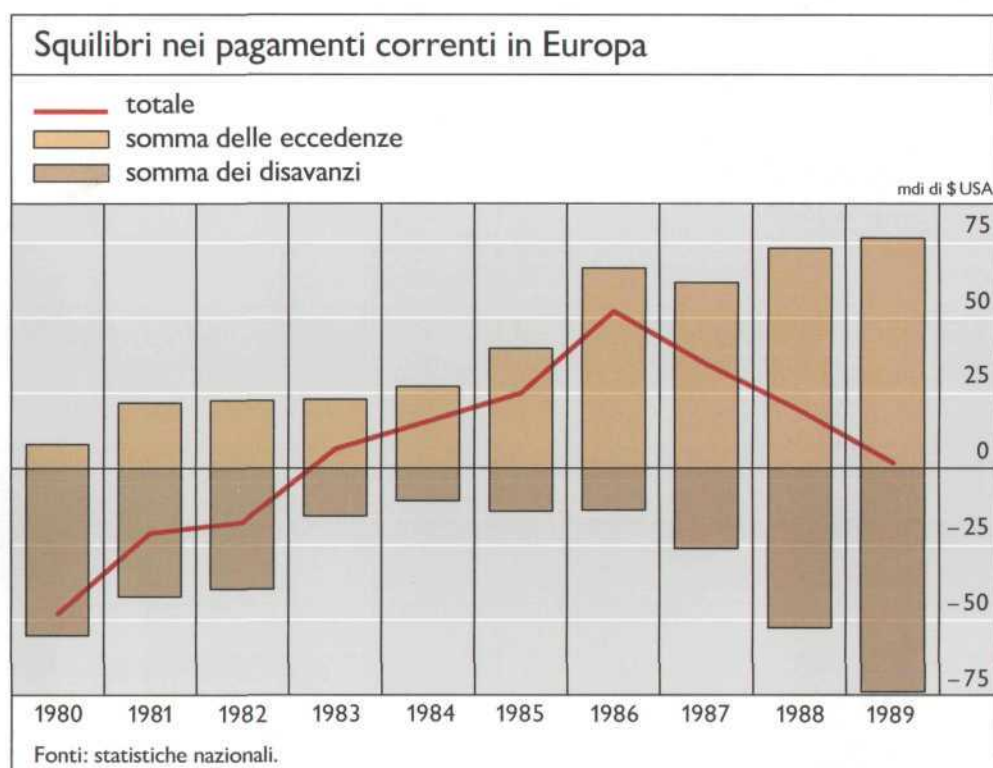
ampliato molto meno che nel 1988, soprattutto per effetto del rallentamento nella crescita del turismo passivo. Nondimeno, lo scorso anno i giapponesi hanno speso all'estero più di \$ 22 miliardi, ossia il triplo dell'importo del 1986.

Concludendo, l'aspetto saliente del perdurante aggiustamento degli squilibri statunitense e giapponese risiede forse nel fatto che nel 1989 si è realizzato un aggiustamento in termini reali – misurato in base al differenziale di crescita fra importazioni ed esportazioni in volume – inferiore a quello del 1988. Una causa importante di ciò è che le ripercussioni favorevoli del calo del dollaro e del rialzo dello yen fra il 1985 e la fine del 1987 si sono verosimilmente esaurite nel corso del 1989 – come indicano in effetti numerose stime econometriche. Durante gran parte del 1989 i tassi di cambio si sono infatti mossi in una direzione che – qualora la tendenza perdurasse – finirebbe per sfavorire un ulteriore aggiustamento. Questo vale in particolar modo per il Giappone. Non sarebbe inoltre realistico contare sul fatto che la domanda interna reale in Giappone continui a crescere a un ritmo annuo superiore di circa 3 punti percentuali a quello degli altri paesi industriali, come nel 1988 e nel 1989.

Ampliamento degli squilibri fra i paesi europei

Per l'Europa occidentale scompare il surplus aggregato di parte corrente ...

La posizione aggregata di parte corrente dell'Europa occidentale, ancora in eccedenza di circa \$ 50 miliardi nel 1986, si è deteriorata nel 1989 di ulteriori \$ 17,5 miliardi, portandosi così sostanzialmente in pareggio. Questo movimento apparente nel senso di una correzione degli squilibri esterni a livello aggregato cela tuttavia un considerevole ampliamento degli squilibri all'interno dell'Europa stessa. Come mostra il grafico seguente, l'eliminazione dell'eccedenza complessiva dell'Europa occidentale è avvenuta mediante la combinazione di avanzi crescenti in certi paesi e di un deterioramento sensibile nella posizione corrente di paesi già deficitari. I disavanzi correnti di Finlandia, Italia, Spagna, Svezia e Regno Unito si sono



ampliati complessivamente di circa \$ 25 miliardi nel 1989, mentre l'eccedenza combinata di Unione Economica del Belgio-Lussemburgo (UEBL), Germania e Paesi Bassi si è accresciuta di \$ 7 miliardi.

... ma aumentano
gli squilibri
fra i vari paesi...

Tre fattori hanno contribuito all'ampliamento degli squilibri di parte corrente all'interno dell'Europa. Il più importante sembra essere costituito dai cospicui differenziali di crescita della domanda interna negli ultimi anni. In

Saldi delle partite correnti dei paesi industriali e delle NIEs dell'Asia									
Paesi e aree	Saldo delle partite correnti			di cui:					
				saldo commerciale			saldo dei redditi di capitale		
	1987	1988	1989	1987	1988	1989	1987	1988	1989
in miliardi di dollari USA									
Paesi industriali	- 36,4	- 45,9	- 80,0	- 28,1	- 7,9	- 36,3	7,8	-10,6	-14,7
Stati Uniti	-143,7	-126,5	-105,9	-159,5	-127,2	-113,2	22,3	2,2	1,0
Giappone	87,0	79,6	57,2	96,4	95,0	76,9	16,7	21,0	23,4
Comunità europea	34,7	16,0	2,3	27,6	17,4	3,4	- 7,7	- 7,0	- 4,4
Danimarca	- 3,0	- 1,8	- 1,4	0,8	1,9	2,4	- 4,1	- 4,3	- 4,5
Francia	- 4,4	- 3,5	- 3,7	- 8,7	- 8,1	- 10,3	- 0,4	0,1	- 0,5
Germania	46,0	50,4	55,5	68,3	77,9	75,4	4,1	5,1	11,8
Grecia	- 1,2	- 1,0	- 2,6	- 5,5	- 6,1	- 7,4	- 1,4	- 1,5	- 1,5
Irlanda	0,4	0,7	0,6	2,6	3,8	3,7	- 3,1	- 4,0	- 4,0
Italia	- 1,6	- 6,3	- 10,6	- 0,1	- 1,4	- 2,0	- 6,6	- 7,1	- 8,3
Paesi Bassi	2,9	5,5	6,9	5,1	8,5	8,0	0,2	- 0,7	0,9
Portogallo	0,4	- 1,1	- 0,6	- 3,6	- 5,5	- 5,2	- 0,9	- 0,9	- 0,8
Regno Unito	- 7,4	- 26,7	- 34,1	- 18,1	- 37,0	- 38,0	6,9	9,5	5,0
Spagna	- 0,2	- 3,8	- 11,6	- 13,0	- 18,0	- 24,5	- 2,8	- 3,5	- 3,6
UEBL*	2,8	3,6	3,9	- 0,2	1,4	1,3	0,4	0,3	1,1
Altri paesi europei	0,1	2,9	- 0,8	- 8,4	- 7,2	- 10,0	0,2	1,1	- 1,0
Austria	- 0,4	- 0,5	- 0,2	- 5,1	- 6,3	- 5,9	- 0,9	- 0,9	- 0,8
Finlandia	- 1,8	- 3,0	- 4,9	1,4	1,1	- 0,2	- 1,7	- 1,9	- 2,2
Islanda	- 0,2	- 0,2	- 0,1	- 0,1	0,0	0,1	- 0,2	- 0,2	- 0,2
Iugoslavia	1,2	2,5	2,4	0,1	0,6	- 0,2	- 1,7	- 1,8	- 1,5
Norvegia	- 4,2	- 3,7	0,3	- 0,8	- 0,1	3,9	- 1,2	- 1,9	- 2,5
Svezia	- 1,1	- 2,1	- 5,2	4,5	4,9	3,5	- 2,6	- 3,1	- 4,1
Svizzera	7,6	8,4	5,9	- 5,2	- 5,6	- 6,7	10,5	13,0	12,0
Turchia	- 1,0	1,5	1,0	- 3,2	- 1,8	- 4,5	- 2,0	- 2,1	- 1,7
Altri paesi industriali	- 14,5	- 17,9	- 32,8	15,8	14,1	6,6	-23,7	-27,9	-33,7
Australia	- 8,6	- 10,1	- 15,7	- 0,5	- 1,1	- 3,7	- 6,6	- 8,1	-10,1
Canada	- 7,1	- 8,3	- 16,6	8,6	8,0	3,9	-12,5	-15,0	-18,9
Nuova Zelanda	- 1,8	- 0,8	- 2,1	0,5	2,0	0,8	- 2,1	- 2,5	- 2,3
Sudafrica	3,0	1,3	1,6	7,2	5,2	5,6	- 2,5	- 2,3	- 2,4
Quattro NIEs dell'Asia	31,4	28,9	23,5	25,1	21,8	18,8	1,4	4,0	5,5
Corea del Sud	9,9	14,2	5,1	7,7	11,6	4,5	- 2,8	- 2,0	- 1,2
Hong Kong	2,9	2,8	5,0	- 0,3	- 1,0	0,7	n.d.	n.d.	n.d.
Singapore	0,6	1,7	2,3	- 2,6	- 2,6	- 2,8	0,8	0,9	1,0
Taiwan	18,0	10,2	11,1	20,3	13,8	16,4	2,3	3,4	3,9
* Unione Economica del Belgio-Lussemburgo.									
Fonti: FMI; OCSE; statistiche nazionali; stime BRI.									

... spiegati da tre fattori

secondo luogo, gli squilibri non hanno in generale indotto movimenti correttivi dei tassi di cambio reali. Al contrario, in diversi casi i paesi con disavanzi di parte corrente sono stati anche quelli con più elevata inflazione, il che si è tradotto in un sensibile apprezzamento reale delle loro valute. In terzo luogo, l'impatto cumulativo prodotto da squilibri di parte corrente durevoli e talvolta crescenti sulla posizione patrimoniale netta verso l'estero, e quindi sui flussi netti di redditi di capitale, ha di per sé contribuito ad accrescere gli sbilanci esistenti. Un altro potenziale fattore è che il contenuto piuttosto elevato di investimento della recente crescita potrebbe aver posto in situazione di svantaggio i paesi dipendenti dai beni di capitale importati. Tuttavia, l'evidenza empirica, per quanto limitata, indica che le differenze nell'incidenza relativa dei beni di consumo e di capitale non hanno svolto un ruolo di rilievo.

Il grafico di pagina 76 mostra in quale misura l'andamento del commercio estero della maggior parte dei paesi sia stato associato al vigore relativo della domanda interna negli ultimi due anni.

Espansione più rapida della domanda interna nei paesi deficitari...

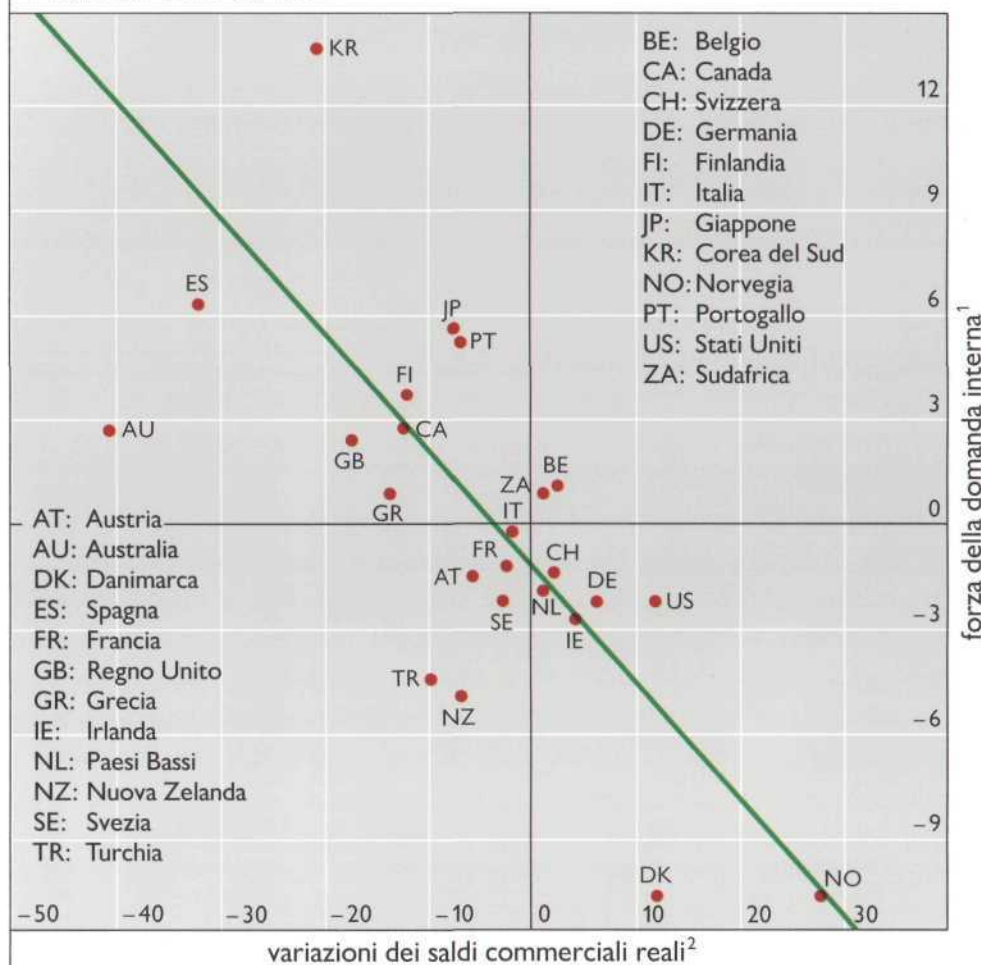
Tassi di crescita della domanda interna ben superiori alla media in Finlandia, Portogallo, Spagna e Regno Unito negli ultimi due anni hanno condotto a un netto deterioramento delle loro bilance commerciali reali. Il Regno Unito ha continuato a essere il paese europeo con il più ampio disavanzo commerciale. Quest'ultimo, pari a \$ 38 miliardi, è stato tuttavia superiore soltanto di \$ 1 miliardo al livello del 1988 e ha dato segni di miglioramento nel corso dell'anno, parallelamente alla sensibile decelerazione nella crescita della domanda interna. Il volume delle importazioni di manufatti (destagionalizzate e al netto delle transazioni straordinarie) è aumentato di circa il 30% nell'anno terminante al quarto trimestre 1989, con un netto rallentamento rispetto ai periodi precedenti. Nello stesso arco temporale, il volume delle esportazioni di manufatti (anch'esse destagionalizzate e al netto delle transazioni straordinarie) è aumentato di oltre il 14%. Di conseguenza, il disavanzo dell'interscambio non petrolifero è diminuito. Un fattore transitorio alla base dell'ampliamento del passivo commerciale britannico è costituito da una serie di incidenti tecnici e di gravi difficoltà produttive nel Mare del Nord, che nel 1989 hanno dimezzato l'eccedenza petrolifera britannica, portandola a circa \$ 2,5 miliardi.

Lo scorso anno la crescita della domanda interna in Spagna è rimasta molto sostenuta, facendo aumentare del 17,5% il volume delle importazioni diverse dalle fonti energetiche, e portando al 125% l'incremento cumulato dal 1985, che è stato ben superiore all'espansione delle esportazioni in termini reali. Ne consegue che nel 1989 il disavanzo commerciale spagnolo è aumentato di oltre \$ 6 miliardi, passando a circa \$ 24,5 miliardi.

... rispetto alla Germania

Quanto al principale paese eccedentario, la Germania, la domanda interna si è espansa fino a epoca recente a un ritmo inferiore alla media degli altri paesi industriali. Nel 1989 la domanda interna finale tedesca risultava aumentata di solo il 12% circa rispetto al suo livello del 1985; negli altri paesi europei, l'espansione durante il periodo è stata di circa il 18%. In termini reali, nel 1989 le esportazioni tedesche hanno ripreso a crescere a un ritmo più rapido di quello delle importazioni — in effetti, il differenziale si è leggermente ampliato rispetto al 1988. Dato che le ragioni di scambio della Germania si sono deteriorate di quasi il 30% a causa dei più elevati prezzi del petrolio e del deprezzamento del marco nei confronti del

Crescita della domanda interna e variazioni dei saldi commerciali reali dal 1987 al 1989



Nota: la retta rappresenta la regressione delle variazioni dei saldi commerciali reali sulla crescita della domanda interna (esclusi gli esportatori di prodotti primari: Australia, Nuova Zelanda e Sudafrica).

¹ Misurata come variazione percentuale della domanda interna finale reale, meno la crescita media della domanda interna (7,9%). ² Variazione del saldo commerciale fra il 1987 e il 1989, misurata a prezzi costanti del 1987 ed espressa come percentuale delle esportazioni e importazioni medie di merci nel 1987.

Fonti: statistiche nazionali.

dollaro USA, l'incremento nel saldo commerciale reale si è tradotto in una modesta riduzione dell'eccedenza espressa in dollari. Tuttavia, la dinamica dei volumi dell'interscambio ha subito un'inversione nel corso dell'anno, poiché dal quarto trimestre 1988 al quarto trimestre 1989 il tasso d'incremento delle importazioni in volume ha superato di quasi 4 punti percentuali quello delle esportazioni (si veda la tabella seguente). Ciò è ascrivibile a una forte ripresa, verso la fine del 1989, della domanda interna tedesca, nonché a un rallentamento della crescita della domanda all'estero, segnatamente negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

In due paesi europei, Danimarca e Norvegia, il miglioramento della bilancia commerciale reale negli ultimi due anni ha superato quello registrato in Germania. Questo andamento è essenzialmente dovuto al calo della domanda interna finale nel 1988 e nel 1989, che ha mantenuto il tasso di crescita delle importazioni ben al disotto della media europea. Nel 1989 i più alti corsi petroliferi hanno

Variazioni dei
tassi di cambio
reali...

permesso alla bilancia commerciale norvegese di passare decisamente in attivo dopo quattro anni di risultati negativi.

La seconda caratteristica di spicco degli squilibri in Europa è che, in generale, i tassi di cambio reali non si sono apprezzati nei paesi con eccedenze correnti, né si sono deprezzati in quelli deficitari. Questo andamento si pone in netto contrasto con le forti variazioni dei tassi di cambio effettivi reali del dollaro USA e dello yen. In particolare, diversi anni di ampie eccedenze non hanno condotto a un sensibile apprezzamento reale del marco, diversamente da quanto era avvenuto in precedenti periodi di crescenti saldi attivi della Germania. Il tasso di cambio effettivo reale del marco è invece rimasto piuttosto stabile dall'inizio del 1987 (grafico di pagina 69). Persino nel caso del Regno Unito, dove le fluttuazioni dei cambi reali sono state molto più pronunciate, le variazioni prodottesi durante la maggior parte degli anni ottanta non sembrano essere state durevoli. I tassi di cambio reali dei maggiori paesi europei non si sono quindi mossi nella direzione atta a correggere gli squilibri crescenti. Per converso, il sensibile apprezzamento della maggior parte delle valute europee nei confronti del dollaro USA ha contribuito a ridurre l'attivo commerciale dei paesi europei rispetto agli Stati Uniti. Ne è conseguito che gli avanzi o i disavanzi commerciali nei paesi europei vanno assumendo sempre più la forma di squilibri nei confronti di altri paesi europei. Ad esempio, l'eccedenza commerciale tedesca rispecchia ora quasi interamente le esportazioni nette verso i paesi europei, in quanto l'avanzo commerciale verso altri paesi industriali si è annullato. Fra il 1987 e il 1989 l'attivo commerciale tedesco verso gli Stati Uniti è diminuito di circa \$ 9 miliardi, scendendo a quasi \$ 4,5 miliardi.

Inoltre, gli squilibri in Europa si sono aggravati a seguito di una sensibile perdita di competitività di prezzo, subita da vari paesi europei con disavanzi di

Germania: saldo delle partite correnti						
Voci	1985	1986	1987	1988	1989	
					anno	quarto trimestre ¹
	in miliardi di dollari USA					
Saldo delle partite correnti	17,1	40,1	46,0	50,4	55,5	42,0 ²
Bilancia commerciale	27,8	54,6	68,3	77,9	75,4	68,0 ²
Redditi netti di capitale	3,3	4,2	4,1	5,1	11,8	13,2
Altri servizi	- 1,3	- 3,4	- 6,7	- 9,8	- 7,9	- 12,4 ²
Trasferimenti	- 12,7	- 15,3	- 19,7	- 22,8	- 23,8	- 26,8 ²
Per memoria:						
bilancia commerciale						
non petrolifera ³	68,3	61,0	55,1	58,1	60,9	52,6
	variazioni percentuali					
volumi esportati	6,6	1,1	2,4	6,5	8,8	2,8 ^{2,4}
volumi importati	4,7	5,7	5,1	6,0	7,8	6,4 ^{2,4}
ragioni di scambio	1,4	15,3	3,7	- 0,1	- 2,7	- 3,0 ^{2,4}

¹ In ragione annua. ² Dato destagionalizzato. ³ A valori unitari costanti dell'interscambio in base 1980. ⁴ Variazione sul quarto trimestre 1988.

¹ In ragione annua. ² Dato destagionalizzato. ³ A valori unitari costanti dell'interscambio in base 1980. ⁴ Variazione sul quarto trimestre 1988.

parte corrente. Da alcuni semplici raffronti tra le variazioni nei prezzi al consumo, espressi in termini di marchi tedeschi, emerge che nei paesi deficitari i prezzi sono aumentati più rapidamente che nei paesi eccedentari, e in alcuni casi con un ampio scarto (si veda la tabella di pagina 79). Il deterioramento alquanto pronunciato nel saldo commerciale reale di Spagna e Svezia è parzialmente dovuto al sensibile apprezzamento in termini reali delle rispettive valute.

I cambiamenti nella competitività di prezzo concorrono inoltre a spiegare l'evoluzione ampiamente divergente della bilancia turistica di diversi paesi. Dato che i tassi di cambio effettivi reali, basati sui prezzi al consumo relativi, di dracma, lira e peseta si sono apprezzati dal 1987, i proventi esteri netti del turismo in Grecia, Italia e Spagna ne sono stati influenzati negativamente. Ancora nel 1985, a titolo esemplificativo, i turisti italiani all'estero avevano speso soltanto un quinto circa di quanto avevano speso i turisti stranieri in Italia, mentre nel 1989 questo rapporto è salito a oltre il 50%. Tale incremento è un fattore importante alla base dell'ampliamento, a quasi \$ 11 miliardi, del disavanzo corrente dell'Italia. Per converso, una dinamica relativamente favorevole della competitività di prezzo in Austria e Francia (grazie al basso saggio d'inflazione) ha contribuito a un forte incremento nei proventi del turismo di questi paesi. Quanto alla Francia, i più elevati introiti da turismo estero hanno consentito di mantenere il disavanzo di parte corrente a \$ 3,7 miliardi, nonostante il perdurante deterioramento dell'interscambio di prodotti manufatti. Fattori connessi ai prezzi relativi hanno anche contribuito a contenere al 3,5% l'incremento della spesa complessiva per viaggi all'estero della Germania, a fronte di un aumento del 9,5% nella spesa dei turisti stranieri in Germania (espressa in marchi).

Il terzo fattore che ha contribuito all'ampliamento degli squilibri in Europa è costituito dalle variazioni nei saldi dei redditi di capitale tra paesi deficitari ed eccedentari. La crescita nella consistenza delle attività nette sull'estero della Germania (e anche di economie minori, quali l'UEBL e i Paesi Bassi) ha fornito un forte impulso ai redditi netti di capitale nel 1989, accrescendo così le già ampie eccedenze. In Germania, tali introiti si sono più che raddoppiati lo scorso anno, passando a \$ 11³/₄ miliardi, di riflesso non soltanto all'ampia posizione creditoria netta sull'estero del paese, ma anche ai più elevati tassi d'interesse a breve (data la quota relativamente consistente di scadenze a più breve termine sulle sue attività esterne). Per contro, in Svizzera gli introiti netti da capitale sono scesi nel 1989, per la prima volta negli anni ottanta, in quanto i tassi d'interesse interni sono saliti sensibilmente, in corso d'anno, rispetto a quelli di altri paesi.

In molti paesi deficitari i flussi netti da redditi di capitale hanno inoltre aggravato i crescenti squilibri in altre partite. Nel Regno Unito, tali redditi sono diminuiti di \$ 4,5 miliardi nel 1989, poiché i maggiori utili degli investimenti diretti esteri nel paese e i più elevati oneri in conto interessi sulle passività estere a breve in rapida crescita hanno aumentato gli esborsi per interessi, utili e dividendi. Le crescenti posizioni debitorie nette sull'estero di Italia e Svezia ne hanno aumentato i pagamenti netti in conto redditi di capitale, per un ammontare di circa \$ 1 miliardo nel 1989. L'incremento è stato assai inferiore in Spagna, in quanto la crescente incidenza delle sue passività esterne non produttive di interessi (segnatamente gli investimenti diretti) ha contenuto l'impatto del rialzo dei tassi d'interesse internazionali sui pagamenti a titolo di redditi di capitale.

... con un apprezzamento sensibile nei paesi deficitari, tale da aggravare gli squilibri commerciali...

... e da ripercuotersi sul turismo

Variazioni nei redditi netti di capitale

**Prezzi relativi al consumo in alcuni paesi europei,
espressi in termini di marchi tedeschi**

Anni	Paesi eccedentari*					Paesi deficitari*					
	Belgio	Germania	Paesi Bassi	Svizzera	Media	Francia	Italia	Regno Unito	Spagna	Svezia	Media
	indici, 1987 = 100										
1988	100,4	101,3	100,9	101,4	101,0	101,3	102,2	111,5	108,5	107,0	106,1
1989	103,4	104,1	101,7	100,1	102,3	104,8	110,6	118,4	122,0	115,8	114,3
1990 I trimestre	105,9	106,0	102,9	101,4	104,1	106,8	113,0	112,6	124,4	117,0	114,8

* In base alla posizione di parte corrente nel 1987-89.

Valutazione del ruolo del *boom* degli investimenti...

Infine, un fattore che secondo alcuni esercita un'influenza sugli squilibri in Europa concerne la struttura dell'interscambio e la composizione della domanda. Come esaminato nel Capitolo II, il recente forte aumento della domanda interna in molti paesi industriali, particolarmente in Europa, è dovuto in ampia misura al rapido incremento nella spesa in investimenti fissi. Ciò ha accresciuto l'importanza degli scambi di beni strumentali rispetto a quelli di beni di consumo. Benché le statistiche sulla composizione dell'interscambio non siano complete e uniformi fra paesi, nondimeno pare che negli ultimi due anni l'interscambio di beni d'investimento sia aumentato a un ritmo molto più rapido di quello dei beni di consumo. Si tratta di una tendenza opposta a quella registrata fra il 1980 e il 1987 (tabella di pagina 80).

Non è tuttavia chiaro se questo andamento abbia contribuito all'ampliamento dei disavanzi nei paesi importatori di beni strumentali o delle eccedenze nei paesi che ne sono esportatori. Nella maggior parte dei paesi a industrializzazione più avanzata per i quali sono disponibili dati, la quota dei beni d'investimento sulle esportazioni di prodotti industriali finiti è maggiore di quella sulle importazioni. Italia e Spagna sono i soli paesi nei quali la quota dei beni d'investimento sul totale dei prodotti industriali finiti è superiore per le importazioni che per le esportazioni, e nei quali la dinamica dell'interscambio potrebbe dunque avere negativamente risentito del recente orientamento della crescita a favore della spesa in investimenti fissi.

L'impatto potenziale della differente composizione merceologica dell'interscambio è illustrato dal grafico seguente, che evidenzia il contributo dell'interscambio di beni strumentali alla crescita delle esportazioni e importazioni di prodotti industriali finiti per vari paesi nel corso degli anni ottanta. Ad eccezione della Spagna, la maggior parte dei paesi europei non presenta differenze di grande rilievo. Per contro, la struttura dell'interscambio di alcuni paesi non europei è ben diversa: mentre gli Stati Uniti e il Giappone sono esportatori di beni capitali, la Corea del Sud è importatrice di beni capitali ed esportatrice di beni di consumo. Rispetto ad altri paesi, anche la Francia ha una quota inferiore alla media di beni d'investimento sulle esportazioni. Non vi è tuttavia una marcata differenza fra la quota dei beni capitali sulle importazioni e quella sulle esportazioni. Persino la Germania, che è forte esportatrice di beni d'investimento, non mostra una concentrazione di esportazioni di beni capitali fuori linea con quella di altri paesi europei, né devia di molto dalla media per quanto

Interscambio di beni d'investimento e di consumo in alcuni paesi industriali¹

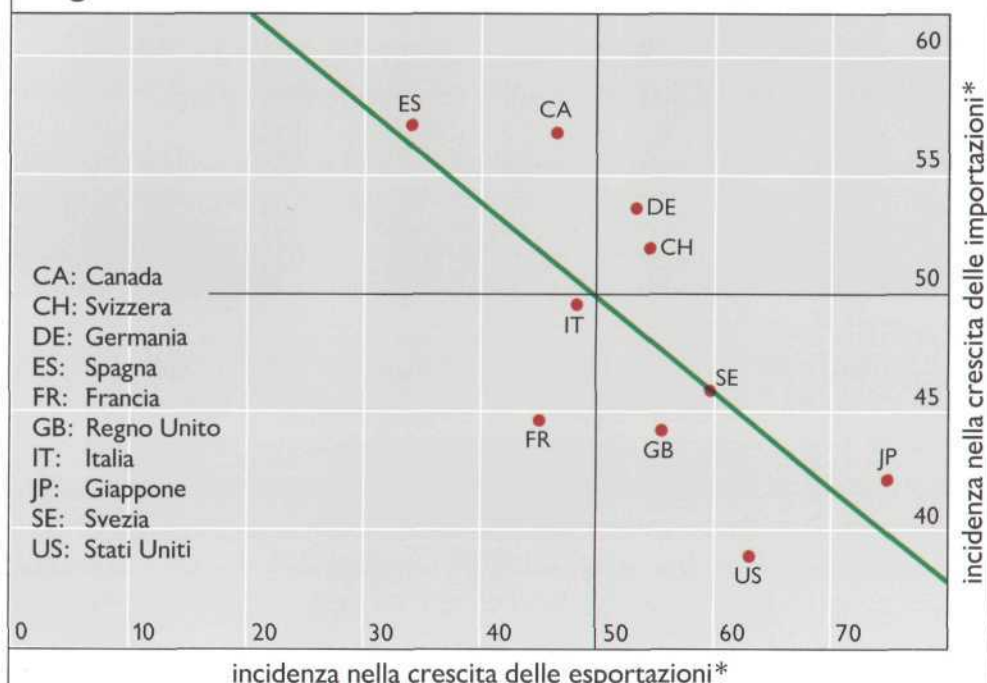
Periodi	Crescita media annua:				Quota dei beni d'investimento sul totale dell'interscambio di prodotti industriali finiti ²	
	beni d'investimento		beni di consumo			
	Esportazioni	Importazioni	Esportazioni	Importazioni	Esportazioni	Importazioni
	in percentuale					
1981-87	6,2	9,6	7,3	11,0	56,6	42,7
1988-89	13,5	15,2	8,5	8,8	58,8	45,6

¹ Valore aggregato in dollari delle importazioni ed esportazioni di Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. ² Nell'ultimo anno di ciascun periodo, ossia nel 1987 e 1989.

concerne le importazioni. Non sembrano esservi quindi molte indicazioni che il recente boom della spesa per investimenti in Europa sia stato una causa determinante dell'ampia eccedenza esterna della Germania.

Piuttosto, la struttura dell'interscambio tedesco si contraddistingue principalmente per l'ampia eccedenza strutturale nel saldo commerciale di prodotti industriali finiti – sia beni di consumo che d'investimento. Nel 1989, le esportazioni tedesche di tali prodotti hanno superato di due terzi le importazioni,

Incidenza dei beni d'investimento sull'interscambio negli anni ottanta



Nota: la retta rappresenta la regressione dell'intensità dei beni d'investimento nella crescita delle importazioni sull'intensità dei beni d'investimento nella crescita delle esportazioni.

* Variazione nel valore delle importazioni/esportazioni di beni d'investimento in percentuale sulla variazione del totale delle importazioni/esportazioni di beni d'investimento e di consumo fra il 1980 e il 1989.

Fonti: statistiche nazionali.

... e differenze strutturali nei saldi dell'interscambio di prodotti manufatti

cosicché un forte incremento nell'interscambio di prodotti industriali finiti – causato, ad esempio, da un *boom* dei beni di consumo durevoli o da una ripresa congiunturale degli investimenti – tende ad ampliare l'attivo tedesco. Anche l'Italia beneficia di una netta eccedenza. Per contro, Francia e Regno Unito presentano ampi disavanzi nell'interscambio di prodotti industriali finiti, e questo fattore strutturale spiega in parte l'ampliamento del passivo commerciale osservato in entrambi i paesi.

Gli altri paesi industriali e le NIEs dell'Asia

L'aspetto saliente nella struttura del commercio e dei pagamenti internazionali dello scorso anno è stato il deterioramento di circa \$ 20 miliardi nei saldi esterni degli altri paesi industriali non europei e delle NIEs dell'Asia (tabella di pagina 74).

Disavanzi più elevati in Australia, Canada ...

Benché i corsi mondiali delle esportazioni di materie prime di *Australia* e *Canada* siano rimasti relativamente elevati, i disavanzi di parte corrente di questi due paesi sono aumentati di \$ 5,6 e 8,3 miliardi, raggiungendo rispettivamente l'equivalente del 5,5 e 3% del PNL. Entrambi i paesi hanno beneficiato di sensibili guadagni in termini di ragioni di scambio, migliorate per l'*Australia* di circa un quarto negli ultimi tre anni e per il *Canada* di appena l'8,5% nello stesso periodo. Tre sono i motivi per cui questi miglioramenti nelle ragioni di scambio non si sono tradotti in una riduzione dei disavanzi di parte corrente. In primo luogo, la domanda interna è aumentata in media molto più che nel resto del mondo (grafico di pagina 76). Come in molti altri paesi, negli ultimi due anni gli investimenti privati non residenziali si sono accresciuti a un ritmo particolarmente rapido, determinando maggiori importazioni di beni capitali. In secondo luogo, in entrambi i paesi vi è stato un sensibile apprezzamento reale del cambio, a seguito sia del rincaro delle materie prime sia degli elevati tassi d'interesse nominali interni. Lo scorso anno le esportazioni canadesi in volume sono leggermente diminuite, indicando una perdita di competitività, benché abbia contribuito a questo andamento anche la debole domanda USA. Infine, entrambi i paesi registrano un cospicuo indebitamento sull'estero: a seguito della crescita delle passività nette, conseguente all'accumularsi dei disavanzi, e dell'incremento dei tassi d'interesse, lo scorso anno il saldo dei redditi di capitale ha subito un peggioramento particolarmente consistente. Nel 1989, i pagamenti all'estero per redditi netti di capitale sono ammontati al 3,5% del PNL in entrambi i paesi.

... e Nuova Zelanda

Anche la *Nuova Zelanda* aveva beneficiato di un miglioramento delle ragioni di scambio nel 1987 e nel 1988, ma la domanda interna era stata molto debole, determinando una significativa riduzione nel disavanzo esterno corrente nel 1988. Sulla base di dati preliminari per il 1989 pare però delinearsi un forte incremento nel volume delle importazioni: le cause principali sembrano essere la liberalizzazione delle stesse importazioni e una forte ripresa degli investimenti. In presenza di esportazioni reali calanti (in parte a causa di fattori straordinari come la siccità), si stima che il disavanzo di parte corrente sia salito a circa il 5% del PIL.

Forte aumento delle esportazioni sudafricane

L'eccedenza delle partite correnti del *Sudafrica* è leggermente aumentata, nonostante un accentuato deterioramento delle ragioni di scambio: il volume delle esportazioni (fatta eccezione per l'oro) è aumentato di oltre il 16%,

mentre le quantità importate sono rimaste stagnanti in seguito al calo della domanda totale interna. L'eccedenza ha consentito un'ulteriore riduzione del debito estero del paese; tuttavia, nel 1989 i pagamenti all'estero per redditi netti di capitale, già diminuiti dal 3,7% del PIL nel 1985 al 2,5% nel 1988, sono leggermente aumentati in percentuale del PIL.

L'eccedenza aggregata di parte corrente delle NIEs dell'Asia è calata di circa \$ 5,5 miliardi, passando a \$ 23,5 miliardi. Questo andamento complessivo rispecchia una flessione di oltre \$ 9 miliardi nell'eccedenza con l'estero della Corea del Sud e un leggero aumento dei saldi attivi delle altre NIEs asiatiche. Nella *Corea del Sud*, la forte progressione delle retribuzioni nominali nel 1988 e nel 1989 (l'incremento cumulativo per questi due anni è stato di circa il 50%) ha esercitato un potente stimolo sulla domanda interna e, insieme a un sensibile apprezzamento del tasso di cambio fino ai primi mesi del 1989, ha causato un netto deterioramento della competitività internazionale. Inoltre, scioperi su vasta scala hanno avuto ripercussioni negative sulla produzione. Una pronunciata riduzione del saldo della bilancia commerciale in termini reali è ascrivibile al calo del 5% delle esportazioni in volume, cui si è contrapposto un incremento del 14% delle importazioni reali, pressoché in linea con la crescita della domanda interna. Per giunta, l'ampia eccedenza nel saldo dei servizi (esclusi i servizi dei fattori) registrata dalla Corea del Sud nel 1988, che ha rispecchiato fra l'altro gli eccezionali introiti turistici in occasione delle Olimpiadi, è quasi scomparsa nel 1989. L'avanzo di parte corrente di *Taiwan*, che si era sensibilmente contratto nel 1988, è salito a \$ 11 miliardi (7,5% del PNL), grazie alla ripresa delle esportazioni reali e all'esaurirsi degli effetti delle eccezionali importazioni di oro nel 1988. Infine, sia *Hong Kong* che *Singapore* hanno registrato più ampie eccedenze correnti.

Lo scorso anno il saldo corrente aggregato in monete convertibili dei paesi dell'Europa orientale sembra aver subito un consistente deterioramento, forse di ben \$ 7 miliardi, equivalente a circa un sesto del valore delle loro esportazioni di merci verso i paesi industriali (tabella di pagina 51). Esiste molta incertezza in merito alla posizione corrente dell'*Unione Sovietica*, ma sembra che questa si sia deteriorata considerevolmente nel 1989. Le importazioni di beni di consumo dai paesi occidentali sono aumentate, mentre gli introiti in moneta forte delle esportazioni petrolifere sembrano essere rimasti sostanzialmente invariati, in quanto la flessione nel volume delle esportazioni sovietiche di greggio verso l'Occidente ha controbilanciato l'effetto dell'aumento di prezzo. L'attivo commerciale della *Polonia* si è contratto da circa \$ 1 miliardo nel 1988 a \$ 250 milioni nel 1989: il valore espresso in dollari delle importazioni in moneta convertibile è aumentato approssimativamente del 16%, mentre quello delle esportazioni soltanto del 4%. Tuttavia, questo deterioramento si è verificato in gran parte nei primi tre trimestri dell'anno, prima dell'adozione delle riforme dell'ottobre 1989. Si stima che da allora le esportazioni in moneta forte siano sensibilmente aumentate, mentre le importazioni si sarebbero fortemente contratte per effetto della drastica compressione della domanda interna. Il disavanzo corrente (compresi i pagamenti in conto interessi) è ammontato a \$ 1,8 miliardi (circa il 3% del PIL). Tuttavia, escludendo gli arretrati e gli abbuoni sui pagamenti in conto interessi (che sono comunque aumentati di \$ 2,4 miliardi), si è avuta un'eccedenza di circa

L'attivo della
Corea del Sud
diminuisce ...

... mentre
aumenta quello
delle altre NIEs
dell'Asia

Maggiori disa-
vanzi in Europa
orientale ...

\$0,6 miliardi. L'Ungheria ha parimenti registrato un forte incremento delle importazioni, nonostante la flessione della domanda interna nel 1989. Anche la bilancia del turismo è diventata fortemente deficitaria, in quanto i cittadini ungheresi hanno approfittato della maggiore libertà di recarsi all'estero. Per effetto dei crescenti tassi d'interesse e del debito estero accumulato, sono ulteriormente aumentati i pagamenti netti in conto interessi all'estero. Le esportazioni della Cecoslovacchia sono sostanzialmente aumentate nel 1989, per lo più perché alle imprese è stato consentito di trattenere una parte dei loro proventi in valuta: il disavanzo di parte corrente pare essersi quindi stabilizzato.

... e precarietà
della posizione
esterna di fondo

La posizione esterna di fondo della maggior parte dei paesi dell'Europa orientale è probabilmente ancora più precaria di quanto non suggerisca l'entità del loro disavanzo corrente per il 1989. Tradizionalmente una quota significativa dell'interscambio di questi paesi assumeva la forma di un baratto bilaterale, nel cui ambito l'Unione Sovietica scambiava materie prime (in particolare fonti di energia) contro manufatti dell'Europa orientale. Le condizioni a cui, secondo gli accordi stipulati, i paesi dell'Europa orientale potevano importare materie prime erano molto più favorevoli di quelle vigenti sui mercati mondiali. Inoltre, era garantito uno sbocco alle esportazioni di manufatti di tali paesi. Questo sistema di baratto bilaterale è attualmente soggetto a revisione, ed è probabile che le riforme comportino il passaggio a uno schema di regolamento in valute convertibili e l'abbandono delle procedure di commercio preferenziali. Benché siffatti mutamenti siano chiaramente coerenti con le nuove politiche economiche orientate al mercato, in corso di adozione, è probabile che nel breve periodo i costi in termini di bilancia dei pagamenti per i paesi dell'Europa orientale (ad eccezione dell'Unione Sovietica) siano onerosi.

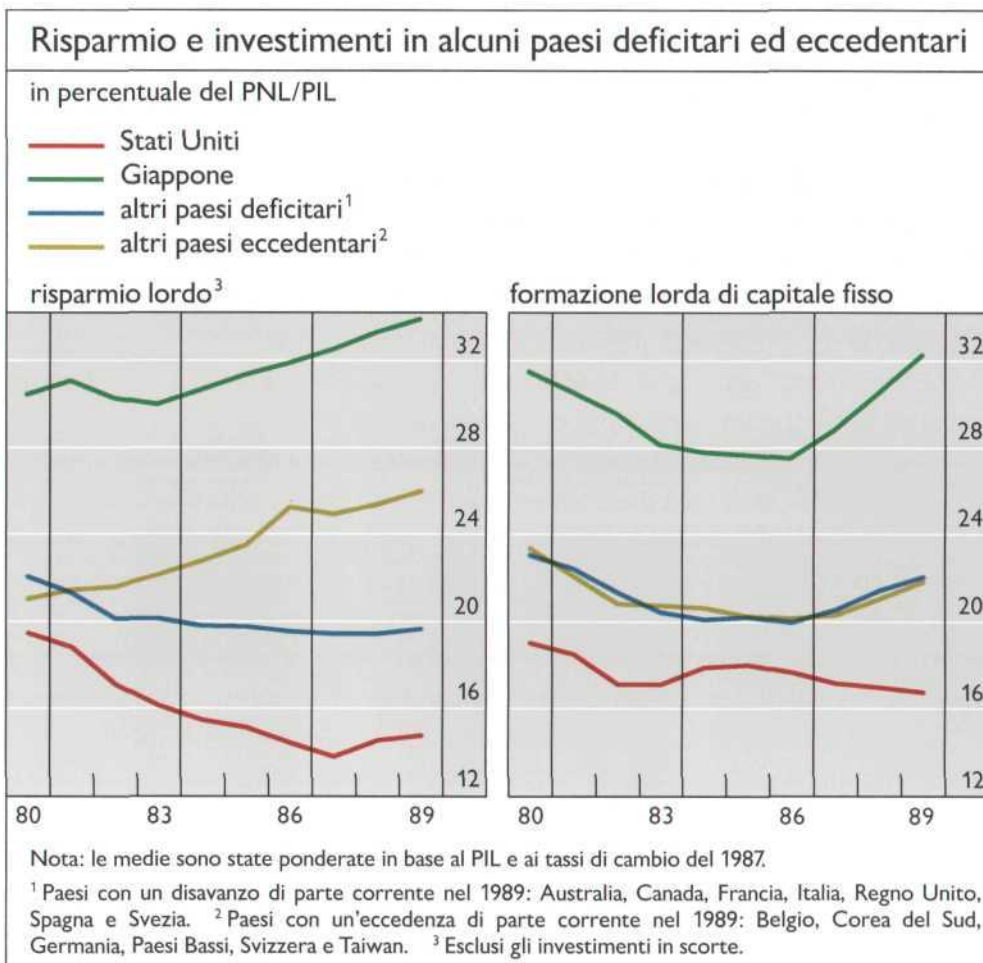
Squilibri internazionali, risparmio e investimenti

Al fine di inquadrare i persistenti squilibri internazionali in una prospettiva di più lungo periodo, è interessante esaminare – specie alla luce della più bassa propensione globale al risparmio osservata negli anni ottanta – in che modo questi squilibri abbiano rispecchiato una diversa dinamica del risparmio e degli investimenti nei paesi eccedentari e deficitari.

Si è ridotto
il risparmio
complessivo nei
paesi deficitari...

Per l'insieme degli anni ottanta, la quota del risparmio lordo sul PNL (vedasi il grafico seguente) è aumentata di circa 4–5 punti percentuali in Giappone e in altri paesi in avanzo, mentre è diminuita negli Stati Uniti e in altri paesi deficitari. La flessione del risparmio negli Stati Uniti è stata particolarmente marcata. Sia nei paesi eccedentari che in quelli in disavanzo, la quota degli investimenti è andata calando fino alla metà del decennio, per poi risalire fortemente, con la sola importante eccezione degli Stati Uniti.

Il ruolo svolto dalla maggiore attività d'investimento nell'aggravare i disavanzi di parte corrente in alcuni paesi industriali è stato oggetto di ampio dibattito. È senza dubbio vero che, in molti casi, l'ampliamento dei disavanzi negli ultimi due-tre anni è derivato più da un incremento del rapporto investimenti fissi/PNL che da una flessione del saggio di risparmio. Tuttavia, la quota degli investimenti è aumentata più rapidamente nei paesi eccedentari che in quelli deficitari, ed è stata finanziata dal risparmio interno. In effetti, nei paesi in



avanzo la quota del risparmio sul PNL è cresciuta in misura tale da consentire loro di finanziare sia il *boom* degli investimenti interni che un sensibile incremento delle attività nette sull'estero: in questi paesi l'attivo corrente si è attestato in media sul 4,5% del PNL dal 1986. Per contro, nei paesi deficitari la quota del risparmio si è semplicemente stabilizzata a un livello piuttosto basso, dopo essere diminuita per gran parte del decennio. In questo senso, è la differente dinamica del risparmio che spiega l'ampliamento degli squilibri.

D'altra parte, la riduzione degli squilibri negli Stati Uniti e nel Giappone nel corso degli ultimi due-tre anni è imputabile piuttosto alla diversa evoluzione degli investimenti. Da un lato, in Giappone la flessione del *surplus* si è accompagnata a un incremento nella quota degli investimenti sul PNL (di oltre 4,5 punti percentuali dal 1986), superiore a quello del saggio di risparmio (vedasi il grafico precedente). Nel processo di aggiustamento, quindi, il Giappone è riuscito a incrementare ulteriormente il già elevato saggio di risparmio, investendo in pari tempo più in attività interne e meno in attività estere. D'altro lato, il processo di aggiustamento negli Stati Uniti è stato frenato da una crescita solo modesta del saggio di risparmio interno, che resta ben al disotto dei pur depressi livelli registrati in precedenza nel corso del decennio. Nel contempo, la minor quota della spesa per investimenti sul PNL ha rispecchiato una flessione dei prezzi relativi dei beni d'investimento – imputabile soprattutto a un calo di prezzo dei *computers*; in effetti, a prezzi costanti la quota degli investimenti è aumentata.

... mentre la quota degli investimenti è aumentata maggiormente nei paesi eccedentari

Risparmio e investimenti sono fortemente aumentati in Giappone ...

... ma non negli Stati Uniti

Tendenze dei movimenti di capitali

Crescente
mobilità
dei capitali

Lo scorso anno diversi paesi hanno preso ulteriori provvedimenti per liberalizzare i movimenti internazionali di capitali. I residenti privati di tutti i paesi industriali maggiori e di gran parte di quelli minori godono ora della quasi totale libertà di acquisire attività estere; la principale eccezione è costituita dagli investimenti all'estero delle istituzioni finanziarie non bancarie, che in diversi paesi rimangono sottoposti a restrizioni. In effetti, una delle caratteristiche di maggior rilievo dell'economia internazionale negli ultimi anni è il forte aumento della mobilità internazionale dei capitali: nel 1989, i movimenti di capitali sono aumentati a ritmo particolarmente sostenuto. In quest'anno non soltanto si sono notevolmente intensificati i flussi di investimenti diretti (proseguendo così una tendenza manifestatasi sin dal 1985), ma anche il volume degli investimenti di portafoglio è fortemente salito con il venir meno delle incertezze provocate dal crollo borsistico dell'ottobre 1987, che aveva temporaneamente frenato la crescita delle transazioni internazionali in titoli. I deflussi e gli afflussi di investimenti diretti e di portafoglio per i tredici maggiori paesi industriali dal 1975 ad oggi sono illustrati nella tabella di pagina 87.

Fattori all'origine
del sostenuto
andamento
degli investimenti
diretti esteri

Nel corso del 1989 i flussi di investimenti diretti all'estero hanno continuato a crescere fortemente: si stima che gli afflussi aggregati per i paesi elencati nella tabella si siano accresciuti di circa \$ 17 miliardi. Dalla prima metà degli anni ottanta, gli afflussi e i deflussi si sono quasi quadruplicati. Tuttavia, i deflussi rilevati hanno sistematicamente superato gli afflussi, in parte per effetto di trasferimenti netti di risorse verso paesi non compresi nella tabella stessa. Una causa più rilevante di questa discrepanza risiede tuttavia nell'uso, da parte dei paesi dichiaranti, di definizioni e metodologie contabili differenti. Due importanti aree in cui le convenzioni differiscono sono il trattamento degli utili reinvestiti e la soglia al di là della quale le acquisizioni di titoli azionari sono considerate come investimento diretto e non di portafoglio. Ciò nonostante, le tendenze generali degli investimenti diretti emergono sia dai flussi in entrata che da quelli in uscita.

I flussi di investimenti diretti esteri sembrano essere fortemente pro-ciclici, in quanto variano, in misura più che proporzionale, nello stesso senso dell'attività economica. Quindi, il forte aumento dalla metà degli anni ottanta può essere in parte attribuito alla ripresa da una recessione economica che aveva depresso l'attività d'investimento diretto all'estero. In secondo luogo, un'ondata di fusioni e acquisizioni internazionali di società ha incrementato questi flussi. In terzo luogo, le sensibili variazioni dei cambi reali, verso la metà degli anni ottanta, hanno indotto diverse imprese a rilocalizzare la produzione in aree a costi di manodopera inferiori. Il timore del protezionismo ha inoltre spinto le imprese esportatrici a creare nuove unità produttive nei mercati di esportazione. Un quarto fattore è costituito dal fortissimo aumento, a livello internazionale, dei prezzi delle proprietà immobiliari (di cui si è trattato nel Capitolo IV), che ha accresciuto il valore degli investimenti diretti in immobili. Il rapido rialzo dei prezzi immobiliari in alcuni paesi (segnatamente Giappone e Regno Unito) potrebbe quindi aver generato deflussi di capitali verso i paesi in cui si riteneva che le proprietà immobiliari fossero relativamente "sottovalutate".

Lo scorso anno il cambiamento più significativo negli afflussi di investimenti

diretti esteri è consistito nel forte incremento degli investimenti nei paesi della Comunità europea: gli afflussi complessivi nei paesi riportati nella tabella di pagina 87 sono ammontati a \$ 63 miliardi, a fronte di \$ 47 miliardi nel 1988. La prospettiva di un ampio mercato unico europeo è stata probabilmente la causa principale di questa evoluzione. Tuttavia, gli afflussi non si sono ripartiti in modo uniforme fra paesi comunitari. Gli investimenti diretti esteri in Germania sono ammontati a circa \$ 6 miliardi, mentre nel Regno Unito hanno totalizzato \$ 26 miliardi e in Spagna hanno superato \$ 5 miliardi. Probabilmente gran parte dell'attrattiva del Regno Unito è costituita dal clima di mercato relativamente favorevole agli investitori esteri e da un atteggiamento permissivo nei confronti delle acquisizioni di controllo. Gli afflussi di capitali in Spagna sono invece riconducibili ai costi salariali relativamente bassi, a ampi incentivi fiscali e a un vasto mercato interno.

Diversamente che in Europa, negli altri paesi industriali gli investimenti diretti sono diminuiti (Canada) o sono rimasti sostanzialmente invariati (Stati Uniti e Australia). Il Giappone, paese in cui gli investimenti diretti dall'estero sono tipicamente molto modesti, ha registrato un disinvestimento netto. Infine, gli Stati Uniti concorrono tuttora per quasi la metà al totale degli afflussi nei paesi industriali.

Con deflussi complessivi per investimenti diretti saliti a \$ 175 miliardi, il Giappone si è sostituito al Regno Unito quale principale fornitore di capitali, investendo all'estero circa \$ 44 miliardi. Recentemente, circa la metà degli investimenti diretti all'estero è stata effettuata negli Stati Uniti.

La forte espansione dell'attività economica e le prospettive di una crescita più rapida in altri paesi che negli Stati Uniti hanno condotto nel 1989 a maggiori reinvestimenti all'estero degli utili delle affiliate statunitensi. Inoltre, le acquisizioni americane di società estere sono considerevolmente aumentate.

Il volume delle operazioni internazionali in titoli ha continuato a espandersi fortemente nel 1989. I flussi aggregati di investimenti di portafoglio – da e verso l'estero – sono ammontati a circa \$ 270 miliardi, rispetto a meno di \$ 20 miliardi verso la fine degli anni settanta. Questa tendenza, manifestatasi alla metà degli anni ottanta, è ascrivibile in gran parte agli accresciuti investimenti istituzionali in titoli esteri. I fondi investiti sui mercati internazionali provengono in ampia misura da istituzioni finanziarie non bancarie, compagnie di assicurazione, fondi-pensione e fondi comuni d'investimento. La liberalizzazione dei mercati finanziari e, in taluni casi, gli incentivi ufficiali alla ricerca di soluzioni pensionistiche alternative hanno determinato un forte incremento dei mezzi a disposizione degli investitori istituzionali. Peraltro, non tutti i paesi consentono alle istituzioni nazionali di investire liberamente in titoli esteri, e tali differenze nelle normative ufficiali hanno influenzato la struttura dei movimenti di capitali.

L'interesse delle istituzioni finanziarie giapponesi per i titoli esteri è una delle cause principali del ruolo preponderante del Giappone nei flussi di investimenti di portafoglio. Dalla metà degli anni ottanta, il graduale allentamento delle restrizioni sugli investimenti delle istituzioni giapponesi ha consentito un notevole accumulo di attività estere. Benché dal 1987 le disponibilità in titoli esteri delle compagnie giapponesi di assicurazione sulla vita siano rimaste intorno al 30–35% del loro patrimonio totale in titoli – facendo ritenere che si sia conclusa la fase di radicale diversificazione a favore delle attività

Aumento degli investimenti diretti nella Comunità europea

Il Giappone registra il più alto livello di investimenti diretti all'estero

Flussi crescenti di investimenti di portafoglio e ruolo delle istituzioni finanziarie...

... in Giappone ...

Movimenti di capitali in tredici paesi industriali							
Voci	1975-79	1980-84	1985-89	1986	1987	1988	1989
	in miliardi di dollari USA, medie annue						
Investimenti di portafoglio							
Totale deflussi ¹	17,6	46,9	177,5	180,3	122,8	194,6	269,2
Stati Uniti	5,8	5,7	9,5	4,3	5,3	7,8	22,5
Giappone	2,6	13,8	90,0	102,0	87,7	86,9	113,3
Germania	1,5	4,3	20,5	9,7	13,7	41,5	26,4
Regno Unito	0,8	10,9	26,3	34,0	-6,7	17,8	61,5
Altri ²	6,9	12,2	31,2	30,3	22,8	40,6	45,6
Totale afflussi ³	19,8	57,7	165,6	164,4	99,7	147,5	271,2
Stati Uniti ⁴	4,6	16,7	59,4	74,8	34,5	46,6	69,7
Giappone	3,0	11,9	23,3	0,5	-6,1	20,3	85,1
Germania ⁵	2,0	9,1	15,0	31,7	11,1	-2,3	22,2
Regno Unito	1,7	1,6	17,7	13,7	23,0	20,8	19,5
Altri ²	8,5	18,4	50,2	43,7	37,2	62,1	74,7
Investimenti diretti							
Totale deflussi ¹	34,0	39,5	117,3	83,6	124,2	151,3	174,5
Stati Uniti ⁶	15,9	9,6	21,8	17,7	28,0	17,7	32,6
Giappone	2,1	4,3	23,7	14,5	19,5	34,2	44,1
Germania	3,0	3,6	9,8	10,0	9,1	11,3	13,5
Regno Unito	6,2	9,4	25,6	17,2	31,1	37,1	31,7
Altri ²	6,8	12,6	36,4	24,2	36,5	51,0	52,6
Totale afflussi ³	18,3	34,3	87,4	60,4	91,2	116,3	133,6
Stati Uniti ⁶	6,1	18,3	44,2	36,1	47,3	57,6	59,5
Giappone	0,1	0,3	0,1	0,2	1,2	-0,5	-1,1
Germania	1,3	0,8	2,2	1,1	1,9	1,3	6,0
Regno Unito	4,2	5,3	13,7	7,2	14,1	16,0	26,2
Altri ²	6,6	9,6	27,2	15,9	26,7	41,9	43,0
Per memoria: afflussi di investimenti diretti nella Comunità europea ⁷	10,5	13,2	37,8	17,0	34,1	47,3	63,2

¹ Incremento nella posizione patrimoniale dei residenti. ² Altri paesi del Gruppo dei Dieci più Spagna e Australia. ³ Incremento nella posizione patrimoniale dei non residenti. ⁴ Compresi i titoli del Tesoro USA. ⁵ Compresi i titoli emessi da mutuatari ufficiali interni. ⁶ Al netto degli effetti di cambio. ⁷ UE, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito e Spagna.

Fonti: statistiche nazionali; FMI, Balance of Payments Statistics e World Economic Outlook.

estere – la rapida espansione delle attività complessive (aumentate del 20% lo scorso anno) continua a sostenere una forte domanda di titoli esteri. Negli ultimi cinque anni, le acquisizioni giapponesi di questi titoli hanno raggiunto una media annua di \$ 90 miliardi, circa la metà del totale dei deflussi identificati (vedi tabella precedente).

Anche gli ingenti deflussi dal Regno Unito rispecchiano una forte domanda istituzionale di attività finanziarie estere: le acquisizioni nette di tali attività da

... e nel Regno Unito...

parte di fondi-pensione, società di assicurazione e fondi comuni d'investimento si sono fortemente accresciute negli ultimi anni, raggiungendo \$ 28 miliardi circa nel 1989. Come nel caso del Giappone, i fondi che queste istituzioni possono investire si stanno espandendo rapidamente.

Per converso, i deflussi per investimenti di portafoglio dalla *Germania* e dagli *Stati Uniti*, pur essendo aumentati sensibilmente negli ultimi anni, sono rimasti relativamente modesti, considerate le dimensioni di queste due economie. In *Germania*, l'organizzazione di un sistema di fondi-pensione a livello di impresa (in cui le attività sono spesso detenute all'interno della società, e non collocate sui mercati finanziari aperti) e le restrizioni all'investimento estero delle società di assicurazione hanno limitato gli investimenti di portafoglio all'estero delle istituzioni. Anche negli *Stati Uniti* l'investimento istituzionale in attività finanziarie estere è rimasto contenuto.

Il Giappone ha assunto una posizione preminente anche come paese di destinazione degli investimenti di portafoglio. Paradossalmente, a ciò ha contribuito il mantenimento di alcune restrizioni ufficiali sul mercato interno dei capitali. Il forte incremento degli afflussi di fondi in Giappone nel corso degli ultimi due anni (e in particolare nel 1989) ha rispecchiato il considerevole aumento delle obbligazioni emesse all'estero da società giapponesi. Le emissioni nette di obbligazioni estere, che prima del 1985 erano inferiori a \$ 8 miliardi su base annua, sono rapidamente aumentate negli ultimi anni, raggiungendo \$ 35 miliardi nel 1988 e \$ 75 miliardi lo scorso anno. Una quota significativa di tali emissioni ha assunto la forma di obbligazioni collegate ad azioni, denominate in valuta estera, che non potevano essere emesse a Tokyo. In genere i *warrants* azionari sono stati staccati dalle obbligazioni subito dopo l'emissione; in parte i *warrants* e i titoli privi di opzione sono stati quindi venduti separatamente a residenti giapponesi, dando così luogo a deflussi di capitali (acquisti di azioni e obbligazioni estere da parte di residenti giapponesi). Anche a causa del fatto che il valore dei *warrants* è fortemente aumentato parallelamente all'ascesa dei corsi azionari, questi deflussi di capitali hanno in parte compensato gli afflussi contabilizzati all'emissione.

In conclusione, un'implicazione importante della maggiore mobilità internazionale dei capitali negli anni ottanta sta nel fatto che i flussi di fondi (diversi dai finanziamenti ufficiali) sono stati spesso determinati da alcuni fattori di base, che hanno consentito movimenti netti di capitali nella stessa direzione per molti anni. Di conseguenza, gli squilibri di parte corrente sono stati più persistenti che nei decenni precedenti, quando i disavanzi provocavano spesso massicci deflussi di capitali a breve, intensificando le pressioni per ridurre gli squilibri. Anche lo scorso anno, la facilità con cui sono stati finanziati i disavanzi correnti (e, per converso, riciclate le eccedenze) si è manifestata con grande chiarezza.

Il finanziamento degli squilibri di parte corrente nei paesi industriali

Nel 1989, in effetti, gli afflussi non ufficiali sono stati più che sufficienti a finanziare gli ampi disavanzi di parte corrente negli *Stati Uniti*, in *Italia* e *Spagna*. Fra i maggiori paesi deficitari, soltanto il *Regno Unito* ha accusato un sensibile calo delle riserve. Analogamente, i deflussi di capitali non ufficiali hanno più che riassorbito le eccedenze di *Giappone* e *Germania*, cosicché le attività

... in contrasto con quello da esse svolto in *Germania* e negli *Stati Uniti*

Forti emissioni di prestiti all'estero da parte di imprese giapponesi

Facilità di finanziamento degli squilibri di parte corrente

monetarie ufficiali si sono sensibilmente contratte in entrambi i paesi (tabella di pagina 90). Gli interventi sui mercati dei cambi sono stati talvolta massicci e il Giappone, maggiore paese eccedentario, ha dovuto far fronte a pressioni al ribasso sulla propria moneta eccezionalmente forti e persistenti. Nel Capitolo VII si esaminerà in modo più approfondito l'andamento degli interventi nel corso dell'anno.

Aumento senza precedenti delle riserve degli Stati Uniti

Nel 1989, la posizione netta in riserve ufficiali degli *Stati Uniti* è migliorata nel complesso di circa \$ 18 miliardi, dopo tre anni di calo. Un nuovo aspetto è costituito dall'entità delle acquisizioni statunitensi di riserve in valuta estera. A causa della posizione del dollaro quale moneta di riserva, le disponibilità ufficiali USA in valuta sono state in genere relativamente modeste, ammontando a \$ 17,4 miliardi a fine 1988. Ma nel corso del 1989 esse sono aumentate di oltre \$ 25 miliardi, superando nettamente l'incremento delle attività ufficiali estere detenute negli Stati Uniti (\$ 7,4 miliardi). Anche la configurazione dei flussi non ufficiali è fortemente mutata nel 1989. Gli investimenti netti di portafoglio negli Stati Uniti hanno rappresentato quasi la metà del totale degli afflussi privati netti; inoltre, la discrepanza statistica, che lo scorso anno è salita a \$ 35 miliardi, potrebbe essere dovuta ad afflussi non identificati dall'euromercato. Secondo le statistiche della BRI sul credito bancario (si veda il Capitolo V), la raccolta netta di capitali bancari da parte di residenti non bancari USA è ammontata, nel 1989, a \$ 50 miliardi. Per contro, sono sensibilmente diminuiti gli afflussi netti per investimenti diretti.

Diminuiscono le riserve giapponesi ...

In *Giappone*, le attività nette ufficiali sono diminuite nel 1989 di circa \$ 25 miliardi. Il cambiamento nella composizione dei movimenti di capitali non ufficiali è stato l'opposto di quello prodottosi negli Stati Uniti, in quanto i deflussi netti per investimenti diretti sono divenuti più rilevanti, e quelli per investimenti di portafoglio meno importanti. Tuttavia, l'emergere di un'ampia discrepanza statistica nei dati della bilancia dei pagamenti impone una certa cautela nel trarre conclusioni.

... e si deteriora la posizione ufficiale netta della Germania

Il declino della posizione monetaria ufficiale netta della *Germania* ha preso la forma di una crescita delle passività verso autorità monetarie estere. Le riserve vere e proprie hanno registrato un lieve aumento, dopo il forte calo del 1988. In netto contrasto con il Giappone, i flussi di capitali a lungo termine hanno compensato solo in piccola parte l'eccedenza corrente: nel 1989 gli investimenti netti diretti e di portafoglio all'estero sono ammontati infatti a meno di \$ 12 miliardi. I deflussi a breve per il tramite del sistema bancario hanno costituito invece il principale canale di finanziamento.

Diminuzione delle riserve nel Regno Unito ...

Mentre nelle tre maggiori economie gli investimenti netti diretti e di portafoglio hanno contribuito a controbilanciare gli squilibri di parte corrente, il *Regno Unito* ha dovuto affrontare un ampio disavanzo corrente e cospicui deflussi per investimenti diretti e di portafoglio. Benché le statistiche di bilancia dei pagamenti possano sopravvalutare l'entità dei deflussi netti di portafoglio (l'ampia discrepanza statistica cela probabilmente ingenti acquisizioni non notificate di titoli britannici da parte di non residenti), non vi sono dubbi circa la direzione dei movimenti di capitali. Il disavanzo corrente e gli investimenti diretti e di portafoglio all'estero sono stati essenzialmente finanziati da consistenti afflussi di fondi per il tramite di banche britanniche. Nei primi tre trimestri dell'anno, gli afflussi

bancari denominati in sterline sono ammontati a oltre \$20 miliardi in ragione annua, in quanto il progressivo rialzo dei tassi d'interesse a breve ha attratto cospicui fondi confluire in depositi in sterline. Questi afflussi si sono quasi esauriti nel quarto trimestre, quando è calata la fiducia nella sterlina e i pur elevati tassi di interesse non sono riusciti a impedire una consistente perdita di riserve.

Diversamente dal Regno Unito, svariati altri paesi con crescenti disavanzi correnti hanno registrato una consistente crescita delle riserve. Gli afflussi di capitali in paesi con tassi d'inflazione e d'interesse superiori alla media hanno determinato una spinta al rialzo sul cambio, cui le autorità si sono opposte con

... e incremento
in altri paesi
deficitari

Finanziamento dei maggiori squilibri di parte corrente nei paesi industriali				
Voci	1986	1987	1988	1989
	in miliardi di dollari USA			
Stati Uniti				
Movimenti di capitali	110,1	103,3	88,9	121,7
di cui: investimenti diretti ¹	18,4	19,3	39,9	26,9
investimenti di portafoglio ²	70,5	29,2	38,7	47,1
banche (diversi dai precedenti)	19,8	46,9	14,3	10,8
discrepanza statistica	11,3	1,9	-10,6	34,9
Variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta ³	33,8	56,9	36,6	-18,0
Giappone				
Movimenti di capitali	- 72,1	-44,7	-64,1	-81,9
di cui: investimenti diretti	- 14,3	-18,4	-34,7	-45,2
investimenti di portafoglio	-101,4	-93,8	-66,6	-28,1
banche (diversi dai precedenti)	58,5	71,8	44,5	8,6
discrepanza statistica	2,5	- 3,9	2,8	-22,0
Variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta ³	- 13,7	-42,3	-15,5	24,7
Germania				
Movimenti di capitali	- 37,0	-22,6	-69,6	-65,5
di cui: investimenti diretti	- 8,9	- 7,2	-10,0	- 7,5
investimenti di portafoglio ⁴	22,0	- 2,6	-43,8	- 4,2
banche, a breve	- 27,9	- 3,9	-10,3	-30,3
altri fondi privati, a breve	- 25,1	- 5,5	-12,8	-23,5
Variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta ³	- 3,1	-23,4	19,2	10,0
Regno Unito				
Movimenti di capitali	4,4	20,5	27,7	23,7
di cui: investimenti diretti	- 10,0	-17,0	-21,1	- 5,5
investimenti di portafoglio	- 20,3	29,7	3,0	-42,0
banche (diversi dai precedenti)	15,0	- 1,1	22,8	21,6
discrepanza statistica	14,9	12,5	17,9	26,6
Variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta ³	- 4,3	-13,1	- 1,0	10,4
Nota: la bilancia dei movimenti di capitali comprende la discrepanza statistica, trascurabile per la Germania per tutti gli anni considerati.				
¹ Al netto degli effetti di cambio. ² Compresi i titoli del Tesoro USA. ³ La posizione monetaria ufficiale netta è rappresentata dalle riserve in oro e valute estere meno le passività verso autorità monetarie estere, esclusi gli aggiustamenti di cambio. Il segno (-) indica un aumento delle attività ufficiali. ⁴ Compresi i titoli emessi da mutuatari interni ufficiali.				

interventi su vasta scala. Sia in *Italia* sia in *Spagna*, le riserve ufficiali hanno subito forti aumenti (rispettivamente di \$ 11 e 5 miliardi), in quanto i disavanzi correnti, dell'ordine di \$ 11 miliardi, sono stati più che compensati da acquisizioni estere di titoli di Stato ad elevato rendimento e, nel caso della Spagna, da ingenti investimenti diretti dall'estero.

Andamento delle partite correnti nei paesi in via di sviluppo

Si amplia l'eccedenza commerciale dei PVS, ma aumenta il loro passivo per redditi di capitale

Il disavanzo aggregato delle partite correnti per l'insieme dei paesi in via di sviluppo, escluse le NIEs dell'Asia, è sceso da \$ 50 miliardi nel 1988 a \$ 42,5 miliardi nel 1989 (tabella di pagina 92). In quest'anno il miglioramento del saldo commerciale è stato assai più consistente, in quanto l'attivo dell'interscambio mercantile è aumentato di \$ 13 miliardi, portandosi a circa \$ 23 miliardi, mentre si è ampliato il disavanzo delle partite invisibili, soprattutto a causa di un aumento di \$ 8 miliardi dei pagamenti dovuti in conto interessi. L'importo di questi ultimi, ammontanti a poco più di \$ 82 miliardi, ha implicato un aumento del tasso effettivo d'interesse sul debito in essere, da poco oltre il 7% nel 1988 all'8% nel 1989. Questa maggiorazione ha rispecchiato in larga parte l'aumento medio subito dai tassi d'interesse internazionali lo scorso anno, ma può essere anche ricollegata allo scadere nel 1989 di moratorie per la corresponsione degli interessi, concordate nel quadro delle ampie operazioni di ristrutturazione del debito negli ultimi anni. Nondimeno gli interessi effettivamente corrisposti nel 1989 sono stati inferiori a quelli dovuti, con un'ulteriore accumulazione degli arretrati, stimabili attorno a \$ 14 miliardi, vale a dire il 18% del totale degli interessi dovuti.

Anche lo scorso anno le differenze strutturali si sono rispecchiate in andamenti delle bilance dei pagamenti correnti notevolmente diversi a seconda dei vari gruppi di PVS. I paesi principalmente dipendenti dalle esportazioni di fonti di energia hanno migliorato in misura assai cospicua la loro posizione di parte corrente, annullando quasi per intero il deterioramento subito nel 1988. In realtà il miglioramento conseguito da questo gruppo è stato superiore a quello conseguito dall'insieme dei PVS, giacché i paesi esportatori di materie prime non energetiche e di manufatti hanno visto ampliarsi di \$ 9 miliardi nel 1989 il loro disavanzo di parte corrente, che si era stabilizzato l'anno precedente.

I paesi esportatori di fonti di energia hanno ampliato la loro eccedenza commerciale...

Le favorevoli condizioni esterne hanno consentito ai paesi esportatori di fonti di energia di accrescere di quasi \$ 20 miliardi l'attivo commerciale, che è passato a \$ 50 miliardi nel 1989. Come esaminato nel precedente paragrafo sul commercio mondiale, i prezzi in dollari del petrolio sono aumentati di oltre il 20% e la domanda di greggio nei paesi industriali e in alcuni PVS ha continuato a salire rapidamente. I proventi delle esportazioni hanno quindi beneficiato di favorevoli andamenti sia in termini di prezzo che di volume (tabella di pagina 93). Nondimeno, in presenza di un'attività economica interna relativamente sostenuta, anche le quantità importate hanno segnato un significativo incremento, specie se raffrontate all'andamento decisamente calante che si era riscontrato per gran parte degli anni ottanta.

Nel 1989 nei paesi non esportatori di fonti di energia il saldo negativo dell'interscambio a livello aggregato è aumentato di \$ 6 miliardi, portandosi a

Saldi delle bilance dei pagamenti correnti per gruppi di paesi									
Gruppi di paesi	Saldo delle partite correnti			di cui:					
				saldo commerciale			saldo dei redditi di capitale		
	1987	1988	1989	1987	1988	1989	1987	1988	1989
in miliardi di dollari USA									
Paesi industriali	-36,4	-45,9	-80,0	-28,1	-7,9	-36,3	7,8	-10,6	-14,7
Paesi dell'Europa orientale ¹	5,0	3,4	-3,5	..	..	..	-6,4	-7,3	-8,2
NIEs dell'Asia	31,4	28,9	23,5	25,1	21,8	18,8	1,4	4,0	5,5
Paesi in via di sviluppo ²	-33,2	-49,8	-42,7	23,6	10,1	23,2	-32,1	-36,1	-41,7
Esportatori di fonti di energia ³	-3,7	-20,4	-4,5	48,1	30,9	50,0	1,7	1,5	-0,9
Non esportatori di fonti di energia	-29,5	-29,4	-38,2	-24,5	-20,8	-26,8	-33,8	-37,6	-40,8
Esportatori di manufatti ³	-9,5	-10,0	-14,0	-2,5	-0,6	-4,4	-14,1	-15,7	-16,6
Esportatori di materie prime ³	-15,7	-14,0	-14,2	-1,9	0,9	2,3	-13,0	-14,4	-16,1
Altri	-4,3	-5,4	-10,0	-20,1	-21,1	-24,7	-6,7	-7,5	-8,1
Totale ⁴	-33,2	-63,4	-102,7	..	..	..	-29,3	-50,0	-59,1
Per memoria:									
paesi fortemente indebitati	-9,1	-9,0	-10,7	27,1	31,3	34,0	-32,5	-35,4	-39,5

¹ Saldi in valute convertibili di Bulgaria, Cecoslovacchia, Polonia, Repubblica democratica tedesca, Romania, Ungheria e URSS.
² Escluse le NIEs dell'Asia. ³ Paesi le cui esportazioni di fonti di energia, manufatti e materie prime nel 1985-87 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; stime BRI.

quasi \$ 27 miliardi. Tale risultato rispecchia principalmente un leggero deterioramento delle ragioni di scambio per il gruppo nel suo insieme, con perdite particolarmente pronunciate per i produttori di talune materie prime (in particolare caffè, cacao, nichel e rame), i cui prezzi hanno subito forti flessioni a causa di un eccesso di offerta sui mercati mondiali (talvolta dovuto al fallimento di accordi sul sostegno dei prezzi). D'altra parte, gli andamenti in termini di volume non sono serviti appieno a compensare il peggioramento nelle ragioni di scambio.

La dinamica delle esportazioni dei paesi non esportatori di fonti di energia – alquanto sostenuta nel 1987 e nel 1988 – ha dato segni di indebolimento. Per la prima volta dal 1986, la crescita delle esportazioni reali, scesa dal 9,5% nel 1988 ad appena il 7,5% lo scorso anno, è stata inferiore a quella della domanda aggregata di importazioni sui principali mercati di queste ultime nei paesi industriali. Gli andamenti presentano tuttavia notevoli differenze tra i singoli paesi. Hanno ottenuto risultati particolarmente deludenti Argentina, Brasile, Cile e Filippine, paesi che hanno registrato una crescita irrilevante delle esportazioni, mentre altri, come Thailandia e Malaysia, hanno mantenuto un ritmo sostenuto di aumento delle esportazioni.

In aggiunta, la crescita delle importazioni in volume è stata molto più rapida di quella del PIL, comportando un ulteriore aumento del rapporto incrementale fra questi due aggregati. Tale rapporto, che per la maggior parte degli anni ottanta era stato molto basso, se non addirittura negativo, ha raggiunto quasi il valore 2, il più alto da molti anni. I valori medi celano tuttavia marcate

... mentre altri gruppi di paesi hanno subito un deterioramento

Più debole dinamica delle esportazioni dei paesi non esportatori di fonti di energia...

differenze tra i paesi. Per effetto di una rapida crescita del PIL, nonché in alcuni casi di un progressivo spostamento verso politiche maggiormente orientate alla domanda interna, il volume delle importazioni in molti paesi asiatici non esportatori di fonti di energia è aumentato di oltre il 10%. Tassi persino superiori al 15% sono stati registrati da alcuni paesi dell'America Latina, come Brasile, Cile e Messico. Per contro, una netta flessione della domanda di importazioni è riscontrabile per Argentina, Perù e Venezuela, mentre ha ristagnato la crescita delle importazioni dei produttori di materie prime dell'Africa, dove l'attività economica è rimasta depressa.

L'attivo commerciale aggregato del gruppo di paesi fortemente indebitati si è accresciuto di quasi \$ 3 miliardi nel 1989: tuttavia, dato un indebitamento

Indicatori del commercio estero per gruppi di PVS					
Gruppi di paesi	Periodi	PIL	Importazioni reali	Esportazioni reali	Ragioni di scambio
variazioni medie annue in percentuale					
Insieme dei PVS*	1982-85	3,6	- 3,7	-0,8	- 1,9
	1986-87	3,6	- 6,0	6,7	-10,8
	1988	4,1	8,5	11,0	- 7,1
	1989	2,8	6,1	7,4	3,2
Paesi esportatori di fonti di energia	1982-85	1,5	- 8,3	-6,1	- 3,5
	1986-87	0,7	-13,7	7,6	-23,3
	1988	1,8	6,5	12,8	-18,6
	1989	1,7	6,0	7,2	9,3
Paesi non esportatori di fonti di energia	1982-85	4,6	0,2	3,6	- 0,6
	1986-87	5,2	0,6	5,9	- 0,3
	1988	5,3	8,5	9,5	2,7
	1989	3,1	6,1	7,5	- 2,0
di cui: esportatori di manufatti	1982-85	6,4	5,9	6,1	- 0,6
	1986-87	6,5	- 0,7	3,3	4,3
	1988	5,9	12,3	12,5	2,5
	1989	3,5	8,1	9,3	- 1,3
esportatori di materie prime	1982-85	0,3	- 7,5	1,6	- 1,0
	1986-87	4,0	6,3	5,8	- 6,3
	1988	0,9	1,8	2,3	5,4
	1989	-0,3	1,3	5,1	- 1,4
<i>Per memoria:</i>					
<i>paesi fortemente indebitati</i>	1982-85	0,9	-11,1	2,9	- 3,0
	1986-87	3,7	2,4	2,9	- 7,5
	1988	0,7	6,1	9,8	- 2,8
	1989	1,1	5,1	3,6	1,5
NIEs dell'Asia	1982-85	6,5	5,3	9,2	1,5
	1986-87	11,3	17,5	21,9	0,0
	1988	9,2	20,6	14,1	0,7
	1989	6,3	15,7	9,5	2,6
* Non comprende le NIEs dell'Asia.					
Fonti: FMI, World Economic Outlook; statistiche nazionali.					

esterno che supera di due volte e mezzo le esportazioni di beni e servizi, tale miglioramento è stato sopravanzato dall'impatto sul debito estero del rialzo dei tassi d'interesse. Il disavanzo delle partite correnti di questo gruppo è pertanto salito a quasi \$ 11 miliardi rispetto a \$ 9 miliardi circa sia per il 1987 che per il 1988.

Nonostante il lieve miglioramento nella bilancia commerciale aggregata dei paesi fortemente indebitati, la dinamica di fondo dell'interscambio in termini di volume ha dato segno di crescenti tensioni. In effetti, l'aumento dell'eccedenza commerciale nel 1989 è integralmente da imputarsi a un leggero recupero delle ragioni di scambio, in quanto gli andamenti in termini di volume sono stati negativi per il saldo dell'interscambio.

Le esportazioni dei paesi fortemente indebitati non hanno tenuto il passo né con la crescita del commercio mondiale, né con quella delle esportazioni per l'intero gruppo dei PVS. Ciò era già avvenuto nel 1988, ma la situazione si è ancora deteriorata lo scorso anno, quando l'aumento delle esportazioni reali è sceso ad appena il 3,5%, livello che non superava la metà della media dei PVS. Nel 1989, anche la crescita delle importazioni reali è rallentata al 5%, pur rimanendo ad un ritmo di quattro-cinque volte superiore a quello del PIL di questo gruppo di paesi. La rapida crescita delle importazioni registrata in alcuni dei paesi fortemente indebitati è stata spesso la conseguenza diretta di politiche fiscali e monetarie più permissive. Questo è, per esempio, il caso del Brasile i cui acquisti all'estero sono stati ulteriormente stimolati da misure di liberalizzazione delle importazioni. Anche in Messico le importazioni hanno avuto un forte aumento, in gran parte perché gli investimenti fissi, finanziati da fonti sia interne che estere, sono stati incentivati da riforme strutturali. Hanno contribuito a questo andamento anche le recenti iniziative di liberalizzazione degli scambi. All'estremo opposto, un certo numero di paesi fortemente indebitati ha ridotto il volume delle proprie importazioni di oltre il 15% nel 1989, a causa della grave instabilità economica (Argentina, Perù) o di severi programmi di aggiustamento (Venezuela).

Le marcate differenze nell'andamento dell'interscambio tra i paesi fortemente indebitati e alcune delle economie più dinamiche nell'ambito dei PVS sono riconducibili a due fattori. In primo luogo, molti paesi fortemente indebitati hanno consentito che la loro competitività subisse una forte erosione a partire dalla fine del 1987. Nell'America Latina, dove si trova la maggior parte dei paesi di questo gruppo, i tassi di cambio effettivi reali, basati sui prezzi al consumo relativi, sono saliti di circa il 20% nel biennio conclusosi a fine 1989, dopo essersi deprezzati di oltre un terzo tra il 1981 e il 1987. La perdita di competitività degli ultimi anni è derivata in buona parte dall'insufficiente aggiustamento dei tassi di cambio a un'inflazione in aumento. Per contro, in Asia, dove si trovano alcuni dei più dinamici PVS, la competitività non si è deteriorata negli ultimi due anni (fatta eccezione per le NIEs).

Un secondo fattore che spiega l'insoddisfacente aggiustamento esterno nei principali paesi debitori, segnatamente Brasile, Argentina e Perù, è stata la loro incapacità di instaurare una disciplina fiscale e monetaria sin dagli inizi degli anni ottanta, disincentivando in tal modo il risparmio e gli investimenti. Come si è esaminato in modo più approfondito nel Capitolo II, dati i vincoli finanziari

... con un andamento particolarmente deludente nei paesi fortemente indebitati...

... principalmente dovuto all'apprezzamento dei tassi di cambio reali...

... e a una carente disciplina fiscale e monetaria

esterni negli anni ottanta, le politiche di stimolo della crescita avrebbero dovuto tendere a un aumento del risparmio interno al fine di sostenere gli investimenti. Viceversa, in molti paesi fortemente indebitati, specie in quelli che non sono riusciti a riportare sotto controllo i disavanzi del settore pubblico, le iniziali misure di aggiustamento volte a promuovere un migliore equilibrio interno ed esterno sono consistite in una riduzione della spesa in investimenti fissi accompagnata da una drastica compressione delle importazioni. La quota degli investimenti nel gruppo di paesi fortemente indebitati è calata in media dal 22,5% del PIL nel 1981 a meno del 17% a metà degli anni ottanta, per poi risalire solo in parte. In pari tempo, il volume delle loro importazioni si è contratto in media dell'11% annuo tra il 1981 e il 1985. La depressa attività d'investimento agli inizi degli anni ottanta tende ora a limitare le capacità di produzione e di esportazione dei paesi in cui questa tendenza è stata più pronunciata. Infatti, mentre nella prima metà degli anni ottanta questi paesi erano ancora riusciti a incrementare in misura apprezzabile le loro esportazioni in volume, successivamente queste sono cresciute soltanto in misura modesta, nonostante la forte ripresa del commercio mondiale che si è accompagnata a un aumento altrettanto forte delle esportazioni nella maggior parte degli altri PVS.

Alcuni segni
di riforma

Vi sono tuttavia indicazioni incoraggianti che un numero crescente di paesi *fortemente indebitati* stia adottando politiche maggiormente orientate alla crescita, basate sulla deregolamentazione, nonché sul riassetto e la riorganizzazione del settore pubblico. Da alcuni anni Cile e Messico sono impegnati in un'azione di riforma strutturale, e più di recente il Venezuela e la Nigeria hanno intensificato i loro sforzi in questa direzione. La capacità dei paesi indebitati di creare e mantenere un clima decisamente più propizio a un rilancio della crescita costituisce un fattore importante da cui dipende se e quando questi paesi potranno avere nuovamente accesso ai mercati creditizi internazionali.

Finanziamento esterno dei paesi in via di sviluppo

Permane difficoltoso il finanziamento esterno...

Anche lo scorso anno sono state evidenti le difficoltà dei PVS debitori netti (escludendo cioè le NIEs dell'Asia e i maggiori paesi esportatori di fonti di energia del Medio Oriente) nel finanziare il disavanzo esterno. Con l'ulteriore accumularsi di interessi arretrati sono diminuiti i nuovi flussi di credito bancario ed è aumentato il ricorso a fonti di finanziamento ufficiali. Tra gli aspetti più favorevoli dello scorso anno vanno annoverati il declino nei rimborsi netti dovuti sui prestiti del FMI, nonché le acquisizioni di riserve ufficiali da parte di alcuni paesi.

... con un maggior ricorso al credito ufficiale...

I crediti da prestatori ufficiali sono saliti a \$ 30 miliardi, sopperendo a quasi il 60% del fabbisogno di finanziamento esterno, a fronte di circa il 50% nel 1987 e nel 1988. Nel 1989 gli incrementi netti degli interessi arretrati (contabilizzati come indebitamento esterno nelle statistiche di bilancia dei pagamenti) dei PVS debitori netti sono stimabili in \$ 14 miliardi, di cui il 90% va ascritto al gruppo dei paesi fortemente indebitati. Di fronte a una simile progressione degli arretrati e ai dubbi circa la sostenibilità delle politiche perseguite da alcuni paesi, le banche commerciali hanno continuato a mostrarsi riluttanti nel concedere nuovi finanziamenti ai PVS indebitati (si veda anche l'esame della situazione debitoria

... mentre si accresce la riluttanza delle banche ad accordare nuovi crediti...

Paesi in via di sviluppo: finanziamento esterno stimato dei disavanzi correnti ¹						
Voci	PVS debitori netti ²			di cui: paesi fortemente indebitati		
	1987	1988	1989	1987	1988	1989
	in miliardi di dollari USA					
Saldo delle partite correnti	-33	-47	-49	-9	-9	-11
Variazioni delle attività sull'estero (- = aumento)	-21	-9	-6	-10	-4	-3
<i>Riserve ufficiali</i>	-15	5	-9	-3	6	-4
<i>Altre attività</i>	-6	-14	3	-7	-10	1
Finanziamento esterno ³	54	56	55	19	13	14
Indebitamento verso creditori ufficiali	24	22	30	13	10	11
Indebitamento verso creditori privati <i>di cui: aumento degli interessi arretrati⁴</i>	17 9	19 6	13 14	-1 7	-5 2	-2 13
Prestiti del FMI	-3	-3	-1	-1	-1	-1
Altri <i>di cui: investimenti diretti⁵</i>	16 12	18 17	14 16	7 5	10 9	6 7
<i>Per memoria: variazione delle passività verso le banche dichiaranti alla BRI⁶</i>	-1	-4	-21	-7	-15	-23
<p>Nota: i dati riportati in questa tabella sono stimati e documentano soltanto ampi ordini di grandezza.</p> <p>¹ Il totale può non coincidere con la somma delle singole voci a causa degli arrotondamenti. ² Escluse le NIEs dell'Asia 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 esterne, con segno invertito. ⁴ Gli interessi arretrati sono calcolati come differenza tra gli obblighi stimati di pagamento in conto interessi e i pagamenti effettivamente avvenuti. ⁵ Calcolati come posta residuale, sottraendo dagli afflussi netti che non generano debito i flussi dovuti ad assegnazioni di DSP, monetizzazione di oro ed effetti di cambio stimati. ⁶ Esclusi i crediti bancari ai centri <i>offshore</i>.</p> <p>Fonti: FMI, World Economic Outlook; BRI, Evoluzione dell'attività bancaria e del mercato finanziario internazionale.</p>						

internazionale nel Capitolo V). Con i più realistici accantonamenti per perdite su crediti effettuati ora dalle banche, queste hanno avuto scarsi incentivi a erogare prestiti destinati unicamente a finanziare il pagamento di interessi sul debito in essere, il che era stato un fenomeno caratteristico nelle fasi iniziali della crisi debitoria. Inoltre, i tempi lunghi del processo di negoziazione degli schemi concertati a livello ufficiale per ridurre l'onere debitorio dei PVS possono avere procrastinato nuovi impegni di finanziamento, mentre le forme di alleggerimento del debito, previste da questi schemi, possono avere accresciuto la riluttanza delle banche commerciali ad accordare nuovi crediti. Infine, la concessione di crediti bancari collegati all'interscambio è dipesa in misura crescente dall'esistenza di garanzie ufficiali: le statistiche BRI/OCSE indicano che i crediti commerciali sotto l'egida governativa (concessi sia da enti ufficiali sia da operatori privati con garanzia statale) si sono accresciuti di oltre \$7 miliardi nel primo semestre del 1989, dopo il calo registrato nel 1988.

Il valore in dollari dei crediti delle banche commerciali verso i PVS, depurato degli effetti di cambio, è sensibilmente calato in corso d'anno. Le

... e diminuiscono
gli investimenti
diretti dall'estero

attività delle banche dichiaranti alla BRI, già diminuite di \$ 4 miliardi nel 1988, si sono ridotte di ulteriori \$ 21 miliardi nel 1989. Questa flessione ha rispecchiato in parte le riduzioni del valore di bilancio dei crediti. Inoltre, alcune attività detenute dalle banche sono state cedute (sul mercato secondario dei crediti verso i PVS) ad acquirenti non bancari.

Lo scorso anno gli investimenti diretti dall'estero nei PVS hanno segnato un rallentamento, restando decisamente al disotto dei livelli degli anni settanta. Benché l'accresciuto impiego di schemi di conversione del debito in partecipazioni azionarie si sia tradotto in un certo aumento degli investimenti diretti in paesi come il Cile e il Messico, sono al momento alquanto limitate le possibilità che gli investimenti esteri possano coprire una quota maggiore del fabbisogno di finanziamento dei PVS. Un maggiore afflusso di investimenti diretti esteri dipende in misura determinante dalla creazione di un clima favorevole nei paesi destinatari, condizione che non è soddisfatta in alcuni dei maggiori paesi indebitati. In effetti, in un contesto di crescente concorrenza nel reperimento di risorse finanziarie scarse, saranno i risultati ottenuti dai singoli paesi nell'attuare appropriate politiche di aggiustamento a decidere la direzione e le dimensioni non solo dei flussi di investimenti diretti, ma anche dei finanziamenti privati in genere. Per questo aspetto, è significativo il fatto che negli ultimi tre anni sono considerevolmente aumentati i nuovi crediti concessi dalle banche dichiaranti alla BRI a quei PVS, come Indonesia e Thailandia, che si sono basati su una crescita trainata dalle esportazioni e su politiche atte a favorire elevati livelli di risparmio e investimenti, mentre sono calate sensibilmente le attività delle banche verso i paesi fortemente indebitati, soprattutto per effetto di cancellazioni di debiti.

Infine, alcuni paesi sono riusciti ad accrescere le proprie riserve, che nel 1988 erano scese a livelli molto bassi. Ciò vale in particolare per i debitori netti nel gruppo di paesi esportatori di fonti di energia: dopo essere diminuite di \$ 12 miliardi nel 1988, le loro riserve sono aumentate di \$ 3,5 miliardi lo scorso anno. All'interno di questo gruppo, la ricostituzione delle riserve è stata notevolmente facilitata da un certo rimpatrio di attività sull'estero detenute da residenti privati. Per la prima volta negli anni ottanta, le transazioni di residenti in questo gruppo di paesi si sono tradotte in vendite nette di attività estere (\$ 4 miliardi circa). Nel caso del Messico, anche le cessioni di riserve auree contro valuta sono servite a stabilizzare le riserve ufficiali rilevate.

IV. I mercati finanziari nazionali

Aspetti salienti

Dopo un lungo periodo di relativa calma seguito alle turbolenze causate dalla crisi borsistica dell'ottobre 1987, a partire dall'autunno dello scorso anno i mercati dei capitali hanno manifestato segni di rinnovata tensione. La costante ripresa dei corsi azionari dai minimi post-crisi è stata dapprima brevemente interrotta da una "mini-crisi" mondiale nell'ottobre, e quindi in parte annullata nei primi mesi di quest'anno, quando i tassi d'interesse a lungo termine hanno preso a salire. Una brusca caduta dei corsi è intervenuta sul mercato azionario giapponese, il cui eccezionale *boom* era stato a malapena toccato dalle correzioni di prezzo a livello mondiale. Mentre per gran parte del 1989 i rendimenti obbligazionari sono andati calando negli Stati Uniti e hanno mostrato un profilo leggermente ascendente in Europa e in Giappone, in seguito essi sono aumentati fortemente ovunque, specie nel primo trimestre di quest'anno. L'andamento differenziato dei rendimenti nel 1989 va ricollegato principalmente alla relativa debolezza dell'economia statunitense e al conseguente allentamento della politica monetaria. L'aumento generalizzato nel 1990 pare essere stato il riflesso di reazioni alle incertezze a riguardo dei programmi di unione monetaria fra i due stati tedeschi, all'inasprimento delle condizioni monetarie in Germania e Giappone e al persistere di aspettative inflazionistiche in numerosi paesi.

La sostenutezza dei corsi azionari e obbligazionari che ha caratterizzato gran parte degli anni ottanta si è accompagnata in molti paesi, specie nella seconda metà del decennio, a un deciso incremento di valore degli immobili. Diversi fattori paiono essere alla base di questo fenomeno: la rapida crescita del reddito e della ricchezza, l'attenuazione dei vincoli al credito, la forte espansione del settore finanziario e, in alcuni paesi, i tassi d'interesse reali calanti e un rilassamento della politica monetaria. Laddove il simultaneo aumento dei prezzi della proprietà immobiliare e delle azioni è stato particolarmente rapido, e il valore delle attività ha raggiunto livelli senza precedenti, come in Giappone, ci si è posto il problema di una "inflazione dei prezzi delle attività", particolarmente per quanto concerne le sue implicazioni per l'inflazione dei prezzi dei beni e servizi. In diversi paesi, dove il *boom* si è accompagnato a un crescente indebitamento del settore privato, e in particolare delle famiglie, l'attenzione si è appuntata sulla vulnerabilità dei mutuatari di fronte a più alti tassi d'interesse o a una recessione economica. Più di recente, alla luce di un certo cedimento dei prezzi in taluni segmenti del mercato, in almeno due paesi – Stati Uniti e Regno Unito – l'attenzione si è spostata sull'impatto di un calo dei prezzi immobiliari sulla solidità finanziaria dei creditori.

La maggiore disponibilità di credito non ha soltanto contribuito alla lievitazione dei prezzi immobiliari; essa ha costituito altresì un fattore propulsivo

dell'ondata di ristrutturazioni finanziarie di società realizzate con un pesante ricorso all'indebitamento, che ha assunto una particolare intensità nella seconda parte degli anni ottanta, portando a forti aumenti nei valori di mercato delle società. Questo fenomeno, che è parte del *boom* generalizzato delle fusioni e acquisizioni, si è concentrato negli Stati Uniti, sorretto dallo sviluppo del mercato delle *junk bonds*, obbligazioni a elevato rischio e rendimento. Nel periodo sotto rassegna le crescenti difficoltà delle imprese ristrutturate nel far fronte al servizio del proprio accresciuto debito e la connessa crisi del mercato delle *junk bonds* hanno contribuito a un indebolimento del mercato azionario e hanno accentuato i timori circa la vulnerabilità finanziaria sia delle imprese debentrici sia dei prestatori. La Relazione annuale dello scorso anno aveva considerato le caratteristiche e le implicazioni dell'ondata delle ristrutturazioni finanziarie in riferimento alle imprese che ne erano oggetto; quest'anno la Relazione esamina il fenomeno dal punto di vista delle banche, il cui coinvolgimento ha destato crescente attenzione presso le autorità di vigilanza.

Ulteriori sforzi sono stati compiuti per rafforzare la regolamentazione e la vigilanza prudenziale dell'attività finanziaria incoraggiando in pari tempo una maggiore concorrenza. Negli Stati Uniti una nuova legislazione ha posto le basi per una ristrutturazione del settore delle casse di risparmio. Nella Comunità europea si sono fatti più definiti i contorni del mercato unico con l'introduzione della Seconda Direttiva bancaria e della connessa legislazione. In diverse sedi internazionali, fra cui l'International Organisation of Securities Commissions e il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, sono stati accelerati i lavori sul coordinamento dei requisiti di adeguatezza patrimoniale per gli operatori in titoli. Questi lavori hanno messo in evidenza le difficoltà che implica il conciliare approcci regolamentativi assai differenti, specie a livello della vigilanza bancaria e non bancaria, e l'adattare il sistema di supervisione allo sviluppo dei conglomerati finanziari, sul piano sia nazionale che internazionale.

I prezzi delle attività finanziarie

Tassi d'interesse

Nel 1989 i tassi d'interesse hanno mostrato andamenti assai differenziati nell'ambito delle maggiori economie (grafico alla pagina seguente). Mentre in Europa e in Giappone, seppure con qualche interruzione, i tassi sia a breve che a lungo termine sono andati crescendo nel corso dell'anno, negli Stati Uniti essi hanno segnato una diminuzione. Di fronte al manifestarsi di tensioni a livello del mercato del lavoro e della capacità produttiva, nonché di incipienti pressioni inflazionistiche, la politica monetaria è stata inasprita dapprima in Europa, e quindi in Giappone. Per quanto concerne l'Europa, ciò ha rappresentato la prosecuzione di politiche avviate già nella primavera o nell'autunno 1988, mentre in Giappone si è trattato di un significativo cambiamento. In parte sotto l'influsso dei tassi a breve, e per effetto delle aspettative di ripresa dell'inflazione e di forte crescita economica, i tassi d'interesse a lungo termine si sono mossi verso l'alto, seppure in misura inferiore a quelli a breve. Per contro, negli Stati Uniti i segni emergenti di un indebolimento della dinamica economica reale nella primavera

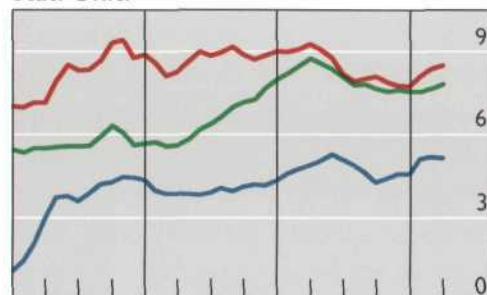
Movimenti
contrastanti dei
tassi d'interesse
nel 1989:

Tassi d'interesse nominali e inflazione*

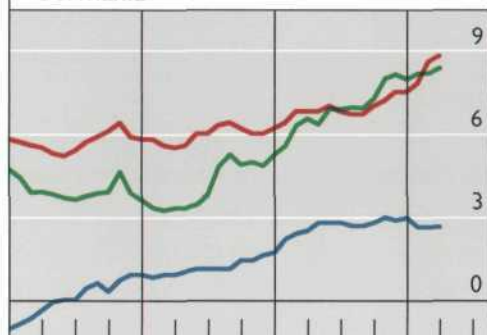
dati mensili; in percentuale

— tassì a lungo termine
— tassì a breve termine
— inflazione dei prezzi al consumo

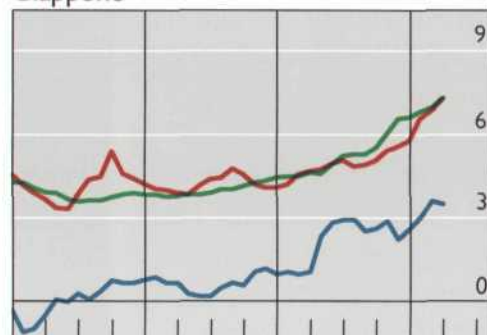
Stati Uniti



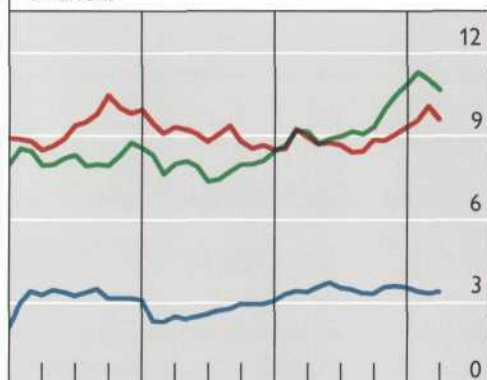
Germania



Giappone



Francia



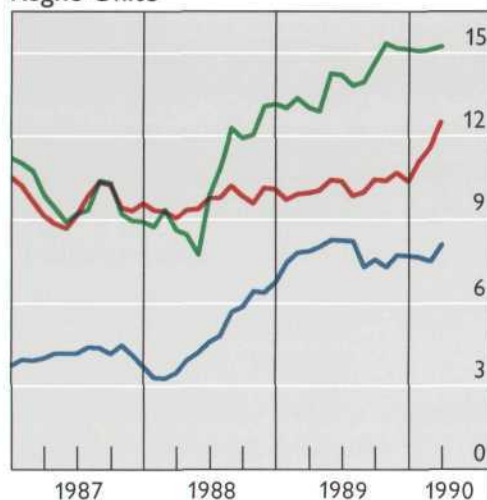
Canada



Italia



Regno Unito



* Rendimenti obbligazionari e tassi del mercato monetario rappresentativi; inflazione misurata dalla variazione percentuale dei prezzi al consumo su dodici mesi.

hanno condotto a un cauto allentamento della politica monetaria e a una flessione dei tassi a lunga. In conseguenza di tali movimenti, a fine anno i differenziali di interesse fra le maggiori economie risultavano decisamente ridotti rispetto a un anno prima; nello stesso tempo le curve dei rendimenti si erano appiattite o avevano assunto un'inclinazione più marcatamente negativa.

i tassi sono saliti
in Germania...

Fin dalla metà del 1988 in Germania era stato ravvisato il rischio di un aumento dell'inflazione, in considerazione della rapida crescita monetaria e dell'eccezionale vigoria della domanda aggregata. L'approccio "d'anticipo" nella manovra monetaria, per cui la banca centrale inasprisce le condizioni del mercato monetario in previsione di future pressioni sui prezzi, è proseguito durante il 1989. Di riflesso al rialzo dei tassi a breve e alle aspettative inflazionistiche, i rendimenti a lungo termine sono saliti di circa 80 punti base nell'arco dell'anno. Nello stesso periodo l'inflazione dei prezzi al consumo è in effetti aumentata di 1,2 punti, situandosi al livello del 3% a fine anno. Parte di questo incremento è chiaramente di natura transitoria, derivando da un aggravio dell'imposizione indiretta. I rendimenti obbligazionari paiono però aver reagito anche ad aspettative inflazionistiche di più lungo periodo, come fa ritenere la debolezza del marco rispetto al dollaro nei primi tre trimestri, nonostante la flessione dei rendimenti negli Stati Uniti.

... nell' Europa
continentale ...

Negli altri mercati dei capitali dell'Europa continentale, e in particolare nei paesi aderenti agli Accordi di cambio dello SME, i tassi d'interesse sono saliti in linea con quelli tedeschi. Se infatti nel corso del 1989 il tasso del denaro a vista in Germania è salito di circa 275 punti base, si sono avuti incrementi di analoga ampiezza in Belgio e nei Paesi Bassi, e un rialzo solo di poco inferiore in Francia. Anche i rendimenti a lungo termine hanno mostrato una tendenza ascendente.

Si suppone spesso che i differenziali d'interesse a lungo termine fra i diversi paesi siano il riflesso di differenze di ugual misura nel tasso d'inflazione atteso. Eppure, nonostante i considerevoli progressi ottenuti negli ultimi anni sul fronte dell'inflazione in Francia, ad esempio, i tassi d'interesse a lunga sono rimasti al di sopra dei corrispondenti tassi sui titoli tedeschi. Il differenziale d'inflazione tra Francia e Germania si è ridotto da circa 1,5 punti percentuali nell'autunno 1988 a circa 0,5 punti a fine 1989. Ora, pur essendo calato, il differenziale d'interesse a lungo termine alla fine del periodo risultava essere ancora di 1,5 punti, ossia ben più ampio del differenziale d'inflazione di riflesso forse, in questo caso, a un premio di rischio connesso a precedenti esperienze di tasso di cambio. Questo esempio illustra bene quella che è stata chiamata la "lunga memoria" dei mercati finanziari; esso dimostra cioè quale importante elemento sia la "credibilità" della politica della banca centrale nella determinazione dei tassi d'interesse.

... nel Regno
Unito ...

Nel Regno Unito, con l'aggravarsi dell'inflazione e del disavanzo commerciale nel corso del 1988 e del 1989, i tassi a breve sono saliti in linea con l'inasprimento della politica monetaria, e il tasso attivo primario delle *clearing banks* londinesi si è quasi raddoppiato, passando dall'8,5% nel maggio 1988 al 16% a fine 1989. Nello stesso periodo sono aumentati anche i tassi a lunga, ma soltanto di 1 punto percentuale circa, avvicinandosi al 10½%. Questa reazione sommersa è in certa misura sorprendente se si considerano i segni di deterioramento delle prospettive inflazionistiche ravvisabili nell'indebolimento della sterlina, le aggressive rivendicazioni salariali, gli incrementi nell'imposizione indiretta e l'aumento

da circa il 4 a oltre il 5% del tasso d'inflazione, senza considerare gli effetti del rialzo dei tassi ipotecari.

In Giappone, durante il 1989 sono sensibilmente aumentati i tassi sia a breve sia a lungo termine. Ciò contrasta con quanto avvenuto nel 1988, quando i tassi a breve erano rimasti pressoché stabili. Tre aggiustamenti verso l'alto del saggio di sconto sono stati espressione di seri timori circa l'indebolimento dello yen, i potenziali rischi d'inflazione interna e i livelli senza precedenti raggiunti dai prezzi di talune attività reali e finanziarie, in particolare della proprietà immobiliare. Benché l'inflazione sia rimasta su livelli relativamente bassi sino alla fine del 1989, sono però apparsi chiari segni di pressioni latenti sui prezzi, come l'emergere di strozzature dal lato della manodopera, i costi del lavoro crescenti e i prezzi all'importazione in ascesa. Inoltre, la precedente rapida espansione degli aggregati monetari interni, anche tenendo conto degli effetti della liberalizzazione finanziaria, ha fatto sorgere la questione di un possibile eccesso di liquidità. Nel corso dell'anno i tassi d'interesse a lungo termine sono saliti da poco più del 4 a circa il 6%, seguendo a grandi linee quelli a breve e portandosi su livelli senza precedenti dal 1985.

... e in
Giappone...

In contrasto con quanto avvenuto in Europa e in Giappone, i tassi d'interesse sia a breve che a lungo termine negli Stati Uniti sono diminuiti durante gran parte del 1989. I cali hanno rispecchiato un cauto allentamento della politica da parte della Riserva federale a partire dalla primavera, all'apparire dei segni di un rallentamento economico. Di fatto, nonostante sensibili riduzioni del numero di occupati nel settore manifatturiero, è stato soltanto nel quarto trimestre che si è registrata una crescita reale sensibilmente inferiore al potenziale. Sono comunque rimasti deboli gli investimenti delle imprese e quelli nell'edilizia residenziale. A fine anno i tassi d'interesse a lungo termine erano scesi a meno dell'8%, segnando così un calo di oltre 1 punto percentuale, leggermente superiore a quello subito dai tassi a breve.

... ma sono calati
negli Stati Uniti

Nei primi mesi del 1990 i mercati obbligazionari hanno fatto registrare un'ampia e brusca correzione verso il basso. A differenza di quanto avvenuto in occasione di precedenti aggiustamenti a catena, questa volta l'impulso non è partito dagli Stati Uniti, bensì da Germania e Giappone. I rendimenti dei titoli di Stato tedeschi a lunga scadenza sono balzati dal 7,5% verso la fine del 1989 a oltre il 9% agli inizi di marzo per poi calare solo leggermente in seguito. Alla luce dei rapidi e inattesi progressi del programma di unione monetaria con la Repubblica democratica tedesca, il mercato ha mostrato una certa apprensione per le prospettive di un maggiore fabbisogno finanziario dello Stato e di un aumento dell'inflazione nella Repubblica federale. In Giappone il rialzo dei tassi d'interesse a lungo termine è apparso connesso all'inasprimento della politica monetaria, sottolineato dall'ulteriore innalzamento del saggio di sconto nel marzo 1990. Questo provvedimento era chiaramente motivato da timori a riguardo della protratta debolezza dello yen. Gli aumenti dei tassi a lunga in Giappone e Germania hanno esercitato un forte effetto di trascinamento sugli altri mercati obbligazionari, di piccole e di grandi dimensioni. Come si può osservare nel grafico di pagina 100, nei primi mesi del 1990 i tassi d'interesse a lungo termine negli Stati Uniti, in Canada, nel Regno Unito e in altri paesi europei hanno segnato aumenti compresi fra 50 e 200 punti base.

L'aumento
generalizzato
dei rendimenti
obbligazionari
nei primi mesi
del 1990...

Premio sugli strumenti in dollari:
tassi a breve e rendimenti di obbligazioni di Stato*

Anni	Giappone		Germania	
	a breve	a lunga	a breve	a lunga
1986	0,98	2,74	1,34	1,46
1987	1,90	4,17	1,74	2,04
1988	2,61	4,57	2,34	2,27
1989 I trimestre	3,97	4,66	2,27	2,33
II trimestre	3,45	3,78	1,57	1,75
III trimestre	2,41	3,10	0,65	1,18
IV trimestre	1,19	2,24	-0,52	0,48
1990 I trimestre	0,66	1,45	-0,60	-0,02

* Tassi d'interesse negli Stati Uniti meno tassi corrispondenti in Giappone e Germania, in punti percentuali.

... non ha
arrestato il
restringimento
dei differenziali
d'interesse

I differenziali d'interesse fra gli Stati Uniti da un lato, e la Germania e il Giappone dall'altro, si sono ridotti considerevolmente in tutto il ventaglio di scadenze durante il periodo sotto rassegna (tabella precedente). Nel segmento a lungo termine, ad esempio, fra il primo trimestre 1989 e il primo trimestre 1990 il differenziale fra Stati Uniti e Giappone si è ristretto da oltre 450 a circa 150 punti base, mentre quello fra Stati Uniti e Germania si è annullato. E nonostante il più alto tasso d'inflazione USA rispetto a Giappone e Germania, nel corso di tale periodo il dollaro si è apprezzato nei confronti dello yen e, almeno fino all'autunno, del marco.

Corsi azionari

Andamento
sostenuto dei
corsi azionari nel
1989, ma non
nei primi mesi
del 1990

Nel 1989 i prezzi delle azioni hanno mostrato generalmente una dinamica assai sostenuta. In molti dei maggiori mercati il rialzo dei corsi ha superato il 20%, valore questo fra i più elevati degli anni ottanta. Nella maggior parte dei paesi, alla fine dell'anno le quotazioni azionarie avevano raggiunto livelli superiori o analoghi a quelli rilevati prima della crisi dell'ottobre 1987 (tabella di pagina 104 e grafico di pagina 105). Per contro, nei primi mesi di quest'anno i mercati sono stati in generale poco brillanti, facendo segnare in alcuni casi sensibili perdite. Un deciso ridimensionamento dei corsi si è avuto in Giappone, dove agli inizi di aprile il mercato risultava aver perso oltre un quarto del valore rispetto all'inizio dell'anno.

La "mini-crisi"
dell'ottobre
scorso ...

Anche se nell'insieme del 1989 il mercato azionario ha fatto mostra di una dinamica sostenuta, esso ha vissuto nel mese di ottobre una forte, anche se passeggera, caduta dei corsi. In considerazione della sua rapidità e della portata mondiale, essa ha rievocato il crollo dell'ottobre 1987. Venerdì 13 ottobre, durante la sola ultima ora di contrattazioni l'indice Dow Jones ha perso circa il 5%, in presenza di un ampio volume di scambi. Alla riapertura dei mercati i corsi azionari sono bruscamente caduti a livello mondiale – fatta eccezione per il Giappone – segnando in alcune piazze perdite su base giornaliera superiori a quelle dell'ottobre 1987 (tabella di pagina 104). Così come avvenne allora, sia la caduta iniziale sia il successivo parziale recupero hanno preso avvio negli Stati Uniti, per poi trasmettersi alla maggior parte degli altri paesi. E analogamente al

Corsi azionari e "mini-crisi" dell'ottobre 1989 ¹							
Paesi	Massimo prima della crisi del 1987	Minimo dopo la crisi del 1987	fine 1989	10 mag- gio 1990	"Mini-crisi" dell'ottobre 1989		
					13	16	17
					fine 1988 = 100				variazioni percentuali
Stati Uniti	121,3	80,6	127,3	123,8	-6,1	2,8	-0,5
Giappone	95,8	71,7	122,2	98,1	0,9	- 1,7	1,6
Regno Unito	136,3	87,3	135,1	120,3	-0,2	- 3,2	-1,3
Canada	122,0	84,2	116,6	103,4	-3,5	1,5	-0,6
Germania	124,7	73,1	132,6	140,0	-0,7	-13,5	6,9
Francia	110,8	60,5	133,3	133,5	1,0	- 5,4	0,6
Italia	130,1	71,8	116,6	119,0	-0,6	- 7,1	3,9
Svizzera	120,8	74,7	126,0	128,1	-0,2	- 9,0	3,7
Paesi Bassi	101,7	54,9	116,4	114,9	-0,2	- 7,8	2,7
Svezia	98,4	60,0	124,5	118,3	0,1	- 7,5	3,7
Spagna	118,6	73,2	108,1	102,5	-0,2	- 6,5	2,8
Belgio	97,2	63,0	116,4	109,3	-0,7	- 1,5	-3,0 ²
Australia	155,0	77,4	110,8	99,1	0,7	- 8,1	4,0
Hong Kong	146,9	70,5	105,5	111,1	-0,4	- 6,5	3,6
Singapore	144,9	67,4	142,6	146,7	-0,3	-10,2	4,7
Taiwan	91,3	44,9	169,3	164,6	-0,2	- 5,7	4,2
Corea del Sud	59,7	51,8	103,5	87,8	0,3	- 0,6	0,1

¹ Stati Uniti: indice composito S&P 500; Giappone: indice TOPIX di Tokyo; Regno Unito: indice FT100; Germania: indice Commerzbank della borsa di Francoforte; Francia: indice generale CAC; altri paesi: indici rappresentativi. ² 18 ottobre.
Fonti: borse valori nazionali.

1987, si è assistito a una "fuga verso la qualità", con la tendenza da parte degli investitori a disimpegnarsi dalle azioni in favore di valori più sicuri, quali i titoli di Stato; e in vario grado, il potenziale di crisi del mercato ha suscitato un pronto intervento da parte degli organi di borsa e delle autorità monetarie.

In definitiva la crisi è risultata, rispetto a quella dell'ottobre 1987, di più breve durata, cumulativamente di minori dimensioni e accompagnata da un più moderato aumento nel volume delle transazioni. Negli Stati Uniti lo specifico fattore d'innescò è stato il mancato perfezionamento di un'operazione di *leveraged buy-out*, che ha fatto cadere le quotazioni delle società oggetto di tali operazioni. Data la virtuale assenza di strategie di assicurazione del portafoglio, si è individuato nelle procedure automatiche di arbitraggio fra gli indici *futures* e a pronti una delle determinanti dell'instabilità nel breve periodo, ma i riscontri oggettivi rimangono indeterminati. Particolarmente difficili da interpretare sono i forti cali prodottisi al di fuori degli Stati Uniti, se non altro perché, a differenza del 1987, non vi era la sensazione di una sopravvalutazione generalizzata dei titoli azionari. Una parziale spiegazione può risiedere nel fatto che, diversamente da quanto avvenne nel 1987, le vendite sono parse provenire principalmente da operatori individuali, anziché da investitori istituzionali. Ciò può far ritenere che le cadute di prezzo siano state in parte il riflesso di una iperreazione degli investitori meno sofisticati di fronte a certe analogie con gli accadimenti dell'ottobre 1987. Specialmente negli Stati Uniti, questo episodio di turbolenza del mercato ha ridato slancio alle proposte di modificare l'organizzazione e la

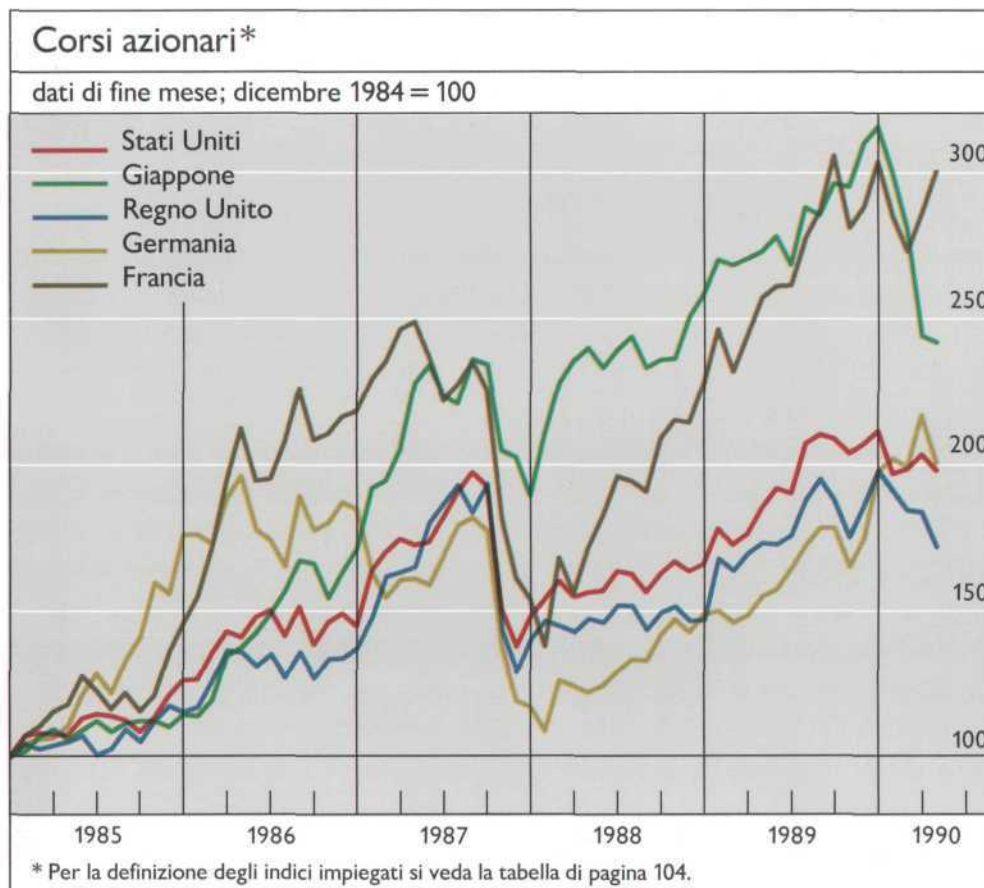
... ha segnalato un nuovo incremento della variabilità dei corsi

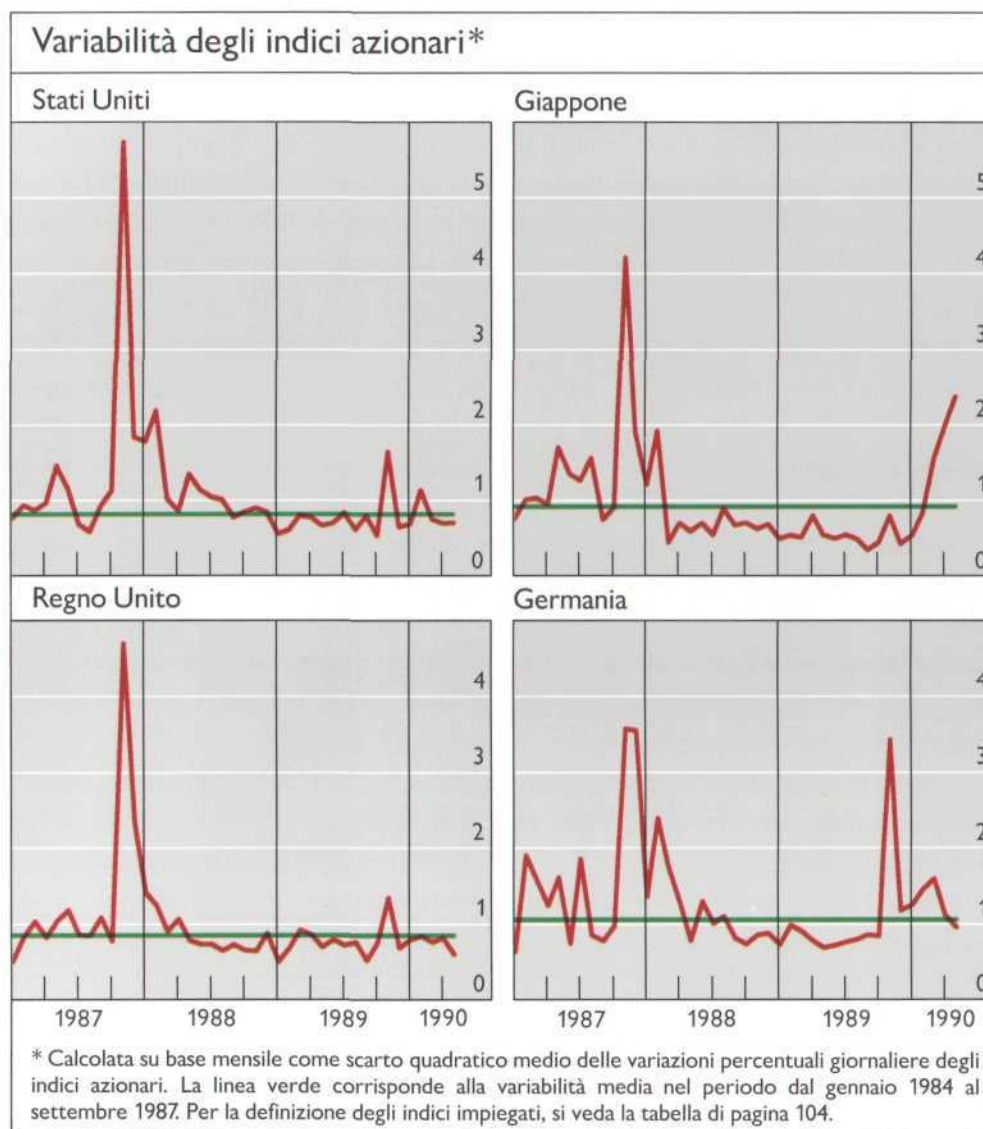
struttura regolamentativa delle borse, in particolare per quanto concerne i collegamenti fra il mercato a pronti e quello dei *futures*.

Fino all'ottobre 1989 la variabilità giornaliera dei corsi azionari aveva mantenuto la tendenza calante instauratasi dopo che si erano esaurite, nei primi mesi del 1988, le instabilità residue lasciate dalla crisi borsistica mondiale. Da allora essa è nuovamente cresciuta ovunque (grafico di pagina 106). Fra l'ottobre 1989 e il marzo 1990, la variabilità delle quotazioni ha raggiunto valori analoghi, se non superiori, a quelli rilevati nel periodo anteriore al *crash* dell'ottobre 1987. L'aumento è stato particolarmente sensibile in Germania, a causa della forte caduta degli indici nell'ottobre scorso e dei successivi eventi nell'Europa orientale, nonché in Giappone, dove il mercato ha accusato ingenti perdite nei primi mesi di quest'anno.

Come mostra il grafico seguente, nel periodo sotto rassegna i corsi azionari hanno seguito andamenti analoghi in tutti i maggiori mercati. Ciò contrasta con il comportamento dei tassi d'interesse, i quali per gran parte del 1989 hanno presentato movimenti alquanto divergenti fra le economie nordamericane da un lato, e l'Europa e il Giappone dall'altro. In effetti, è proprio in alcuni dei paesi con tassi d'interesse tendenti al rialzo, come Germania e Francia, che si riscontra l'apprezzamento maggiore dei valori azionari.

In ampia misura il diverso profilo delle variazioni dei prezzi delle attività finanziarie può essere spiegato dalle divergenti aspettative circa i tassi di crescita economica e la redditività aziendale. Negli Stati Uniti e in Canada già nel secondo trimestre 1989 i profitti societari apparivano stagnanti, mentre in molti paesi europei e in Giappone essi hanno continuato a crescere durante tutto l'anno.





Inoltre, le prospettive a più lungo termine per le economie europee, e in particolare per quella tedesca, erano rese più favorevoli dal potenziale di crescita che veniva associato alle riforme politiche ed economiche in atto nell'Europa orientale. Per contro, nei primi mesi del 1990 la relativa debolezza della maggior parte dei mercati è parsa dipendere dal rialzo generalizzato dei tassi d'interesse. Il mercato tedesco è tuttavia rimasto forte.

In questo quadro d'insieme spicca il comportamento del mercato azionario giapponese. Nella prima parte del 1990 esso ha sofferto la più grave caduta dall'inizio del recente notevole *boom*, il quale, a differenza di quanto avvenuto in altri paesi, aveva risentito soltanto per poco della crisi dell'ottobre 1987. La perdita di oltre il 20% subita nei primi tre mesi e mezzo di quest'anno è pressoché doppia rispetto a quella registrata nell'ottobre 1987, e ha sopravanzato i guadagni cumulati durante il 1989. L'ampiezza e la rapidità del calo, l'assenza di contraccolpi in altri paesi nonostante le dimensioni dell'economia nipponica e il fatto che la caduta delle quotazioni sia stata più forte in quei settori dove esse erano massime in rapporto agli utili aziendali, sono tutti elementi essenzialmente coerenti con l'ipotesi che il mercato fosse fuori linea rispetto al potenziale di reddito a lungo termine delle imprese.

Le quotazioni azionarie in Giappone sono fortemente calate ...

... ma potrebbero ancora non essere commisurate ai dividendi e agli utili

È difficile dire in quale misura il mercato fosse davvero sopravvalutato. Per ragioni analoghe non è facile giudicare il suo attuale livello in relazione alla redditività potenziale di lungo periodo. Nonostante la recente correzione, l'insieme degli indicatori comunemente usati per valutare i valori "fondamentali" non fa emergere un quadro sostanzialmente diverso da quello osservabile un anno fa (si veda la Relazione dello scorso anno). Principalmente per effetto degli aumenti dei tassi d'interesse a lungo termine, rispetto al primo trimestre del 1989 il differenziale di rendimento fra obbligazioni e azioni si è di fatto ampliato da circa 4 a oltre 6 punti percentuali. Non è chiaro in che misura questo aumento vada attribuito a migliori prospettive di crescita dei dividendi nominali e a un minore premio per il rischio. Inoltre, l'attuale valore del rapporto prezzo/utili, di circa 60, si trova pressappoco al livello di un anno fa. Benché sia sceso di circa 10 punti rispetto al valore rilevabile prima dell'ottobre 1987 o del gennaio 1990, esso resta elevato rispetto ai parametri storici. In ragione delle ingenti proprietà fondiaria delle società, parte del forte incremento del rapporto prezzo/utili dal 1985 può essere attribuita a plusvalenze di capitale non realizzate connesse alla lievitazione dei prezzi dei terreni durante questo periodo. Ci si può tuttavia chiedere in quale misura quest'ultima sia a sua volta coerente con il potenziale di reddito a lungo termine dei terreni medesimi.

I mercati immobiliari

Prezzi degli immobili: tendenze e fattori determinanti

I prezzi immobiliari sono notevolmente saliti nella seconda metà degli anni ottanta

Nel contesto di una vigorosa e protratta espansione economica, accompagnata tuttavia da tassi d'interesse reali elevati rispetto ai parametri storici, la seconda metà degli anni ottanta ha fatto segnare una straordinaria ascesa dei prezzi della proprietà immobiliare. La scarsità e la limitata affidabilità dei dati a riguardo rendono difficile un raffronto del comportamento di tali prezzi su base geografica oppure temporale (grafico di pagina 109). Le informazioni disponibili fanno comunque ritenere che la tendenza ascendente dei prezzi sia stata in atto per lungo tempo in talune aree degli Stati Uniti e del Regno Unito, dove essa ha avuto inizio pressoché in concomitanza con la ripresa dell'attività economica e dei mercati borsistici. In Giappone un'impennata dei prezzi immobiliari ha preso avvio intorno al 1986, con un certo ritardo rispetto alla rapida ascesa dei corsi azionari. Nei paesi dell'Europa continentale, in Canada e in Australia il fenomeno si è manifestato, con varia intensità, in epoca relativamente recente. I rincari si sono concentrati per lo più nei grandi centri urbani, interessando sia il comparto abitativo sia – soprattutto – quello degli immobili commerciali (tabella di pagina 108). Sono rilevabili aumenti anche a livello nazionale nei prezzi delle abitazioni in Spagna, Canada, Svezia e Australia nonché, in più modesta misura, nei Paesi Bassi, in Belgio e in Italia. Di recente, si possono osservare taluni segni di indebolimento dei prezzi negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Canada e in Australia.

Possibili determinanti dei prezzi:

Come avviene per il prezzo di qualsiasi attività, il valore della proprietà immobiliare tende a rispecchiare l'atteso flusso di reddito futuro a essa connesso, sotto forma sia di canoni di locazione sia di plusvalenze realizzabili. Lungo un sufficiente arco temporale, e tenuto conto di un adeguato premio per

Incremento in termini reali dei prezzi delle abitazioni in alcune grandi città¹

Città	1985	1986	1987	1988	1989	1980-84	1985-89
	variazione percentuale annua					variazione cumulativa	
New York	22,9	17,6	10,2	-3,8	-5,6 ²	24,9 ³	44,7
Los Angeles	-2,0 ⁴	8,0	10,6	16,7	16,6 ²	-9,4 ³	59,4
Tokyo	1,5	22,8	67,1	-0,7	3,4	11,9	114,0
Londra	6,2	19,7	15,5	12,2	1,8 ²	-3,1	67,7
Parigi	3,7	7,4	15,5	17,3	20,2	-3,4 ⁵	81,5
Francoforte ⁶	-8,1	-11,3	5,4	12,5	-2,4	19,8	-5,7
Milano	n.d.	-2,7	3,8	7,9	25,2	n.d.	36,5 ⁷
Toronto	10,6	32,4	19,8	20,6	-2,5	-2,9 ⁸	106,1
Madrid	3,6	34,9	34,0	19,2	15,4 ⁴	-28,8	157,8
Bruxelles	-2,8	5,2	4,6	9,6	22,5	-36,8	43,6
Stoccolma	-1,9	4,4	15,9	23,4	10,9 ²	-31,6	62,3
Sydney	5,1	3,7	13,1	48,0	-20,2	-10,6	45,6

¹ Prezzi deflazionati in base all'indice nazionale dei prezzi al consumo. ² Gennaio-settembre.

³ 1982-84. ⁴ Stima. ⁵ 1981-84. ⁶ Primo trimestre. ⁷ 1986-89. ⁸ 1983-84.

Fonti: Stati Uniti, National Association of Realtors e California Association of Realtors; Regno Unito, Building Societies Association e Department of the Environment; Francia, Chambre Interdépartementale des Notaires de Paris; Germania, Ring Deutscher Makler; Italia, Associazione Italiana Consulenti Immobiliari; Canada, Multiple Listing Service; Spagna, Directivos Construcción; Belgio, AN-HYP s.a. Valeur Immobilière; Australia, Real Estate Institute of Australia; altri paesi, fonti nazionali.

il rischio, i rendimenti attesi dovrebbero tendere a gravitare su livelli paragonabili a quelli delle attività finanziarie. Il prezzo della proprietà immobiliare, pertanto, è sensibile sia al mutare delle aspettative circa il suo futuro flusso di reddito sia ai rendimenti sugli strumenti finanziari, e quindi ai tassi d'interesse. Analogamente a quanto avviene per le altre attività a lungo termine, gli immobili sono soggetti a maggiori fluttuazioni di prezzo rispetto ai beni e servizi. Dato che la proprietà fondiaria è una risorsa reale, il suo prezzo, come quello delle azioni, tende a muoversi in modo prociclico. Poiché l'offerta di immobili è relativamente rigida, specie nel breve periodo, le oscillazioni di prezzo sono determinate in modo preminente da fattori agenti dal lato della domanda.

In analogia a quanto avvenuto in precedenti periodi di ascesa dei prezzi immobiliari, la forte crescita economica e il connesso aumento del reddito delle famiglie e dei profitti aziendali hanno alimentato una crescente domanda di abitazioni e di immobili commerciali. E così come per i valori azionari, la maggiore ricchezza connessa alla sostenuta crescita economica potrebbe aver innalzato la tolleranza al rischio degli operatori, incoraggiando l'investimento immobiliare e l'attività speculativa.

Un certo numero di fattori più specificatamente inerenti all'attuale lievitazione dei prezzi immobiliari può contribuire a spiegare l'intensità e la distribuzione geografica e settoriale del fenomeno. In molti paesi, fra cui in particolare il Regno Unito, la domanda effettiva è stata stimolata dal più agevole accesso al credito e dall'allentamento dei vincoli di liquidità a seguito della deregolamentazione finanziaria, dell'innovazione nelle tecniche di finanziamento e della maggiore concorrenza fra gli intermediari. Questi sviluppi sono stati particolarmente importanti per il settore degli immobili residenziali. Vi è stata inoltre la

aumento del
reddito e della
ricchezza,

deregolamentazione,
imposizione fiscale,
evoluzione
demografica,

Corsi azionari e prezzi degli immobili in termini reali¹

1982 = 100

— corsi azionari²

prezzi degli immobili:

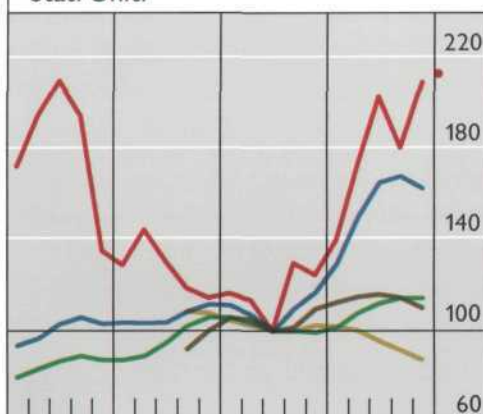
— residenziali³ (a livello nazionale)

— residenziali³ (in determinate aree)⁴

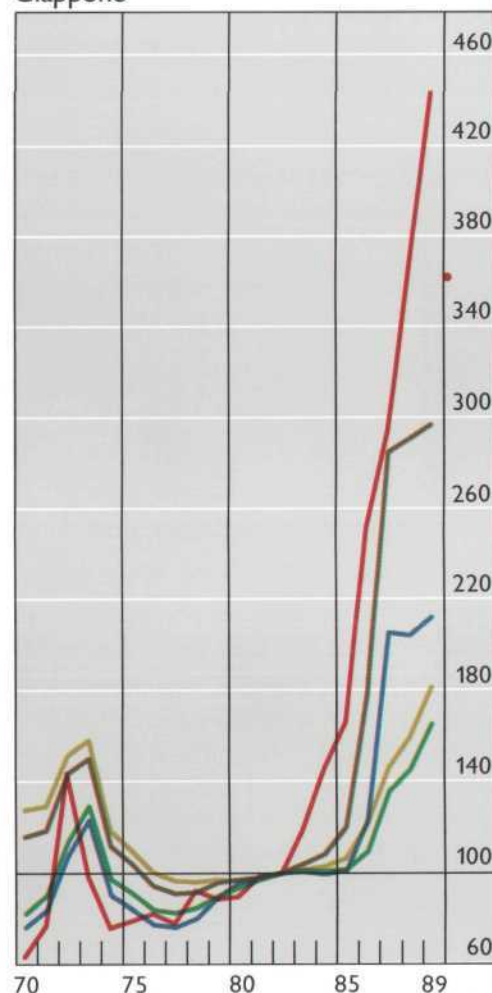
— commerciali⁵ (a livello nazionale)

— commerciali⁵ (in determinate aree)⁴

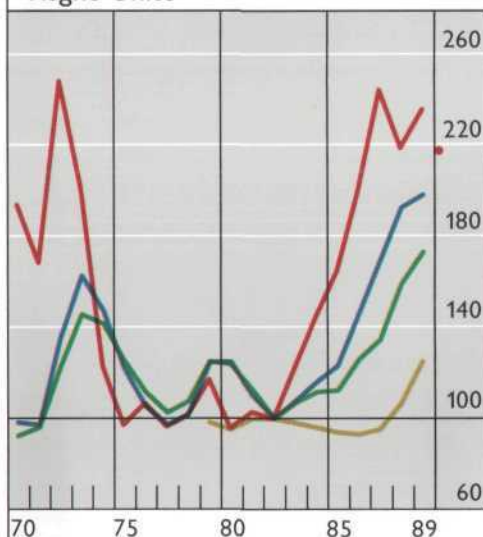
Stati Uniti



Giappone



Regno Unito



¹ Deflazionati con gli indici dei prezzi al consumo.

² Il punto si riferisce a fine marzo 1990.

³ Stati Uniti e Regno Unito, abitazioni; Giappone, terreni a destinazione abitativa.

⁴ Stati Uniti, Nord-Est; Giappone, Tokyo; Regno Unito, Grande Londra.

⁵ Stati Uniti e Regno Unito, immobili; Giappone, superfici a destinazione commerciale.

Fonti: per gli Stati Uniti, National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; per il Giappone, National Land Bureau; per il Regno Unito, Richard Ellis Ltd.

tendenza da parte delle amministrazioni pubbliche a ritirarsi dal mercato delle abitazioni, rimuovendo le restrizioni sui prezzi e/o sui canoni, oppure riducendo l'offerta nel comparto amministrato. Il Regno Unito, la Francia e la Spagna costituiscono esempi tipici al riguardo. In taluni casi anche il sistema impositivo può aver contribuito a innalzare i prezzi, accrescendo l'attrattiva della proprietà immobiliare come investimento-rifugio ai fini fiscali (ad esempio, in Spagna e Giappone), introducendo nuovi o maggiori incentivi all'acquisto della casa (ad

esempio, nel Regno Unito, in Australia e in Spagna), oppure riducendo gli incentivi alla vendita di immobili (segnatamente in Giappone). In alcune aree geografiche hanno agito anche fattori demografici, come la forte crescita della popolazione residente (California e Ontario meridionale) o il modificarsi della sua struttura per età (Regno Unito e Spagna).

La forte crescita dei prezzi degli immobili a destinazione commerciale nelle maggiori città appare altresì collegata alla forte espansione e alla crescente internazionalizzazione del settore dei servizi, in particolare nel comparto finanziario. Il "Big Bang" a Londra e la trasformazione di Tokyo in centro finanziario internazionale si sono accompagnati a un'impennata dei prezzi e dei canoni di locazione degli uffici. Rincari analoghi si sono manifestati nell'Europa continentale, probabilmente in vista della creazione del mercato unico europeo (tabella sottostante). Sulla scia di questi sviluppi sono altresì aumentati i prezzi delle abitazioni nei maggiori centri urbani e nelle zone circostanti.

In contrasto con quanto avvenuto negli anni settanta, l'attuale ascesa dei prezzi non sembra essere stata in generale la conseguenza di rendimenti relativamente bassi, al netto dell'inflazione, sulle attività finanziarie. Qualunque sia il deflatore impiegato, i tassi d'interesse reali sia a breve che a lungo termine negli anni ottanta sono stati superiori a quelli del decennio precedente. Tuttavia, quanto meno in Giappone, a partire dalla metà degli anni ottanta vi è stata una chiara tendenza al ribasso dei tassi corretti per l'inflazione.

Non è facile giudicare il ruolo avuto dalla politica monetaria nell'attuale boom dei prezzi immobiliari, poiché nell'ultimo decennio i tradizionali parametri per la valutazione dell'orientamento della manovra monetaria hanno spesso fornito segnalazioni contrastanti. La presenza di tassi d'interesse reali a breve relativamente alti può fornire erronee indicazioni di restrizione monetaria in presenza di aspettative sensibilmente più favorevoli in termini di flussi di reddito

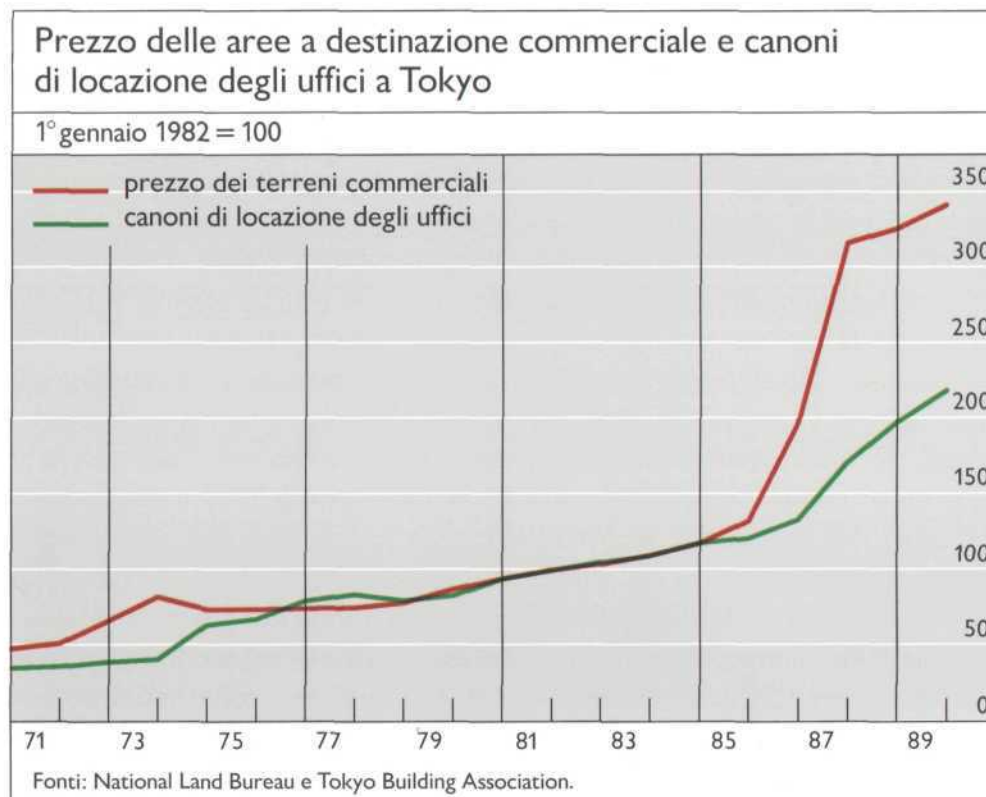
espansione e internazionalizzazione del settore dei servizi,

tassi d'interesse corretti per l'inflazione

e politica monetaria

Incrementi in termini reali dei canoni di affitto di locali per uffici in alcune grandi città*						
Città	1985	1986	1987	1988	1989	1985-89
	variazione percentuale annua					variazione cumulativa
New York	-6,8	-5,8	-3,0	2,1	-4,4	-17,0
Tokyo	6,0	18,2	22,8	5,4	20,9	95,9
Londra	3,6	15,7	37,8	1,4	-7,2	55,5
Parigi	12,4	10,6	5,6	9,6	9,9	58,1
Francoforte	1,9	24,0	9,4	11,0	14,5	75,9
Milano	-3,2	5,6	13,8	23,7	18,7	70,9
Madrid	2,3	20,3	16,1	37,7	8,8	114,0
Amsterdam	-1,6	9,1	1,6	-0,2	11,1	20,9
Bruxelles	4,6	28,9	5,8	12,6	6,7	71,4
Stoccolma	0,7	13,8	18,8	13,2	0,1	54,4
Lisbona	3,2	16,3	22,4	19,4	8,7	90,6
Sydney	1,1	6,4	4,7	6,0	6,8	27,4

* Prezzi deflazionati in base all'indice generale dei prezzi al consumo; dati e definizioni nazionali.
Fonte: Richard Ellis Ltd, Regno Unito.



rivenienti dalle attività reali, mentre la rapida espansione degli aggregati monetari e creditizi nella seconda metà degli anni ottanta può ben essere considerata come un segno di condizioni monetarie distese. Giappone e Regno Unito costituiscono due esempi tipici al riguardo. Inoltre, il generale allentamento della politica monetaria all'indomani della crisi borsistica del 1987 può aver alimentato gli incrementi di prezzo avutisi in alcuni paesi nei due anni successivi.

Particolare attenzione ha destato l'esplosione dei prezzi immobiliari in Giappone. Diversi fattori, come la densità della popolazione, i livelli di reddito pro capite e il sottoutilizzo dei terreni, possono contribuire a spiegare i prezzi elevati della proprietà immobiliare in Giappone secondo i parametri internazionali. A sua volta tale sottoutilizzo deriva da severe restrizioni di pianificazione urbanistica e da disposizioni fiscali che tendono a favorire la proprietà immobiliare rispetto agli investimenti finanziari, nonché l'utilizzo agricolo di suoli urbani. Ciò nondimeno, il livello dei prezzi immobiliari in Giappone è di difficile spiegazione, e il forte incremento subito dalla metà degli anni ottanta ha indotto a temere che i valori raggiunti possano non essere commisurati al potenziale di reddito a lungo termine delle attività.

A partire dal 1985 l'andamento dei prezzi dei terreni a destinazione commerciale a Tokyo si è discostato notevolmente da quello dei canoni di locazione degli uffici (grafico precedente). Questa configurazione è simile a quella del *boom* degli anni 1971-73 che, come venne riconosciuto in seguito, ebbe una dinamica svincolata dalle determinanti fondamentali. E sebbene la divergenza osservata possa essere coerente con le aspettative di una più rapida crescita futura degli affitti e con il calo dei tassi d'interesse reali nell'arco del periodo, non si può escludere la possibilità di una sopravvalutazione. Gli aumenti di prezzo al di fuori dell'area di Tokyo, seppure inferiori, sembrano confortare questa ipotesi.

Aspetti problematici

Il forte aumento di prezzo delle azioni e degli immobili intervenuto in Giappone dal 1985, talvolta denominato anche "inflazione dei prezzi delle attività", ha dato adito a timori circa il suo possibile impatto sul livello dei prezzi di beni e servizi. Considerazioni analoghe sono state espresse nel Regno Unito in connessione al *boom* nel mercato delle abitazioni. Questi timori sono soltanto in parte collegati agli effetti netti di ricchezza esercitati sulla spesa dal rincaro delle attività, i quali, nel caso degli immobili residenziali, possono essere in gran parte di tipo redistributivo, fra proprietari e locatari. Aumentando il valore dei beni costituibili in garanzia, i più elevati prezzi immobiliari favoriscono l'accesso al credito, e quindi la spesa. Poiché i lavoratori appartengono per lo più alla categoria dei locatari, i prezzi più elevati conducono a una distribuzione meno equa dei redditi e possono accrescere le rivendicazioni salariali. Nella misura in cui il rincaro delle abitazioni riduce inoltre la mobilità del fattore lavoro, esso può contribuire a determinare strozzature nell'offerta di manodopera. Inoltre, riducendo in termini relativi il costo della proprietà all'estero, i maggiori prezzi immobiliari possono determinare deflussi di capitali ed esercitare così pressioni al ribasso sul tasso di cambio. Questi effetti vengono rafforzati laddove – come in Giappone – lo stretto nesso fra prezzi immobiliari e corsi azionari può innescare un processo sinergico. Date le notevoli dimensioni della proprietà fondiaria delle società, l'aumento dei prezzi degli immobili fa lievitare sia le quotazioni azionarie sia il valore delle garanzie reali; ciò a sua volta allenta i vincoli finanziari e può consentire nuovi investimenti speculativi. Infine, in particolare quando le decisioni degli operatori economici sono basate su previsioni eccessivamente ottimistiche circa la redditività a lungo termine delle attività, il pericolo potenziale di crisi finanziarie determinate da una brusca inversione dei prezzi può in certa misura condizionare l'impostazione della politica monetaria.

Inflazione
dei prezzi
delle attività

In molti dei paesi nei quali i crescenti prezzi delle abitazioni si sono accompagnati a una notevole espansione dell'indebitamento delle famiglie l'attenzione si è incentrata sulla potenziale vulnerabilità finanziaria dei mutuatari. Esempi tipici a tale riguardo sono Stati Uniti, Regno Unito e Francia. Il rischio è che, a seguito di un aumento dei tassi d'interesse, di un calo dei redditi o di un aggravarsi della disoccupazione, le famiglie possano incontrare serie difficoltà nell'assicurare il servizio del debito, le quali potrebbero a loro volta indurre oppure acuire una recessione economica. Per effetto delle innovazioni nelle procedure finanziarie e dell'allentamento delle restrizioni creditizie che hanno accompagnato di pari passo l'aumento dell'indebitamento, i tradizionali indicatori della fragilità finanziaria sono divenuti di più difficile lettura. Al tempo stesso, vi è la possibilità che il contesto finanziario meno familiare e la protratta crescita economica abbiano indotto taluni mutuatari ad ampliare a dismisura i propri debiti.

Fragilità finanziaria delle
famiglie pesantemente indebitate

I timori a riguardo del crescente indebitamento delle famiglie sono particolarmente vivi, ad esempio, nel Regno Unito e in Francia, due dei paesi in cui il rapporto fra debito e reddito disponibile ha raggiunto massimi storici. Nel Regno Unito, secondo talune stime che tengono conto del solo credito ipotecario, fra il 1978 e il 1989 l'incidenza degli esborsi netti sul reddito disponibile delle persone fisiche è passata dal 20% a oltre il 35% per gli acquirenti della prima casa. In Francia, alla metà degli anni ottanta molte famiglie che avevano contratto prestiti

ipotecari a quote di ammortamento crescenti hanno cominciato a incontrare difficoltà di pagamento allorché la disinflazione ha reso più gravoso l'onere degli impegni esistenti. Un'ampia quota di tali prestiti ha potuto essere rinegoziata, anche per effetto dell'accentuarsi della concorrenza fra gli intermediari finanziari e in virtù di interventi governativi. In prospettiva, la crescente presenza sul mercato del credito ipotecario, a partire dal 1984, di famiglie a basso reddito e a più alto rischio di insolvenza è forse indicativa di difficoltà potenziali.

Credito bancario
al mercato
immobiliare:

Un altro aspetto problematico che di recente è stato oggetto di preoccupata attenzione è il coinvolgimento delle istituzioni finanziarie, e in particolare delle banche, nei mercati immobiliari. In Giappone l'interesse si è finora concentrato sul modo in cui i crediti su vasta scala erogati dalle istituzioni possono aver alimentato il *boom* immobiliare. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove sono emerse indicazioni di un indebolimento dei prezzi e di un eccesso di costruzioni, l'accento è stato invece posto sul possibile impatto dei valori cedenti degli immobili sulla solidità finanziaria dei prestatori.

in Giappone,

In Giappone, fra la fine del 1985 e il 1989, i prestiti all'edilizia e alle società di gestione immobiliare sono cresciuti al ritmo annuo del 20% circa, e la loro quota sul totale dei crediti è salita pressoché di un terzo, portandosi al 17% (tabella sottostante). Si aggiunga che per diverse ragioni tali cifre potrebbero sottovalutare l'entità effettiva sia del credito in essere sia della sua crescita. In primo luogo, esse non comprendono i crediti immobiliari sotto forma di scoperti di conto, né quelli erogati dalle filiali estere di banche giapponesi. In secondo luogo, dal 1985 sono rapidamente aumentati i finanziamenti alle società di *leasing* e di credito al consumo, i quali in parte potrebbero aver finanziato indirettamente prestiti contratti per l'acquisizione di immobili o assistiti da garanzia su questi ultimi. Infine, vi sono indicazioni che parte dei crediti bancari è destinata al finanziamento di filiazioni di imprese non finanziarie specializzate in investimenti immobiliari; e poiché questi prestiti sono garantiti dalla società-madre, essi non sono classificati come crediti immobiliari. Fin dall'inizio del *boom* le autorità hanno sollecitato le banche a contenere l'erogazione di tale forma di credito; nel marzo di quest'anno esse hanno irrigidito il loro atteggiamento prescrivendo alle banche di limitare il tasso di crescita dei prestiti immobiliari all'incremento degli impieghi complessivi.

Crediti immobiliari delle banche commerciali ¹							
Anni	Stati Uniti			Regno Unito			Giappone
	Totale	Immobili residen- ziali	Immobili commer- ciali ²	Totale	Abita- zioni	Edilizia e società immobi- liari	Totale ³
	in percentuale sul totale dei crediti in essere						
1980	29	19	10	12	4	8	11
1985	29	16	13	19	12	7	13
1987	34	18	16	23	14	9	15
1989	37 ⁴	19 ⁴	18 ⁴	23 ⁵	12 ⁵	11 ⁵	17

¹ I dati non sono raffrontabili fra i paesi. ² Comprese le aziende agrarie. ³ Crediti all'edilizia e alle società immobiliari. ⁴ Settembre. ⁵ In parte stimato.

Fonti: Board of Governors of the Federal Reserve System, Banca d'Inghilterra, Banca del Giappone e stime BRI.

Negli Stati Uniti, mentre stanno lievitando i costi della crisi delle casse di risparmio, sono apparsi segni di debolezza anche a livello delle banche commerciali, non da ultimo in quelle aree dove si erano avuti in precedenza forti aumenti nei prezzi degli immobili, come il Nord-Est. In questa regione i crediti immobiliari in mora d'interessi si sono più che triplicati fra quarto trimestre 1987 e quarto trimestre 1989, portandosi da \$ 2,6 a 9,1 miliardi, equivalenti al 4,6% dei prestiti complessivi. Diverse banche hanno accusato consistenti perdite principalmente sui crediti a fronte di immobili commerciali, che vanno ad aggiungersi a quelle già subite dalle banche situate nel Sud-Ovest. Ed è proprio al credito alla proprietà immobiliare commerciale, storicamente più rischioso di quello al comparto abitativo, che va ascritto praticamente l'intero aumento della quota dei prestiti immobiliari sul totale degli impieghi delle banche commerciali dal 1980. Tale quota, pari a quasi il 40%, supera ora per la prima volta quella dei crediti al commercio e all'industria. In tale contesto, un ulteriore deterioramento della qualità dei crediti è desumibile dall'elevato e crescente numero di uffici inoccupati in molte città e, in talune regioni, dall'esuberanza di immobili acquisiti dalla pubblica amministrazione nel corso della liquidazione delle casse di risparmio fallite.

negli Stati Uniti,

Agli inizi del 1990 il Comptroller of the Currency ha rilevato varie pratiche incaute che sarebbero corresponsabili di taluni dei problemi presenti nel settore del credito immobiliare: l'abbassamento dei parametri oggettivi di affidabilità nell'intento di ampliare gli introiti per interessi e commissioni, di cui l'esempio più rilevante è stata la carenza di base patrimoniale dei mutuatari nei progetti di investimento immobiliare; un vaglio poco rigoroso della bontà delle firme; procedure di *window dressing* volte a dissimulare la peggiorata qualità del portafoglio-crediti. Le banche che non hanno inasprito i criteri di affidamento potrebbero essere assoggettate a restrizioni degli impieghi e a coefficienti patrimoniali più elevati.

Nel Regno Unito, seppure non siano ancora palesi perdite effettive, la rapida crescita dell'esposizione bancaria nel settore immobiliare è avvenuta in un contesto caratterizzato da un'aggressiva concorrenza fra gli intermediari, da una forte crescita complessiva del credito, da segni di un progressivo esaurimento dell'ascesa dei prezzi immobiliari e da un inasprimento monetario. Queste circostanze hanno fatto rievocare taluni parallelismi con la crisi delle "secondary banks" della metà degli anni settanta. Fra il 1980 e il 1989 l'incidenza dei prestiti immobiliari sul totale dei crediti bancari si è quasi raddoppiata; tale aumento, che ha portato la quota al livello di circa un quarto, va ascritto in massima parte ai mutui ipotecari per la casa. Nel 1988-89 i prestiti all'edilizia e alle società immobiliari sono cresciuti annualmente di circa il 50% – un tasso d'incremento doppio rispetto ai crediti complessivi – e rappresentano ora oltre il 10% degli impieghi bancari. Nel frattempo è decisamente salito il numero degli uffici inoccupati. A seguito della contrazione del settore finanziario, in parte riconducibile alla sovraespansione connessa al "Big Bang", la quota dei locali per ufficio disponibili nella City di Londra è salita dall'1% nel 1987 al 10% nel 1989. È peraltro ritenuto probabile che essa aumenti ulteriormente.

nel Regno Unito

Sebbene esista in effetti un rischio potenziale di difficoltà, non vanno trascurate numerose differenze rispetto alla situazione presente alla metà degli anni settanta. La crisi di allora si produsse in un segmento del settore bancario

sottratto alla vigilanza e relativamente sottocapitalizzato, quello delle cosiddette "secondary banks", che era cresciuto rapidamente nel periodo in cui le banche commerciali erano soggette a vincoli quantitativi sugli impieghi. Oggi non vi sono tali vuoti di vigilanza e le istituzioni hanno una migliore base patrimoniale. I crediti alle società di promozione immobiliare, che erano stati la principale fonte di perdite per le "secondary banks", sono sì aumentati, ma la punta dell'8% toccata nel maggio 1989 rimane inferiore a quella del 10% raggiunta nel 1975, e la loro distribuzione fra le istituzioni appare più uniforme. In larga parte la recente crescita dell'esposizione bancaria ha riguardato i mutui per l'acquisto di abitazioni esistenti, tradizionalmente meno rischiosi dei prestiti all'edilizia, e in particolare di quelli per il finanziamento di immobili a destinazione commerciale. Infatti, non soltanto il valore del bene costituito in garanzia è più facile da stimare e non rischia di scemare per l'eventuale dissesto del mutuatario prima del completamento del progetto; tale valore appare altresì meno instabile rispetto a quello degli immobili commerciali poiché la domanda di abitazioni tende a fluttuare meno. Il rischio principale per tale categoria di crediti, considerato il livello senza precedenti dell'indebitamento delle famiglie, è che il sopravvenire di diffuse insolvenze possa causare seri problemi di liquidità per le banche non in grado di alienare gli immobili in un mercato depresso. Vi sono talune indicazioni di un calo del margine di garanzia richiesto nei mutui ipotecari per la casa, soprattutto per effetto della più serrata concorrenza fra le banche e le "building societies" a partire dai primi anni ottanta. Nel periodo 1980-87 il rapporto fra ammontare del prestito e valore cauzionale è salito dal 57% a circa il 70% per l'insieme dei mutuatari, e dal 74 all'85% per gli acquirenti della prima casa. Soltanto di recente questi rapporti sono nuovamente calati. Non è tuttavia chiaro in che misura tale evidente restringimento dei margini di garanzia possa costituire un segno premonitore di future difficoltà.

e in altri paesi

Anche in molti altri paesi si è avuto, seppure in misura differenziata, un aumento dell'esposizione delle banche verso il mercato immobiliare (tabella sottostante). Ciò vale ad esempio per il Canada e per diversi paesi europei, fra i quali fa eccezione la Germania. Vi sono almeno tre ragioni per cui questa evoluzione ha destato scarsa attenzione dal punto di vista della potenziale vulnerabilità delle istituzioni creditrici. Se si prescinde dal Canada, finora non vi è stato praticamente alcun segno di cedimento dei prezzi. Laddove si è accresciuta l'esposizione bancaria, ciò ha riguardato principalmente i crediti per l'acquisto di abitazioni. In altri paesi, come Francia e Spagna, l'aumento è in parte andato a scapito

Credito immobiliare erogato dalle banche in determinati paesi ¹						
Anni	Spagna	Francia	Germania	Portogallo	Canada	Svizzera ²
	quota percentuale sul credito al settore privato					
1982	19 ³	27	44	23	30	27
1985	19	28	46	27 ⁴	33	28
1987	20	29	45	33 ⁴	39	29
1989	24	31	44	37 ⁵	43 ⁴	33 ⁶

¹ I dati non sono raffrontabili fra i paesi. ² In percentuale sulle attività totali. ³ 1983. ⁴ Settembre.
⁵ Maggio. ⁶ Stima.
 Fonti: banche centrali nazionali.

della quota dei prestiti erogati da enti creditizi specializzati e può quindi essere stato visto come uno sviluppo in direzione di una maggiore ripartizione del rischio nell'ambito del sistema finanziario.

In una prospettiva più ampia, le difficoltà incontrate in taluni paesi dai prestatori di fondi al mercato immobiliare possono essere viste come sintomatiche di un problema più fondamentale. Esse sono in parte il riflesso dell'accresciuto potenziale di instabilità finanziaria presente in un contesto maggiormente competitivo e in rapida evoluzione, dove è più difficile la valutazione dei rischi ed è maggiore l'incentivo ad assumerli. Negli Stati Uniti, ma anche nel Regno Unito e in Giappone, le banche hanno perso alcuni dei loro migliori clienti imprenditori a vantaggio dei mercati finanziari; nel Regno Unito, in particolare, si è notevolmente intensificata la concorrenza fra gli intermediari, specie fra le banche e le "building societies"; e tanto nel Regno Unito quanto in Giappone i cambiamenti strutturali e le innovazioni intervenute nel sistema finanziario hanno reso più difficile la valutazione sia dei rischi assunti dagli operatori economici sia dell'orientamento della politica monetaria, il che potrebbe aver consentito all'espansione del credito complessivo di procedere oltre misura.

Se la precedente analisi è corretta, essa evidenzia la desiderabilità di un'accresciuta vigilanza in quei paesi dove si assiste a un rapido mutamento nei contorni del sistema finanziario. Essa sottolinea altresì l'importanza dei progressi recentemente compiuti nel rafforzare la base patrimoniale delle banche, in linea con i nuovi requisiti concordati a livello internazionale. E questi progressi non andrebbero trascurati nel valutare la potenziale vulnerabilità delle istituzioni di fronte a uno scadimento qualitativo delle loro attività.

Il potenziale di instabilità finanziaria in un contesto concorrenziale e in rapida evoluzione

Il coinvolgimento delle banche in operazioni di ristrutturazione finanziaria delle società

L'esposizione creditizia delle banche verso il mercato immobiliare non è stata l'unica area oggetto di riflessione nel periodo sotto rassegna. Un altro aspetto che ha richiamato considerevole attenzione è il coinvolgimento delle banche medesime nelle cosiddette *highly leveraged transactions* (HLT), ossia in quelle operazioni di ristrutturazione finanziaria di società che implicano un sostanziale aumento del grado di indebitamento (*leveraged buy-outs*, acquisizioni con capitale di prestito e ricomposizioni del patrimonio). Le crescenti esposizioni bancarie, le indicazioni di un abbassamento dei requisiti di affidabilità creditizia e i segni sempre più numerosi di difficoltà finanziarie nelle società ristrutturate, sono tutti elementi a sostegno della tesi secondo cui vi sarebbe stata una sottovalutazione dei rischi insiti in tali transazioni e/o una sopravvalutazione delle aziende acquisite. Benché le HLT costituiscano un fenomeno essenzialmente statunitense, la crescente partecipazione di banche estere al finanziamento delle operazioni realizzate negli USA ha richiamato l'attenzione delle autorità di vigilanza di altri paesi, segnatamente Giappone e Regno Unito.

Taluni segni di logoramento nel mercato delle HLT sono stati particolarmente evidenti nel segmento delle obbligazioni ad alto rendimento (meglio note come *junk bonds*), che negli ultimi anni hanno avuto un ruolo crescente nel finanziamento delle operazioni in discorso. L'esempio più di spicco è stato il fallimento,

Cresce l'attenzione suscitata dal coinvolgimento delle banche nelle "HLT" ...

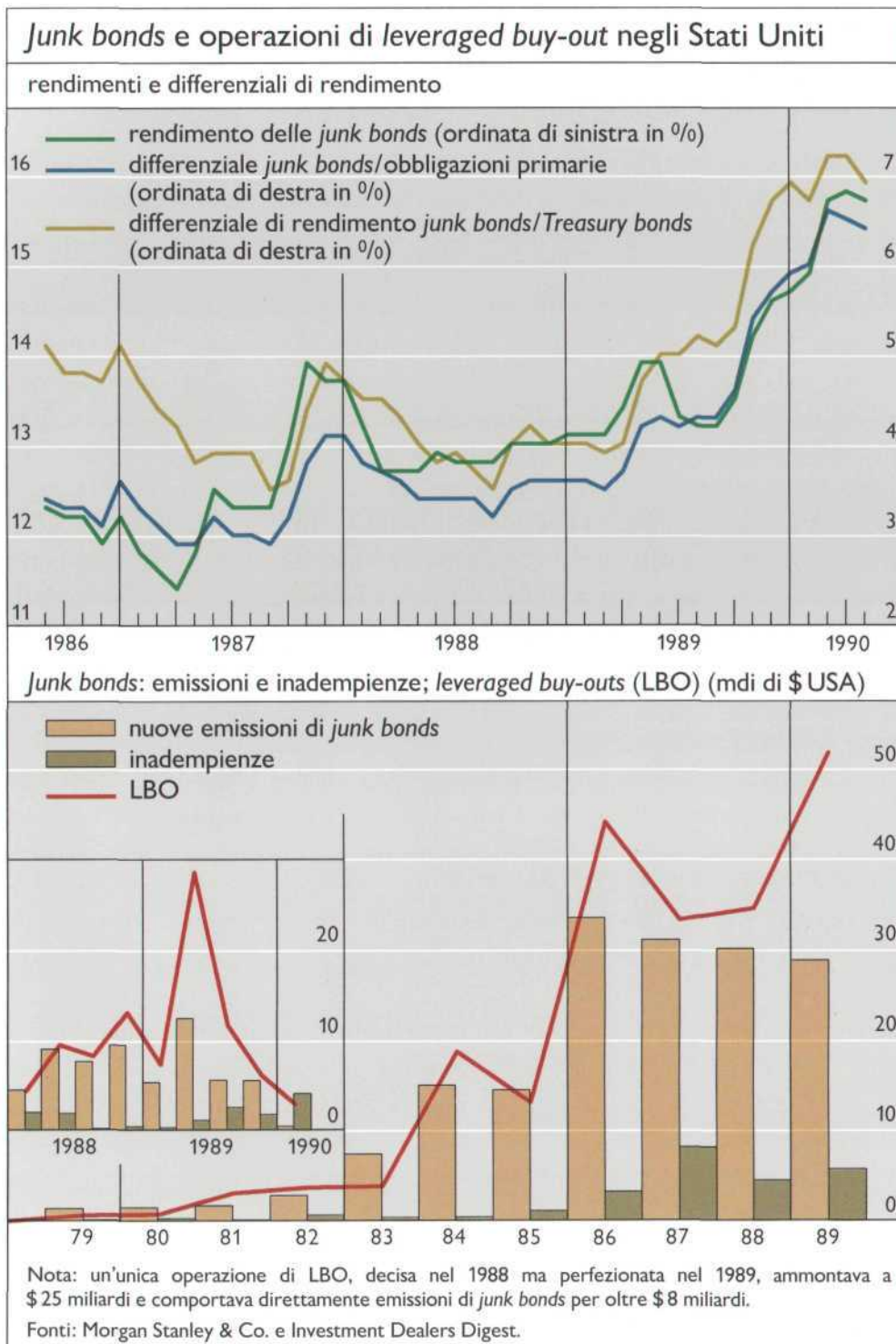
... con l'emergere di segni di logoramento nel mercato

nel febbraio di quest'anno, del principale operatore nel mercato primario e secondario di questa categoria di titoli, fallimento che nonostante la sua portata non pare avere avuto finora un grosso impatto sul resto del sistema finanziario. Tuttavia, taluni segni di tensione si erano già manifestati almeno fin dall'autunno 1989. Essi sono emersi in connessione con una grave crisi di liquidità attraversata da un'impresa di distribuzione al dettaglio ristrutturata (settembre 1989), con il mancato perfezionamento di un'operazione-chiave per la quale non era reperibile finanziamento mediante *junk bonds*, che ha innescato la "mini-crisi" del mercato azionario (ottobre 1989), e con il declassamento del debito della società oggetto della maggiore operazione finora realizzata (gennaio 1990). Almeno a partire dalla metà del 1989 sono fortemente aumentati sia il premio di rendimento delle *junk bonds* sulle obbligazioni di qualità primaria sia il volume delle inadempienze, e alla fine del primo trimestre di quest'anno si era quasi esaurito il flusso di nuove emissioni (grafico di pagina 118). Un crescente numero di società ristrutturate con un pesante onere debitorio ha avuto difficoltà nel far fronte ai propri impegni finanziari ed è stato costretto a rinegoziare le passività con i creditori, finora per lo più al di fuori di procedimenti concorsuali. Tutti questi segni di malessere, che hanno condotto a una virtuale stasi delle nuove operazioni di ristrutturazione, sono parte di un più vasto "paesaggio" finanziario caratterizzato da declassamenti del merito di credito e da una flessione dei *cash flows* e dei margini di profitto.

La rapida espansione delle HLT negli Stati Uniti a partire dai primi anni ottanta, che rientra nella più vasta ondata di fusioni e acquisizioni societarie, ha potuto realizzarsi soltanto con un sostanziale coinvolgimento delle banche. Sebbene non siano disponibili cifre aggregate sulle operazioni di ricomposizione patrimoniale e di acquisizione finanziate con capitale di prestito, secondo talune stime fra il 1982 e il 1989 i prestiti bancari accordati a fronte delle sole LBO potrebbero essere ammontati a circa \$ 100 miliardi. Di questi una quota crescente è attribuibile a banche non statunitensi. Si valuta che da fine 1987 a metà 1989 queste banche abbiano fornito oltre la metà dei finanziamenti bancari iniziali erogati per le operazioni in parola. Particolarmente attive sono state le banche giapponesi.

Le stime sul livello dell'esposizione delle banche vanno prese con molta cautela, se non altro a causa dei problemi di definizione. In base ai risultati di inchieste ufficiali emerge che alla fine del primo trimestre 1989 l'esposizione totale delle banche situate negli USA a fronte di HLT era probabilmente dell'ordine di \$ 150 miliardi, di cui il 40% circa sotto forma di impegni a fermo a erogare fondi. Secondo altre rilevazioni, a metà 1989 l'esposizione creditizia di tredici e di cinquanta fra i maggiori gruppi bancari USA risultava rispettivamente di circa \$ 65 e oltre \$ 100 miliardi. L'esposizione delle istituzioni minori, in particolare di quelle non fungenti da promotrici nelle operazioni suddette, era in media probabilmente inferiore, sebbene vi siano talune indicazioni di una sua sensibile espansione nel corso del 1989. Stime più particolareggiate indicano che a metà settembre l'esposizione totale dei tredici maggiori gruppi bancari USA era pari in media al 130% circa del patrimonio (tabella di pagina 119). Essa costituisce più del doppio dell'esposizione media verso i paesi in via di sviluppo al netto degli accantonamenti a riserva, e implica un considerevole incremento rispetto ai livelli di

L'esposizione
delle banche
si è fortemente
ampliata...



fine 1988, pur essendo in parte il risultato di una riduzione di capitale proprio connessa ai maggiori accantonamenti a fronte dei crediti verso i PVS. D'altro canto, la maggiore esposizione media (che a fine anno risultava ulteriormente accresciuta) sembra ricollegabile principalmente al recente ampliamento della definizione di HLT ai fini della regolamentazione bancaria.

L'esposizione a fronte delle HLT è costituita in massima parte da prestiti e da impegni a fermo a erogare fondi. Tipicamente, un'operazione è attuata da un gruppo di banche consorziate che cedono quindi parte dei loro crediti ad altre banche (per lo più regionali o estere) e a istituzioni finanziarie non bancarie

Esposizione complessiva a fronte di HLT di tredici grandi gruppi bancari USA¹

Voci	fine 1988	metà 1989 ²	settembre 1989	fine 1989 ²
In percentuale sul patrimonio				
Media	81	114	130	140
Campo di variazione	14-160	29-204	33-267	36-294
Numero di banche in ciascuna fascia percentuale				
Oltre il 100%	5	8	9	10
Oltre il 150%	2	5	6	6
Oltre il 200%	0	1	2	4
Oltre il 250%	0	0	1	2
Esposizione totale (in miliardi di dollari USA)	42	64	64	73

¹ Prestiti, linee di credito non revocabili e investimenti in strumenti debitori subordinati e in azioni. Le cifre per fine 1989 sono basate sulla definizione di HLT stabilita dagli organi di regolamentazione bancaria nell'ottobre 1989. Le altre cifre sono basate sulle definizioni adottate dalle varie banche, le quali differiscono notevolmente da una istituzione all'altra. Pertanto i dati non sono del tutto comparabili a livello delle istituzioni e nel tempo. ² Dati in parte stimati.

Fonti: Thomson Bankwatch Inc., Keefe, Bruyette and Woods Inc.; stime BRI.

(tabella di pagina 120). Nel caso di talune *money center banks* fino al 70% delle operazioni di cessione di crediti avrebbe per oggetto prestiti accordati nel quadro di HLT.

L'esposizione dei gruppi bancari è costituita in parte da strumenti debitori subordinati, fra cui *junk bonds*, e da azioni. I dati disponibili fanno ritenere che nel caso delle banche maggiormente coinvolte le attività di questo tipo ammontino a oltre il 10% dell'esposizione totale a fronte di HLT. Si è inoltre stimato che le banche detengano circa un quinto di alcuni dei maggiori fondi di investimento azionari in LBO.

La motivazione tipicamente addotta dalle banche per spiegare il coinvolgimento nelle HLT è l'erosione dei margini di profitto nell'attività creditizia tradizionale sotto la pressione concorrenziale esercitata sia dalle imprese già loro clienti, sia dalle società di intermediazione mobiliare. Come nel caso dei prestiti immobiliari le banche sono state costrette a ricercare impieghi più redditizi, ma probabilmente più rischiosi. Per le banche promotrici delle HLT, queste operazioni hanno offerto diversi vantaggi. Partecipando al finanziamento le banche hanno potuto trattenere parte della loro clientela, sono state in grado di competere più efficacemente con gli operatori in titoli nell'attività di consulenza sulle fusioni e, *de facto*, nel sottoscrivere parte delle passività delle aziende ristrutturate; inoltre, esse hanno ottenuto cospicui proventi per commissioni senza gravare sull'adeguatezza patrimoniale, specie attraverso la cessione di crediti. Fra il 1984 e il 1988 presso le *money center banks* i proventi non da interessi in rapporto a quelli derivanti da interessi sono aumentati dal 43 al 73%. Per le banche che hanno acquistato crediti dalle istituzioni promotrici le HLT hanno offerto la possibilità di impieghi ad alto rendimento realizzati con un più basso dispendio di risorse in termini di raccolta ed elaborazione di informazioni.

... a causa delle pressioni concorrenziali ...

... e delle favorevoli prospettive reddituali

Le condizioni di prezzo dei prestiti fanno in effetti ritenere che i rendimenti sulle HLT possano essere particolarmente elevati in raffronto ai crediti convenzionali alle imprese. La maggiorazione di tasso sul LIBOR va tipicamente da 200 a 300 punti base. A ciò si aggiunge una varietà di attraenti commissioni per un ammontare normalmente compreso fra l'1,5 e il 3% dell'affidamento. La misura in cui il rendimento effettivo corrisponde a questi termini contrattuali dipende tuttavia dai rischi insiti nella transazione.

In definitiva la rischiosità dei crediti erogati a fronte di HLT deriva dalla maggiore variabilità attesa dei connessi introiti, data l'incidenza maggiore che vengono ad assumere i prestiti bancari nel passivo della società e la minore consistenza della base di capitale. Ciò è vero quale che sia la fonte di finanziamento del rimborso, il *cash flow* operativo ovvero la vendita di attività. Secondo taluni studi, nelle operazioni di LBO l'entità dei crediti con prelazione, forniti in massima parte da banche, varia fra il 40 e l'85% del finanziamento, mentre il debito subordinato e il capitale azionario ammontano rispettivamente al 10-40% e all'1-20%. La quota di finanziamento bancario è decisamente superiore ai parametri tradizionali del credito erogato alle imprese. Come si è osservato nella Relazione dello scorso anno, vi sono in effetti validi motivi per ritenere che i nuovi assetti finanziari possano accrescere il flusso di reddito generato dalle attività delle società interessate, principalmente restringendo la discrezionalità della direzione nel perseguire obiettivi non orientati al profitto. Ma l'accresciuto reddito non costituisce necessariamente un vantaggio per i finanziatori delle HLT nella misura in cui esso è incorporato nelle aspettative degli azionisti preesistenti ed è rispecchiato dal prezzo di acquisto della società.

L'elevato grado di indebitamento aumenta i rischi

Tipologia delle cessioni di crediti commerciali e industriali delle banche USA ¹		
Voci	Metà 1988	Metà 1989
	Importi in essere, in percentuale sulle cessioni	
In base al cedente		
Collegate a incorporazioni	23	45
"Money center banks"	63	71
In base al cessionario		
Banche interne	34	34
di cui:		
banche maggiori ²	27	31
Banche estere ³	44	45
Altre ⁴	23	20
Per memoria:		
Totale (miliardi di dollari USA)	53,1	72,2

¹ Dati derivati dall'inchiesta "Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices" condotta presso le sessanta maggiori banche interne USA. Le segnalazioni di vigilanza indicano che queste banche totalizzavano oltre il 90% delle cessioni totali di crediti effettuate da banche commerciali nel secondo trimestre 1989. Il numero delle istituzioni interpellate è stato pressoché uguale nei due anni. ² Con un attivo di bilancio di almeno \$ 2 miliardi. ³ Filiali e agenzie di banche estere situate negli USA e loro dipendenze all'estero. ⁴ Comprende principalmente imprese non finanziarie, fondi-pensione, fondi comuni di investimento, dipartimenti bancari di gestione fiduciaria, società di finanziamento e compagnie di assicurazione.

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Una caratteristica delle transazioni che implica il rischio di una maggiore varianza dei flussi di ricavo connessi a questo tipo di finanziamenti è il livello particolarmente basso dell'indice di copertura finanziaria – ossia del rapporto fra *cash flow* operativo e interessi passivi – nelle società ristrutturate. I valori richiesti dalle banche prestatrici per tale indice sono stati normalmente compresi fra 1,0 e 1,5, con una certa tendenza a concentrarsi intorno al limite inferiore nelle operazioni più recenti. Nelle tradizionali pratiche di credito delle imprese, per contro, spesso non è posta alcuna condizione in termini di indice di copertura finanziaria, in quanto il margine offerto dai flussi monetari per il pagamento di interessi è di norma assai più consistente.

La maggiore variabilità potenziale dei ricavi acuisce altresì il rischio di firma che le banche si assumono allorché si impegnano per un certo tempo a erogare fondi in misura superiore all'esposizione finale prevista, allo scopo di assicurare la riuscita dell'operazione e di introitare commissioni. Anche quando i prestiti non sono ceduti, ci si attende che essi siano in parte rapidamente rimborsati con fondi raccolti mediante l'emissione di strumenti debitori subordinati. Il rischio è che, soprattutto a seguito di un brusco mutamento delle condizioni di mercato, le banche non siano in grado di ridurre la loro esposizione se non a prezzo di pesanti perdite.

Gestione del
rischio

Oltre che con una cauta e approfondita valutazione del potenziale di reddito della società, nonché della sua sensibilità al ciclo economico, e con una sana strategia di diversificazione, le banche possono gestire il rischio economico insito nelle HLT in tre diversi modi. In primo luogo, esse possono pretendere che la società si copra a fronte di parte delle sue passività a tasso variabile. Vi è notizia che gli accordi di prestito prescrivano normalmente una copertura per il 50% dei debiti a tasso variabile per i primi due-tre anni. A tale scopo sono impiegati vari strumenti, come *caps* e *swaps* di tasso d'interesse. In secondo luogo, le banche possono limitare la discrezionalità della direzione nell'impiego delle risorse finanziarie della società. Le restrizioni assumono tipicamente la forma di requisiti minimi di copertura degli interessi passivi, di limitazioni alla spesa per nuovi investimenti e all'emissione di nuovi strumenti debitori, di divieto del pagamento di dividendi alle azioni ordinarie per i primi anni, di "recapture clauses" che impongono di destinare i proventi della vendita di attività al rimborso di debiti con prelazione e, eventualmente, l'estinzione anticipata di tali debiti nel caso in cui i risultati gestionali della società superino le aspettative. In terzo luogo, le banche possono assicurarsi un diritto prioritario nel recupero dei propri crediti sia che la società rimanga operante sia che essa venga posta in liquidazione. Diverse convenzioni e clausole apposte ai contratti di prestito sono concepite a tale scopo. Inoltre, in gran parte i crediti bancari paiono essere assistiti da garanzie reali che attribuiscono un diritto di prelazione nel caso di liquidazione della società finanziata. Le garanzie più comuni sembrano consistere in privilegi generali sulle attività, in azioni di imprese affiliate, in scorte e crediti commerciali.

Incertezze
giuridiche

Data la novità e la complessità delle transazioni, sussistono peraltro diverse incertezze giuridiche a loro riguardo. Seppure potenzialmente importanti, esse si sottraggono a una quantificazione e finora non sono sostanzialmente passate al vaglio di procedimenti giudiziali. In talune circostanze i tribunali potrebbero disconoscere la validità delle garanzie reali a favore delle banche e considerare i

loro crediti alla stregua di quelli senza prelazione. Un'eventuale motivazione potrebbe essere la circostanza che il creditore privilegiato è ritenuto esercitare un rilevante controllo sulla gestione ("lender liability"). Questa obiezione potrebbe riguardare in particolare i gruppi bancari che detengono direttamente o indirettamente partecipazioni azionarie nelle società ristrutturate ("equitable subordination"). Un altro possibile fattore di incertezza è dato dal fatto che il tribunale potrebbe ritenere che le transazioni abbiano indebitamente pregiudicato gli interessi dei precedenti creditori non assistiti da garanzia accrescendo le passività dell'impresa oltre la sua capacità di far fronte agli impegni ("fraudulent conveyance"). I criteri probatori previsti dalla legislazione sono tali da imporre un grave onere al debitore e alle banche prestatrici chiamate a difendersi in giudizio da impugnative di questo genere. Un'ulteriore questione alquanto nebulosa è la responsabilità giuridica ultima nelle cessioni dei crediti. Di conseguenza, l'esposizione effettiva delle banche cedenti potrebbe essere maggiore di quanto appare dai bilanci. Il rischio è particolarmente rilevante nel caso delle banche agenti che hanno promosso le operazioni di finanziamento e hanno successivamente ceduto la totalità o gran parte dei loro crediti.

Almeno sino alla fine del 1988 la qualità dei prestiti a fronte di HLT, quantunque in via di deterioramento, appariva relativamente buona. Da allora, invece, lo scadimento di qualità ha destato una certa preoccupazione. Secondo quanto risulta da un'inchiesta compiuta dal "Board of Governors of the Federal Reserve System", nel 1989 i prestiti collegati a fusioni e acquisizioni societarie facevano registrare un'incidenza delle perdite superiore a quella degli altri crediti commerciali e industriali presso il 40% circa delle banche interpellate, allorché la frequenza era stata del 25% circa nel 1988 e nulla nel 1986. Dalla fine del 1988 alla metà del 1989 la percentuale delle posizioni creditorie "criticised" da parte dell'Office of the Comptroller of the Currency presso le undici maggiori banche multinazionali era quasi raddoppiata, salendo dal 9 al 17%. Nell'autunno il Comptroller ha evidenziato diversi segni di potenziale fragilità. I termini dei crediti risultavano peggiorati, per effetto dei più elevati prezzi pagati per l'acquisizione delle società in relazione ai profili reddituali e dell'allungamento dei periodi di rientro dall'esposizione; il prosciugarsi del mercato delle *junk bonds* spingeva le banche ad assumere quote più ampie del finanziamento complessivo delle HLT; alcune banche agenti incontravano crescenti difficoltà nel cedere i propri crediti; infine, stava crescendo il coinvolgimento di istituzioni minori con procedure di valutazione del credito meno sofisticate e con una minore esperienza nelle operazioni in questione.

Vi è il rischio che la qualità dell'esposizione bancaria subisca un ulteriore peggioramento. Come mostrano le tendenze relative ai prezzi e alle condizioni di finanziamento, vi sono indicazioni del fatto che la concorrenza ha progressivamente assottigliato i margini di profitto ottenibili nelle fasi precedenti dell'ondata di HLT. Data la crescita passata del volume di HLT, nonché la tipica configurazione dell'ammortamento del debito (rimborso del 50% nell'arco di cinque anni), la reale verifica è ancora di là da venire.

Pertanto, se il passato ha mostrato quanto potesse risultare lucrativa per le banche la partecipazione alle HLT, il futuro permetterà verosimilmente di appurare la rischiosità di più lungo periodo degli impegni assunti dalle banche

Il deterioramento
della qualità
dei prestiti...

... induce
all'azione gli
organi di vigilanza

medesime in queste operazioni. È particolarmente arduo stimare la probabilità che insorgano seri problemi in tale componente dei portafogli delle istituzioni creditizie e la portata delle relative conseguenze per l'intero sistema bancario. Le HLT non costituiscono affatto un aggregato omogeneo, in quanto esse comprendono operazioni con caratteristiche assai differenti in termini di incidenza dell'indebitamento e dei connessi oneri per interessi, di strutture di finanziamento e di sensibilità alle variazioni congiunturali. Anche se l'esposizione del sistema bancario è destinata probabilmente a ridursi, le incertezze giuridiche complicano il giudizio sulla sua distribuzione fra le banche e sui valori di recupero in caso di liquidazione. La prassi di cedere i crediti ha probabilmente permesso di ripartire meglio il rischio nel settore finanziario. Al tempo stesso, tuttavia, essa potrebbe aver creato i presupposti per l'insorgenza di grosse difficoltà in tempi meno propizi, allorché le transazioni potranno richiedere una loro rinegoziazione. Tenuto conto dei segni di rallentamento dell'economia USA e di altri fattori di potenziale sensibilità al ciclo congiunturale nei portafogli bancari, fra cui i crediti alla proprietà immobiliare commerciale, appare giustificata l'attenzione prestata al coinvolgimento delle banche nelle HLT (tabella sottostante). Le autorità di vigilanza hanno pertanto intensificato la loro azione di sorveglianza e di coordinamento, che è consistita tra l'altro nell'adozione, nell'ottobre 1989, di una definizione comune di HLT da parte dei tre principali organi statunitensi di regolamentazione dell'attività bancaria a livello nazionale.

Le informazioni sul coinvolgimento delle banche non statunitensi nelle HLT non sono facilmente disponibili e restano piuttosto frammentarie. Benché le banche giapponesi siano state particolarmente attive nel finanziamento delle transazioni realizzate negli Stati Uniti, soltanto una grande banca ha reso nota la sua esposizione a fronte di HLT, allorché le sue azioni sono state ammesse alla

Portafoglio-prestiti delle banche commerciali USA; metà 1989 ¹			
Voci	in miliardi di dollari USA	Quota percentuale sui crediti totali	Quota percentuale sul patrimonio
Crediti commerciali e industriali	609	31	295
Prestiti immobiliari ²	720	36	349
di cui:			
immobili commerciali ed edilizia	345	17	167
agricoltura e abitazioni	375	19	182
Prestiti personali	376	19	182
Altri	284	14	138
Totale	1.989	100	964
Per memoria:			
operazioni di ristrutturazione finanziaria (HLT) ³	60	3	29
paesi in via di sviluppo	71	4	34

¹ Stabilimenti nel territorio nazionale e all'estero di banche commerciali USA. I dati non comprendono le filiali e agenzie di banche estere negli USA. ² La ripartizione fra le differenti sottocategorie del credito immobiliare è approssimativa. ³ Stime approssimative che si riferiscono unicamente ai prestiti effettivamente erogati e si basano su varie fonti ufficiali e non ufficiali.
Fonti: Board of Governors of the Federal Reserve System; stime BRI.

quotazione presso la Borsa di New York nel settembre 1989. Tale esposizione appariva sensibilmente inferiore a quella tipica delle maggiori banche USA. Le autorità giapponesi hanno tuttavia manifestato una certa preoccupazione a riguardo del coinvolgimento delle banche nazionali, in particolare di quello delle istituzioni minori. Anche per quanto concerne le banche del Regno Unito le stime indicano un'esposizione più limitata nei confronti delle HLT. Presso cinque delle istituzioni maggiormente esposte i crediti di tale tipo erano stimabili nel 1989 a oltre £ 10 miliardi e rimanevano in tutti i casi ben inferiori al 100% del loro patrimonio. Almeno in un caso, tuttavia, il fatto che alcune delle società ristrutturate con operazioni di LBO fossero state poste in amministrazione controllata ha richiamato l'attenzione sull'esposizione della banca prestatrice. Sebbene le autorità di vigilanza non abbiano espresso particolari timori, esse starebbero sorvegliando attentamente il coinvolgimento delle banche nelle HLT.

Regolamentazione e vigilanza prudenziale

Nel periodo sotto rassegna sono state prese diverse iniziative al fine di migliorare il sistema di regolamentazione e vigilanza prudenziale del settore finanziario. In un caso, quello della ristrutturazione della disciplina delle "thrift institutions" (casse di risparmio) negli Stati Uniti, si è trattato dell'intervento delle autorità in risposta a una specifica crisi. Più in generale, l'azione è stata guidata dalla necessità di adeguare le prescrizioni prudenziali al rapido cambiamento nell'organizzazione dell'attività finanziaria, in quanto le linee di demarcazione geografiche e operative hanno subito un'ulteriore erosione a livello mondiale. Due importanti esempi in tal senso sono costituiti dai lavori per definire l'assetto del mercato unico europeo dei servizi finanziari e quelli per armonizzare i requisiti di adeguatezza patrimoniale degli operatori in valori mobiliari.

La riforma delle casse di risparmio negli Stati Uniti

Nell'agosto 1989 il Congresso ha approvato il "Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act" nell'intento di risolvere i problemi in cui si dibatteva da lungo tempo il settore delle casse di risparmio (si veda la Relazione dello scorso anno). La legislazione istituisce un nuovo ente governativo, denominato "Resolution Trust Corporation", allo scopo di liquidare le istituzioni insolventi, e opera una riforma dell'assetto normativo del settore in questione. Tale riforma comprende una serie di disposizioni: il trasferimento delle funzioni regolamentative della "Federal Savings and Loan Insurance Corporation" e del "Federal Home Loan Bank Board" (ambedue soppressi) rispettivamente alla "Federal Deposit Insurance Corporation" e all'"Office of Thrift Supervision", creato presso il Dipartimento del Tesoro; l'applicazione di più stringenti requisiti patrimoniali, maggiormente in linea con quelli prescritti alle banche commerciali; limitazioni dell'operatività consentita dal lato dei crediti e degli investimenti, fra cui l'obbligo di liquidare entro la metà del 1994 il portafoglio di *junk bonds*. Poiché la legge riduce i vantaggi dell'appartenenza alla categoria delle "thrift institutions", essa contribuirà a determinare una sensibile contrazione del settore nei prossimi anni.

I costi per la chiusura delle istituzioni insolventi, compresi gli interessi dovuti, erano stati inizialmente valutati dall'Amministrazione in \$ 166 miliardi,

Il settore delle casse di risparmio viene ristrutturato...

... mentre salgono
i costi stimati

ripartiti nell'arco di oltre dieci anni. Secondo le ultime stime del Congresso tali costi ammonterebbero ora a \$ 243 miliardi, con la possibilità di un ulteriore considerevole aumento. Negli ultimi tempi sono ancora aumentate le perdite operative del settore, i corsi delle *junk bonds* hanno subito un sensibile calo, nel mercato immobiliare sono emersi ulteriori segni di debolezza e la cessione delle attività si sta dimostrando più difficile del previsto. Secondo le stime della FDIC il numero di istituzioni ancora da chiudere va da 225 a 295 unità – che si aggiungono alle 250 circa già poste sotto il controllo delle autorità – per un attivo totale di \$ 160–200 miliardi.

Il mercato unico europeo dei servizi finanziari

Il progetto di mercato unico europeo si basa sul principio del "mutuo riconoscimento" delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative nazionali, giusta l'armonizzazione dei requisiti "essenziali" di vigilanza. Questo principio definisce il quadro delle operazioni finanziarie transnazionali e determina in definitiva l'ambito in cui può esercitarsi la concorrenza, non soltanto nella prestazione di servizi finanziari, ma anche fra gli assetti normativi nazionali. Il principio costituisce la base di varie direttive specifiche, attualmente in differenti stadi di evoluzione, che definiscono i contorni precisi del mercato unico.

Approvazione
della Seconda
Direttiva
bancaria...

La Seconda Direttiva sul coordinamento dell'attività degli enti creditizi, che stabilisce il quadro di riferimento per la vigilanza bancaria, è stata definitivamente approvata nel dicembre 1989. Gli Stati membri dovranno conformarsi non oltre il 1° gennaio 1993. La direttiva definisce un'ampia gamma di attività consentite alle banche ("enti creditizi"), comprese le operazioni in titoli, il che corrisponde a grandi linee al concetto di "banca universale". Le istituzioni autorizzate a operare in uno Stato membro possono svolgere le attività consentite sia direttamente sia stabilendo liberamente proprie filiali in tutta la Comunità (principio del "passaporto unico"), unicamente nel rispetto della normativa del paese d'origine (principio del "controllo dello Stato membro d'origine"). I requisiti minimi per l'autorizzazione prevedono una dotazione iniziale di capitale (ecu 5 milioni) e l'obbligo di comunicare alle autorità dello stato autorizzante l'identità degli azionisti in grado di esercitare un'influenza rilevante sulla gestione dell'ente (aventi cioè una "partecipazione qualificata"), onde consentire alle autorità stesse di rifiutare o revocare l'autorizzazione qualora tali azionisti siano giudicati privi dei requisiti confacenti.

La Direttiva non pone limiti alla partecipazione di imprese non finanziarie nel capitale delle banche. Per contro, le "partecipazioni qualificate" singole e complessive di ciascuna banca nel capitale di imprese non finanziarie sono limitate rispettivamente al 15 e al 60% dei fondi propri. Non esiste invece alcuna limitazione di questo tipo per le società di assicurazione. Affinché le banche che superano tali limiti, segnatamente quelle tedesche, possano adeguarsi con gradualità al regime predetto, è concesso un periodo di comporta di dieci anni.

Il progetto originario della Direttiva aveva suscitato considerevoli apprensioni fra i paesi extra-comunitari. La proposta clausola di reciprocità era stata interpretata come facoltà data alla Commissione di non concedere l'autorizzazione all'insediamento di filiali di banche estere o all'acquisizione di partecipazioni in banche CEE ove la Commissione medesima avesse accertato che le banche

comunitarie non godevano di un "trattamento di reciprocità", vale a dire che non erano abilitate a svolgere nel paese extra-comunitario in questione tutte le attività permesse nella Comunità. I timori di una restrizione nell'accesso ai mercati CEE erano particolarmente sentiti in quei paesi, segnatamente Stati Uniti e Giappone, nei quali l'attività bancaria propriamente detta e quella di intermediazione mobiliare sono mantenute in gran parte separate. Il testo finale ha tuttavia dissipato gran parte di questi timori. Ora il criterio-base è quello del "trattamento nazionale", ossia della non discriminazione, nei paesi extra-comunitari, fra le istituzioni nazionali e quelle di emanazione estera. Ove venga accertata la mancanza di questa parità di trattamento, le sanzioni possono essere decise unicamente dal Consiglio dei Ministri. Queste assumono la forma di una sospensione dell'autorizzazione per un periodo fino a tre mesi, con possibilità di rinnovo. Se la Commissione constata che in un paese terzo, pur vigendo sostanzialmente il "trattamento nazionale", non è offerto agli enti comunitari un "effettivo accesso al mercato" paragonabile a quello concesso dalla Comunità agli enti creditizi di tale paese terzo, essa può richiedere al Consiglio un mandato per avviare negoziati volti a porre rimedio a questa situazione. Non sono tuttavia irrogabili sanzioni. Le suddette disposizioni non si applicano retroattivamente.

Il quadro minimo di armonizzazione dei requisiti patrimoniali delle banche è definito in due distinte direttive: la Direttiva sui fondi propri, emanata nell'aprile 1989, e la Direttiva sul coefficiente di solvibilità, emanata nel dicembre dello stesso anno. Se si prescinde da differenze di scarsa rilevanza, i requisiti patrimoniali sono conformi a quelli per le banche internazionali concordati nel 1988 dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria.

Le due direttive che disciplinano l'attività degli operatori non bancari in titoli sono ancora in una fase preliminare della procedura di elaborazione. La proposta di Direttiva sui servizi di investimento è fondata sui principi del "passaporto unico" CEE e del controllo da parte del paese di origine, ancorché la regolamentazione dell'attività competerebbe in via primaria alle autorità di vigilanza del paese ospitante. Una proposta della Commissione per una direttiva sull'adeguatezza patrimoniale delle imprese d'investimento mobiliare formula una definizione comune di fondi propri e stabilisce una serie di requisiti minimi di capitale. La proposta contempla il rischio di posizione per le istituzioni bancarie e non bancarie.

Vigilanza sugli operatori in valori mobiliari e rischio di posizione delle banche

L'armonizzazione internazionale dei requisiti patrimoniali per le imprese di intermediazione mobiliare è parimenti oggetto dei lavori del Comitato tecnico della "International Organisation of Securities Commissions" (IOSCO), un comitato creato nel 1987 che riunisce i rappresentanti degli organi di controllo sul mercato mobiliare dei maggiori centri finanziari. All'Assemblea annuale dell'IOSCO nel settembre 1989 è stato concordato in via preliminare un quadro concettuale comune per l'adozione di un sistema simile a quello già in atto negli Stati Uniti, nel Regno Unito e – dall'aprile 1990 – in Giappone. Il sistema ha trovato una certa opposizione, specie in Germania, poiché esso non può essere applicato alle banche "universali", dove le operazioni in titoli e quelle propriamente bancarie sono commiste nella stessa unità societaria, e per le quali vigono parametri di adeguatezza patrimoniale alquanto differenti.

... e armonizzazione dei requisiti patrimoniali

L'armonizzazione dei requisiti patrimoniali per l'attività in titoli fa sorgere difficili questioni:

il coordinamento
della vigilanza
sugli operatori
bancari e non
bancari,

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria sta analizzando le possibilità di estendere l'accordo di Basilea sui coefficienti patrimoniali minimi all'esposizione delle banche ai rischi di mercato, fra cui il rischio di posizione connesso alle operazioni in titoli. Con ciò verrebbero integrate le prescrizioni esistenti che contemplano soltanto il rischio di credito.

Queste varie iniziative a livello internazionale hanno evidenziato le difficoltà insite nel coordinamento della vigilanza sull'attività in titoli delle banche e degli operatori non bancari. Mentre sembra esservi un ampio consenso sull'esigenza di adottare un approccio che ponga le due categorie di istituzioni finanziarie su un sostanziale piede di parità, non vi è ancora concordanza di vedute sulla misura in cui sia possibile realizzare tale obiettivo senza intaccare i requisiti di vigilanza per l'una o l'altra categoria.

Le difficoltà derivano in parte dalla differenza nell'approccio storicamente adottato dagli organi di controllo del mercato mobiliare, da un lato, e dalle autorità di vigilanza bancaria, dall'altro. Le attività degli operatori in titoli sono in massima parte costituite da strumenti a largo mercato soggetti a variazioni di prezzo osservabili che si traducono in corrispondenti variazioni del patrimonio netto. Poiché tali operatori devono poter fare fronte prontamente alle perdite eventuali, gli organi cui compete la loro supervisione attribuiscono particolare rilevanza alla liquidità, trattando con rigore le attività illiquide e ammettendo spesso nel computo dei fondi propri talune categorie di debiti subordinati a breve. Per contro, gli attivi bancari sono tradizionalmente rappresentati in larga misura da strumenti sostanzialmente non negoziabili, come i crediti. Di conseguenza, le autorità di vigilanza bancaria hanno avuto la tendenza a porre l'accento non tanto sulla liquidità e sulle variazioni di breve momento nel valore delle attività, quanto piuttosto sulla solidità di lungo periodo delle istituzioni. Le posizioni illiquide non sono penalizzate con più severi requisiti di capitale e il patrimonio ai fini di vigilanza comprende soltanto strumenti di finanziamento a carattere più permanente. Anche nei paesi in cui le banche sono abilitate a operare attivamente in titoli non si è generalmente ritenuto necessario applicare un trattamento specifico a tale tipo di attività. Una delle ragioni è che – almeno fino in epoca recente – le posizioni delle maggiori banche in valori mobiliari, seppure cospicue in termini assoluti, sono state mediamente modeste in relazione al volume complessivo degli impieghi.

il livello di
consolidamento
delle segna-
lezioni

Un altro problema che ha suscitato un ampio dibattito è il livello appropriato di consolidamento al quale dovrebbe realizzarsi la vigilanza. Tale questione non si pone allorché le operazioni in titoli sono compiute nell'ambito della stessa istituzione. In caso contrario una vigilanza non su base consolidata potrebbe comportare il rischio che non sia prestata sufficiente attenzione alle interdipendenze nell'ambito del gruppo finanziario o addirittura che si creino vuoti di vigilanza. Il recente fallimento del maggiore operatore sul mercato delle *junk bonds* rappresenta una convalida dell'esistenza di tali rischi. E a prescindere dalla precisa connotazione che potrà assumere lo schema di vigilanza, si pongono taluni interrogativi a riguardo della ripartizione delle competenze fra i diversi organi di controllo, sia all'interno dei singoli paesi, sia a livello internazionale.

e la ripartizione
delle responsabilità
di vigilanza

V. I mercati internazionali dei capitali

Aspetti salienti

Parallelamente alla vigorosa espansione del credito nella maggior parte dei mercati nazionali e alla persistenza di ampi squilibri internazionali nei pagamenti correnti, lo scorso anno si è fortemente accresciuto il volume dei nuovi fondi intermediati dai mercati bancari e obbligazionari internazionali.

Nel settore bancario internazionale il nuovo credito si è ulteriormente concentrato nei paesi industriali all'interno dell'area dichiarante alla BRI. Un importante fattore propulsivo è consistito nel sostegno finanziario apportato dalle banche nel contesto dell'ondata di fusioni e acquisizioni societarie. In alcuni paesi europei la liberalizzazione dei controlli valutari ha consentito un ulteriore spostamento delle operazioni dai mercati interni a quelli internazionali. In Giappone hanno svolto un ruolo importante i crediti erogati dalle banche ai residenti nazionali per il tramite delle loro affiliate all'estero. Infine, il mercato bancario internazionale ha continuato a essere impiegato su vasta scala per il finanziamento e la copertura degli acquisti di titoli esteri. Al di fuori dell'area dichiarante, i paesi dell'Europa orientale hanno rappresentato l'unico importante gruppo di mutuatari, mentre sono decisamente diminuite le attività identificate verso i paesi fortemente indebitati del Terzo Mondo.

Mentre le istituzioni giapponesi hanno continuato a svolgere un ruolo di primo piano nell'espansione dell'attività bancaria internazionale, anche le operazioni internazionali delle banche statunitensi hanno ripreso slancio nel 1989, dopo anni di quasi-ristagno, e una crescita particolarmente vigorosa è stata segnalata per le banche dell'Europa continentale.

Sui mercati internazionali dei titoli a lungo termine l'aspetto di maggior spicco è rappresentato dal forte aumento delle emissioni collegate alle azioni, basato sull'andamento sostenuto del mercato azionario di Tokyo fino alla fine dell'anno. Un altro fattore di sostegno dell'attività nel corso del primo semestre è stato il consolidamento del dollaro USA insieme ai decrescenti tassi d'interesse su questa moneta. D'altra parte, nei mesi successivi hanno esercitato un influsso negativo l'accresciuta incertezza circa l'andamento dei tassi d'interesse, specie a riguardo delle altre valute, e la mutata valutazione del merito di credito di talune imprese mutuatrici.

Lo scorso anno si è assistito a una forte contrazione del segmento a breve del mercato internazionale dei titoli. In parte a causa della maggiore concorrenza tra i mercati nazionali e dei timori circa il merito di credito, le nuove emissioni nette di *eurocommercial paper* si sono ridotte a un'esigua frazione del loro precedente livello.

Uno sviluppo saliente degli ultimi anni, che si è fatto più accentuato nel 1989, è l'espansione del mercato dei prodotti finanziari derivati. Hanno segnato

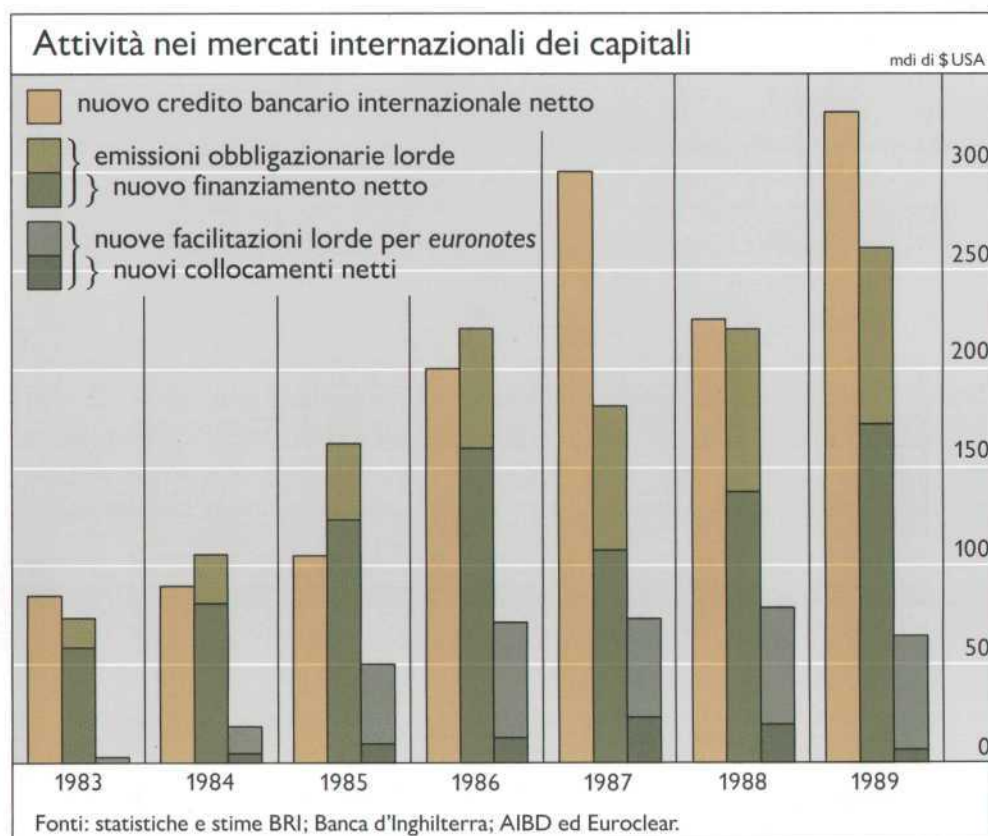
un forte incremento le operazioni in opzioni e *futures* su strumenti finanziari trattati nei mercati organizzati, ed è ulteriormente aumentata l'importanza del mercato degli *swaps*. Questo capitolo esamina i cambiamenti recenti intervenuti in questi mercati e considera alcune delle loro implicazioni.

Il capitolo considera infine gli sviluppi nella situazione debitoria internazionale. Lo scorso anno i paesi fortemente indebitati non sono riusciti nel complesso a trarre beneficio dalle favorevoli condizioni economiche nei paesi industriali. La crescita delle loro esportazioni ha mostrato una tendenza al rallentamento, e al tempo stesso i più alti tassi d'interesse hanno nuovamente accresciuto le obbligazioni a titolo di interessi di questi paesi. I programmi di conversione del debito negoziati sulla base dell'iniziativa Brady hanno alleggerito in taluni casi l'onere per il servizio del debito, ma l'ammontare di fondi ufficiali disponibili nel quadro di questo schema potrebbe non essere sufficiente a porre le basi per il pieno ripristino della capacità di servire il debito nei paesi in posizione più critica disposti a intraprendere riforme economiche fondamentali.

L'attività complessiva sui mercati internazionali dei capitali

Lo scorso anno la crescita nel volume complessivo di nuovi fondi intermediati dai mercati internazionali dei capitali ha segnato una pronunciata accelerazione. Al netto delle duplicazioni e delle sovrapposizioni tra i diversi settori di mercato, si può stimare che l'ammontare del credito in essere si sia accresciuto di \$440 miliardi, ossia del 14%, raggiungendo un totale di \$3.530 miliardi. Questo ritmo di aumento supera leggermente il tasso medio di espansione del credito

Pronunciata
espansione del
credito finale
posto in essere
tramite ...



Credito netto fornito dal mercato internazionale (stime)

	Consi- stenze a fine 1984	Variazioni ¹					Consi- stenze a fine 1989
		1985	1986	1987	1988	1989	
		in miliardi di dollari USA					
Totale attività esterne delle banche dichiaranti ²	2.165,6	232,1	510,8	596,8	424,9	590,6	5.030,7
Attività sull'interno in valuta estera meno duplicazioni derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante	464,3	63,4	147,7	162,8	75,5	113,1	1.132,9
A = Credito bancario internazionale netto ³	1.344,9	190,5	458,5	459,6	275,4	373,7	3.523,6
B = Collocamenti netti di <i>euronotes</i>	1.285,0	105,0	200,0	300,0	225,0	330,0	2.640,0
	5,0	10,0	13,0	23,4	19,5	6,9	79,2
Totale emissioni obbligazionarie internazionali perfezionate		161,9	220,5	181,1	220,1	261,1	
meno rimborsi e riacquisti		38,9	60,9	73,3	82,9	89,5	
C = Finanziamento netto mediante obbligazioni internazionali	390,0	123,0	159,7	107,8	137,1	171,6	1.252,3
D = (A + B + C) = Totale finanziamento internazionale	1.680,0	238,0	372,7	431,2	381,6	508,5	3.971,5
meno: duplicazioni ⁴	90,0	58,0	82,7	51,2	66,6	68,5	441,5
E = Totale finanziamento internazionale netto	1.590,0	180,0	290,0	380,0	315,0	440,0	3.530,0

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 a 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 mutuatrici raccolgano i fondi soprattutto per fini interni e non li riprestino ad altre banche all'estero. 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.

interno nei maggiori paesi industriali, e in termini reali, ossia corretto per il tasso d'inflazione interno negli Stati Uniti, risulta del 90%.

In termini assoluti, il maggior contributo alla crescita del credito totale è provenuto, come di consueto, dal settore bancario internazionale (\$ 330 miliardi). Poiché le banche hanno continuato a svolgere un ruolo molto attivo in veste di emittenti e di investitori sui mercati dei titoli, questa cifra comprende una sovrapposizione di quasi \$70 miliardi con il volume netto di fondi raccolti sul mercato obbligazionario internazionale. Nella cifra relativa al credito del settore bancario internazionale non è direttamente rispecchiata l'espansione senza precedenti, di oltre il 50%, delle nuove linee di credito consorziali internazionali annunciate (salite a \$ 152 miliardi), da porsi in relazione al *boom* delle fusioni e acquisizioni societarie, in particolare nel Regno Unito e negli Stati Uniti.

Nel 1989 il volume delle emissioni obbligazionarie perfezionate ha raggiunto un importo di \$ 261 miliardi, cifra che segna un nuovo massimo. Anche se il rialzo dei tassi d'interesse ha rallentato i riscatti anticipati di obbligazioni, la crescente incidenza degli ammortamenti a scadenza ha fatto sì che il totale dei

... il settore
bancario interna-
zionale ...

... e i mercati
obbligazionari
internazionali

Forte aumento delle emissioni collegate a titoli azionari

rimborsi sia ulteriormente salito, portandosi a quasi \$ 90 miliardi. L'effettivo ammontare del nuovo indebitamento netto (\$ 172 miliardi) supera comunque del 7,5% il precedente massimo registrato nel 1986. Un aspetto nuovo del mercato obbligazionario internazionale nel 1989 è il contributo, pari a quasi il 45%, fornito dalle emissioni collegate ad azioni al nuovo finanziamento netto. Per contro, sul mercato internazionale dei titoli a breve si è registrato un forte calo dei nuovi collocamenti netti di *euronotes*, scesi a \$ 7 miliardi rispetto a \$ 23 e quasi 20 miliardi rispettivamente nel 1987 e 1988.

Il settore bancario internazionale

Andamento degli aggregati complessivi

Dopo il leggero rallentamento avutosi nel 1988, lo scorso anno l'espansione dell'attività bancaria internazionale si è accelerata, senza peraltro raggiungere gli elevati tassi registrati nel 1987. Le attività sull'estero delle banche dichiaranti, insieme alle attività in valuta estera verso i propri residenti, si sono accresciute di \$ 704 miliardi, ossia del 13%, per un totale di \$ 6.164 miliardi (queste cifre sottovalutano in parte l'espansione effettiva a causa della mancanza di dati relativi al 1989 per le banche in Italia).

Concentrazione ancor maggiore del nuovo credito nell'area dichiarante

In misura ancor più pronunciata che negli anni precedenti, la nuova attività di credito si è concentrata nell'area dichiarante stessa. Al netto delle duplicazioni, l'aumento dei crediti a quest'area può essere stimato in \$ 320 miliardi circa, di cui \$ 184 miliardi rappresentano fondi erogati a soggetti non bancari. Le attività identificate verso i paesi esterni all'area hanno subito una leggera flessione, la prima in assoluto. Le posizioni creditorie geograficamente non classificate, che comprendono talune disponibilità in titoli e attività verso istituzioni internazionali, sono aumentate di \$ 12 miliardi.

Importante ruolo dei paesi esterni all'area come fornitori netti di nuovi fondi

La situazione si presenta diversa dal lato della provvista delle banche dichiaranti, le cui passività verso i paesi esterni all'area si sono ampliate di \$ 51 miliardi. Dato il calo delle loro attività verso questi paesi, ciò significa che nel 1989 l'area esterna è stata un'importante fornitrice netta di fondi alle banche dichiaranti. Tuttavia, il calo di \$ 52 miliardi nella posizione creditoria netta delle banche dichiaranti verso i paesi esterni all'area sopravvaluta in certa misura l'afflusso effettivo di fondi da questi paesi, in quanto esso risulta gonfiato per effetto di cancellazioni, vendite e conversioni di crediti bancari verso i paesi fortemente indebitati. Le passività verso soggetti all'interno dell'area dichiarante sono aumentate di \$ 600 miliardi, ovvero di un ammontare stimato a \$ 235 miliardi se si escludono le duplicazioni. Anche gran parte dell'incremento di \$ 45 miliardi nelle partite geograficamente non classificate, che comprendono per lo più passività derivanti dalle emissioni di titoli internazionali da parte delle banche stesse e da passività verso istituzioni internazionali, può essere probabilmente attribuita a fonti interne all'area.

Forte crescita delle operazioni interbancarie all'interno dell'area dichiarante

Come di consueto, la maggior parte dell'incremento nelle posizioni lorde delle banche verso l'area dichiarante deriva da operazioni interbancarie. Infatti, quasi i tre quarti, ovvero \$ 509 miliardi, dell'espansione delle attività all'interno dell'area è di origine interbancaria, e di questo importo \$ 472 miliardi rappresentano operazioni sull'estero. Benché le banche giapponesi, sia a livello di casa madre

Aspetti salienti dell'attività bancaria internazionale					
	Variazioni depurate dagli effetti di cambio				Consistenze a fine 1989
	1986	1987	1988	1989	
	in miliardi di dollari USA				
Attività verso paesi esterni all'area dichiarante	14,4	10,9	7,5	-1,0	719,3
Attività internazionali verso soggetti residenti all'interno dell'area dichiarante	631,3	736,5	491,2	692,7	5.318,7
di cui: attività esterne entro l'area dichiarante	483,6	573,7	415,7	579,6	4.185,8
attività sull'interno in valuta estera	147,7	162,8	75,5	113,1	1.132,9
di cui: attività verso soggetti non bancari	108,7	177,7	128,9	183,8	1.255,3
impiego di fondi internazionali per crediti sull'interno delle banche stesse	64,2	99,2	86,8	135,3	539,8
duplicazioni di operazioni interbancarie	458,5	459,6	275,4	373,7	3.523,6
Partite non classificate	12,7	12,2	1,8	11,9	125,6
Totale attività bancarie internazionali lorde	658,5	759,6	500,4	703,7	6.163,6
Credito bancario internazionale netto (stime)	200,0	300,0	225,0	330,0	2.640,0
Passività verso paesi esterni all'area dichiarante	-1,6	48,5	40,3	50,5	565,6
Passività internazionali verso soggetti residenti all'interno dell'area dichiarante	618,6	722,3	478,0	600,7	5.230,3
di cui: passività esterne entro l'area dichiarante	505,7	603,0	443,8	517,7	4.350,6
passività sull'interno in valuta estera	112,9	119,3	34,2	83,0	879,7
di cui: passività verso soggetti non bancari	89,1	70,4	66,1	96,4	787,7
impiego di fondi interni per crediti internazionali delle banche stesse*	81,5	147,5	85,1	138,5	1.022,0
duplicazioni di operazioni interbancarie	447,9	504,4	326,8	365,8	3.420,6
Partite non classificate	31,0	33,6	33,5	44,6	264,7
Totale passività bancarie internazionali lorde	647,9	804,4	551,8	695,8	6.060,6
Offerta netta stimata di fondi bancari internazionali	200,0	300,0	225,0	330,0	2.640,0
* Compresi i fondi fiduciari incanalati sul mercato tramite le banche operanti in Svizzera e i depositi delle istituzioni monetarie ufficiali.					

che di affiliate all'estero, abbiano avuto un ruolo predominante in questa crescita, l'espansione della loro attività interbancaria sembra essersi notevolmente rallentata. Le operazioni tra le banche operanti in Giappone e le banche situate in altri paesi dichiaranti sono aumentate di \$ 256 miliardi, a fronte di ben \$ 321 miliardi nel 1988. Per contro, hanno mostrato una pronunciata accelerazione, da \$ 39 miliardi nel 1988 a \$ 111 miliardi, le operazioni creditizie tra le banche in Europa.

Escludendo le duplicazioni derivanti dal rideposito di fondi, l'utilizzo da parte delle stesse banche dichiaranti di fondi bancari internazionali per impieghi sull'interno in moneta nazionale può essere stimato in \$ 135 miliardi per il 1989, con le banche in Giappone e nel Regno Unito in veste di maggiori prenditrici di fondi. Nello stesso tempo, dal lato delle fonti del mercato, si può stimare che le banche abbiano raccolto \$ 138 miliardi sui mercati interni per finanziare la loro attività creditizia internazionale. Quest'ultimo importo comprende \$ 40 miliardi circa di fondi fiduciari incanalati sull'euromercato per il tramite delle banche

situate in Svizzera e di depositi effettuati da istituzioni monetarie ufficiali all'interno dell'area dichiarante.

Gli andamenti nei singoli centri di mercato

Esuperante
attività nei centri
di mercato
europei

L'accelerazione nella crescita dell'attività bancaria internazionale nel 1989 ha riguardato soprattutto i centri di mercato europei, dove le attività internazionali delle banche hanno segnato un'espansione di \$ 314 miliardi, più che doppia rispetto a quella del 1988. Le banche in Francia e nel Regno Unito hanno fatto registrare il più forte incremento delle attività sull'estero in valuta, ossia \$ 50 miliardi in entrambi i casi, pari rispettivamente al 21,5 e al 6,2%. L'espansione particolarmente rapida in Francia è dovuta alla liberalizzazione dei controlli valutari e alla crescente presenza di stabilimenti bancari esteri. Un eccezionale tasso di incremento delle attività totali in valuta (+50%) è stato registrato dalle banche in Svezia, che hanno parimenti beneficiato di una liberalizzazione di controlli valutari; la maggior parte dell'aumento di \$ 21 miliardi va ascritta a crediti diretti in valuta a residenti nazionali non bancari. Le banche operanti in Germania hanno notificato un aumento insolitamente rapido delle loro attività esterne sia in moneta nazionale che in valuta estera, specie nell'ultimo trimestre dell'anno, in concomitanza con una forte domanda estera di fondi in euromarchi per il finanziamento di acquisti di azioni e obbligazioni tedesche.

Forte aumento
su base netta
dell'indebitamento
esterno delle
banche nel
Regno Unito
e in Svizzera

Le banche nel Regno Unito sono state le maggiori importatrici nette di fondi dall'estero (\$ 25 miliardi), destinati in buona parte a rifinanziare i crediti erogati per le operazioni di fusione e acquisizione sul mercato interno. Anche in Svizzera, dove nel corso del 1989 le condizioni creditizie hanno subito un marcato inasprimento, le banche sono state importanti mutuatrici nette di fondi dall'estero, in netto contrasto con quanto avvenuto anteriormente al 1988. L'afflusso netto di \$ 16 miliardi di fondi per il tramite delle banche, insieme all'attivo di parte corrente di questo paese, ha contribuito a compensare gli ampi deflussi di fondi non bancari dalla Svizzera. Lo scorso anno le banche operanti in Germania e nei Paesi Bassi sono state forti erogatrici nette di fondi ai mercati internazionali, con un aumento delle loro posizioni creditorie nette sull'estero rispettivamente di \$ 29 miliardi e di quasi \$ 13 miliardi.

Ulteriore forte
espansione delle
operazioni
internazionali
delle banche
in Giappone

Come negli anni precedenti, le banche in Giappone hanno presentato la più forte espansione delle attività internazionali (\$ 208 miliardi), anche se in termini percentuali l'aumento del 19% risulta notevolmente inferiore a quello del 1988. Una vigorosa crescita delle attività esterne (\$ 116 miliardi, pari al 20%) è stata altresì registrata dalle banche nei centri asiatici, dove le affiliate di banche giapponesi svolgono un ruolo preminente.

Interazione
tra lo "JOM" e
i tradizionali
conti interni

All'interno del Giappone si riscontrano notevoli differenze tra gli andamenti relativi ai conti *offshore* delle banche e i loro tradizionali conti interni. Nel "Japan Offshore Market" (JOM) le banche hanno incrementato la loro posizione creditoria netta sull'estero in yen di \$ 49 miliardi, ossia di quasi il 300%. Nello stesso tempo, per il tramite dei loro conti *onshore*, esse sono state importatrici nette di fondi in yen nella misura di \$ 33 miliardi. La situazione è stata analoga per quanto concerne le operazioni in valuta: le banche hanno fornito un ammontare netto di \$ 8 miliardi a non residenti per il tramite dello JOM, ma hanno mutuato \$ 13 miliardi all'estero attraverso i loro conti tradizionali. Questi andamenti,

Andamenti dell'attività bancaria nei singoli centri del mercato

Posizioni delle banche situate in:		Variazioni depurate dagli effetti di cambio						Consistenze a fine 1989		
		1988			1989			Posizioni esterne		Posizioni sul-l'interno in valuta
		Posizioni esterne		Posizioni sul-l'interno in valuta	Posizioni esterne		Posizioni sul-l'interno in valuta	in moneta nazionale	in valuta estera	
		in moneta nazionale	in valuta estera		in moneta nazionale	in valuta estera				
in miliardi di dollari USA										
Regno Unito	A	6,8	27,1	7,0	5,1	50,0	10,6	73,8	850,2	274,5
	P	24,7	37,0	-2,8	17,7	62,7	-8,3	122,1	905,8	233,0
Francia	A	1,4	21,8	0,5	4,3	50,1	3,5	51,0	283,4	74,1
	P	8,0	25,2	5,7	15,8	47,9	14,8	44,4	312,6	73,1
Germania	A	13,3	4,1	1,0	34,3	20,0	0,2	188,1	80,4	4,4
	P	8,0	0,6	0,6	12,1	13,1	1,3	96,7	63,0	6,7
Lussemburgo	A	0,0	19,5	-0,2	0,2	36,3	4,4	3,3	225,7	39,3
	P	0,3	14,5	4,8	0,7	34,2	6,5	3,7	206,7	49,2
Belgio	A	0,7	0,6	0,8	0,5	19,3	1,8	10,1	151,9	46,8
	P	1,9	2,0	1,4	1,8	15,8	5,8	17,5	168,1	35,7
Paesi Bassi	A	1,5	13,6	3,3	7,0	19,0	5,3	32,0	118,6	22,9
	P	-0,7	12,8	3,6	2,8	10,4	7,3	23,1	105,5	27,4
Svizzera	A	-1,3	1,2	0,8	-5,7	-0,3	3,6	58,4	65,1	19,4
	P	-0,6	4,4	-0,3	3,8	6,1	2,1	24,3	65,2	19,9
Svezia	A	-0,4	0,9	6,5	1,6	4,4	16,6	3,4	17,6	47,0
	P	1,0	9,5	0,0	0,2	18,4	0,7	4,1	59,2	7,5
Altri paesi europei	A	0,9	4,6	15,7	3,0	8,7	10,2	27,0	163,5	104,1
	P	3,9	20,0	3,9	2,2	21,1	2,8	29,1	261,0	35,9
Totale paesi europei dichiaranti	A	22,9	93,4	35,4	50,3	207,5	56,2	447,1	1.956,4	632,5
	P	46,5	126,0	16,9	57,1	229,7	33,0	365,0	2.147,1	488,4
Giappone										
di cui: "Japan										
Offshore	A	61,4	77,1	25,4	69,0	46,0	26,0	183,0	246,0	67,0
Market"	P	52,9	82,9	9,0	19,7	38,0	35,0	117,0	254,0	60,0
Altri	A	0,5	27,7	14,3	4,0	33,5	29,3	189,7	223,3	408,1
	P	-6,4	60,6	8,1	36,5	46,6	13,9	174,4	334,3	321,0
Stati Uniti										
di cui: "IBF"										
Altri	A	20,8	19,4	0,0	28,9	-0,5	0,0	289,6	53,3	0,0
	P	20,9	18,8	0,0	48,4	-1,8	0,0	334,0	55,5	0,0
Altri	A	10,4	0,1	0,0	14,2	2,4	0,0	244,6	11,8	0,0
	P	21,6	3,0	0,0	12,3	-0,6	0,0	246,6	11,1	0,0
Canada	A	-2,0	-4,5	0,4	0,4	1,8	1,6	4,2	46,0	25,3
	P	-0,9	-2,3	0,3	2,1	0,1	1,1	9,3	64,4	10,4
Centri di mercato asiatici	A	1,1 ¹	87,6 ²	..	-1,1 ¹	117,5 ²	..	4,7 ¹	693,0 ²	..
	P	3,4 ¹	77,2 ²	..	4,0 ¹	109,2 ²	..	10,6 ¹	638,5 ²	..
Centri di mercato dei Caraibi	A	..	9,0	..	..	16,6	..	..	438,1	..
	P	..	13,5	..	..	11,6	..	..	419,0	..
Totale	A	115,2	309,8	75,5	165,7	424,9	113,1	1.362,8	3.668,0	1.132,9
	P	138,0	379,6	34,2	180,0	432,8	83,0	1.256,9	3.923,9	879,7

Nota: A = attività; P = passività.

¹ Solo Hong Kong. ² Comprende il Bahrain.

i quali in certa misura sono il riflesso di un allentamento della regolamentazione interna che ha permesso alle banche in Giappone di diventare prestatrici nette nei confronti dello JOM, sono stati influenzati da due fattori. In primo luogo, al fine di eludere le limitazioni informali poste al credito interno, le banche giapponesi hanno fornito un cospicuo volume di credito sull'interno attraverso le loro affiliate estere, le quali si sono rifinanziate sullo JOM. In secondo luogo, per effetto del divieto posto all'indebitamento diretto su tale mercato, e nonostante l'ulteriore liberalizzazione del mercato monetario interno nel novembre 1988, un consistente volume di operazioni interbancarie interne ha continuato a essere incanalato attraverso lo JOM per il tramite delle affiliate estere di banche giapponesi.

Lo scorso anno l'espansione nelle posizioni internazionali delle banche situate negli Stati Uniti ha subito un certo rallentamento. In particolare, le loro attività e passività sull'estero in valuta, che si erano entrambe accresciute di circa il 40% nel 1988, sono rimaste pressoché invariate. Come negli anni precedenti, le banche negli Stati Uniti sono state importanti prenditrici nette di fondi esterni (\$ 13 miliardi).

Le operazioni dirette delle banche con soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante

Forte crescita del credito a operatori non bancari in Giappone, Regno Unito, Stati Uniti...

Nel 1989 si è notevolmente accelerata la crescita delle operazioni internazionali dirette delle banche dichiaranti con soggetti non bancari all'interno dell'area. Dal lato delle attività delle banche, i crediti sull'estero e gli impieghi sull'interno in valuta estera sono complessivamente aumentati di \$ 184 miliardi, ossia del 17% (tabella di pagina 136). I principali mutuatari sono stati gli operatori non bancari in Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. Le attività esterne verso soggetti non bancari giapponesi hanno registrato un'espansione particolarmente vigorosa (\$ 29 miliardi, pari al 53%). Per contro, gli impieghi sull'interno in valuta delle banche situate in Giappone (\$ 11 miliardi) sono nettamente rallentati, in parte a causa di una ridotta copertura a termine degli acquisti di titoli esteri effettuati da soggetti non bancari giapponesi. I crediti a operatori non bancari nel Regno Unito e negli Stati Uniti (\$ 38 e 22 miliardi rispettivamente) sono da ricollegarsi in misura notevole a fusioni e acquisizioni.

... e in alcuni paesi dell'Europa continentale

Altri importanti destinatari di fondi sono stati i residenti non bancari di Svezia (\$ 18 miliardi), Paesi Bassi (\$ 12 miliardi) e Italia (\$ 11 miliardi). Il cospicuo nuovo indebitamento dei soggetti non bancari svedesi e italiani, in gran parte in valuta, è stato facilitato dalla rimozione di controlli valutari e può spiegarsi con l'elevato livello dei tassi d'interesse interni insieme all'assenza, per la maggior parte dell'anno, di seri timori a riguardo del cambio. Le cifre relative all'Italia comprendono solo i crediti sull'estero; non sono ancora disponibili per il 1989 i dati sugli impieghi bancari interni in valuta estera. I Paesi Bassi, analogamente al Regno Unito, rappresentano un importante domicilio per le società di finanziamento di imprese internazionali.

Rapida espansione dei depositi di soggetti non bancari nonostante i cospicui prelievi del settore non bancario USA

Dal lato della raccolta di fondi, nel 1989 i nuovi depositi affluiti da soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante sono ammontati a \$ 96 miliardi (+14%). Questo incremento risulterebbe ancora maggiore se si prescindesse dagli ingenti prelievi di depositi dal mercato bancario internazionale effettuati dal settore non bancario statunitense (-\$ 28 miliardi) che negli anni precedenti era

Operazioni dirette delle banche dichiaranti con soggetti non bancari all'interno dell'area

Posizioni verso soggetti non bancari in:		Variazioni depurate dagli effetti di cambio								Consistenze a fine 1989	
		Posizioni sull'estero				Posizioni sull'interno in valuta estera				Posizioni sul- l'estero	Posizioni sul- l'interno in valuta estera
		1986	1987	1988	1989	1986	1987	1988	1989		
Regno Unito	A	7,0	0,9	5,5	8,0	11,1	14,4	12,2	29,7	39,1	117,6
	P	3,8	3,8	1,5	6,3	10,1	11,1	4,9	12,8	35,3	71,2
Italia	A	-0,4	1,1	5,3	11,2	3,0	6,5	6,5	..	44,1	33,9
	P	-0,1	1,1	-0,1	1,7	0,1	-0,4	0,9	..	8,2	2,4
Germania	A	-3,5	5,7	6,0	1,0	0,0	0,5	0,8	-0,2	67,7	2,8
	P	16,9	4,6	5,8	23,2	0,9	0,9	0,2	1,1	74,2	5,1
Svezia	A	0,0	0,7	-1,1	2,4	0,7	5,1	7,8	15,8	12,4	43,3
	P	0,4	0,5	0,5	0,6	0,2	0,7	1,7	-0,3	3,2	4,1
Belgio-Lussemburgo	A	0,5	1,4	1,0	2,9	2,3	2,3	0,3	2,9	21,4	32,7
	P	3,1	-0,8	1,6	5,2	1,9	3,9	6,2	8,8	24,5	31,4
Paesi Bassi	A	2,9	4,9	7,2	8,0	1,6	0,2	3,0	4,1	34,5	15,2
	P	2,7	4,1	10,4	9,9	1,5	1,0	2,9	6,5	43,1	19,7
Francia	A	-1,9	-1,3	-0,6	1,8	-0,6	7,9	-1,6	0,1	20,6	18,9
	P	1,8	1,6	0,9	4,4	0,8	1,3	4,1	9,3	17,5	19,4
Svizzera	A	1,8	0,4	1,1	3,7	2,0	0,4	0,5	2,3	18,3	10,8
	P	-0,4	3,2	1,4	6,0	1,5	1,3	0,3	2,1	40,5	11,1
Altri paesi europei	A	-0,9	2,7	2,3	3,4	1,6	7,9	6,9	8,2	70,9	42,8
	P	1,8	0,9	1,4	3,4	0,0	0,1	0,8	2,7	18,7	9,3
Totale paesi europei dichiaranti	A	5,1	16,5	26,7	42,4	21,7	45,2	36,4	62,9	329,0	318,0
	P	30,0	19,0	23,4	60,7	17,0	19,9	22,0	43,0	265,2	173,7
Giappone	A	4,6	26,8	14,9	29,2	47,6	56,7	31,6	11,4	84,5	214,3
	P	2,2	0,6	1,4	10,1	18,3	..
Stati Uniti	A	20,3	27,2	15,6	21,6	0,0	0,0	0,0	0,0	179,4	0,0
	P	26,4	22,8	9,8	-27,7	0,0	0,0	0,0	0,0	203,8	0,0
Canada	A	2,1	2,7	-1,2	3,7	-0,9	-1,7	0,3	1,6	22,6	23,1
	P	1,5	-0,5	0,0	- 0,3	0,3	0,6	0,3	1,3	11,4	8,3
Centri di mercato asiatici ¹	A	1,1	-1,5	1,1	1,8	13,8	..
	P	2,2	1,5	4,0	6,4	31,0	..
Centri di mercato dei Caraibi e altri ²	A	7,1	5,7	3,5	9,3	70,6	..
	P	9,5	6,6	5,3	3,0	76,0	..
Totale	A	40,3	77,4	60,6	107,9	68,4	100,3	68,3	75,9	699,9	555,4
	P	71,8	50,0	43,9	52,2	17,3	20,4	22,2	44,2	605,7	182,0

Nota: A = attività; P = passività.

¹ Comprende Bahrain. ² Comprende i centri *offshore* non dichiaranti: Barbados, Bermuda, Indie occidentali britanniche, Libano, Liberia, Vanuatu.

stato solitamente uno dei maggiori fornitori di nuovi fondi. Questa netta inversione di flusso rispecchia il restringimento del differenziale di interesse fra mercato interno USA ed euromercato, in particolare tra il tasso dei *Treasury bills* e il LIBOR. Associato al consistente volume del nuovo indebitamento, ciò implica che nel 1989 i soggetti non bancari USA hanno ottenuto un ammontare netto di

I fattori alla base del netto aumento dei depositi di soggetti non bancari di Germania, Svizzera...

... e altri paesi europei

quasi \$ 50 miliardi dalle banche all'estero (a fronte di soli \$ 6 miliardi nel 1988); questo afflusso di capitali, insieme ai \$ 13 miliardi importati dalle banche, può contribuire a spiegare la solidità del dollaro per gran parte del 1989.

Talune rigidità nei mercati monetari interni, le aspettative di cambio, le modifiche ai controlli valutari e fattori di natura fiscale possono in parte spiegare il pronunciato aumento dei depositi all'estero dei soggetti non bancari di diversi paesi europei.

In Germania e in Svizzera le condizioni monetarie più stringenti si sono rapidamente rispecchiate nei tassi d'interesse dell'euromarco e dell'eurofranco svizzero, mentre il rialzo dei tassi interni è avvenuto con un certo ritardo. Questi sviluppi, insieme a uno spostamento verso l'euromercato, nella prima parte del 1989, per eludere la ritenuta alla fonte, hanno comportato un aumento di \$ 23 miliardi dei depositi di soggetti non bancari tedeschi presso banche all'estero. Analogamente, gli operatori non bancari svizzeri hanno incrementato di \$ 8 miliardi i loro depositi internazionali, mentre ulteriori \$ 15 miliardi sono stati trasferiti all'estero tramite i conti fiduciari. I nuovi obblighi di segnalazione imposti alle banche dalle autorità fiscali verso la fine del 1988 possono contribuire a spiegare l'ingente offerta di depositi al mercato internazionale da parte di soggetti non bancari olandesi (\$ 16 miliardi, di cui \$ 10 miliardi depositati presso banche all'estero). In Francia l'incremento di \$ 14 miliardi (ossia del 59%) dei depositi di residenti non bancari presso banche all'estero e in valuta estera presso banche all'interno è stato reso possibile dall'allentamento dei controlli valutari. I residenti non bancari del Regno Unito, in larga parte istituzioni finanziarie non bancarie, hanno fornito \$ 19 miliardi al mercato internazionale, principalmente sotto forma di depositi in valuta presso le banche situate a Londra. Particolarmente degna di nota è stata l'espansione di \$ 10 miliardi (123%) dei saldi detenuti da soggetti non bancari giapponesi presso banche all'estero, ma gran parte di questa crescita è derivata da operazioni pronti contro termine concluse con istituzioni finanziarie negli Stati Uniti, che sono state successivamente liquidate. Non sono disponibili dati sui depositi in valuta estera di residenti giapponesi presso banche all'interno.

Le operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante

La riduzione di \$ 1 miliardo nelle attività delle banche verso i paesi esterni all'area dichiarante è il risultato netto di movimenti alquanto ampi di segno opposto. Da un lato si è registrato un volume consistente di nuovi crediti all'Europa orientale (\$ 9,5 miliardi) e, in minor misura, ai paesi OPEC e ai paesi industriali non dichiaranti (\$ 4,1 e 3,2 miliardi rispettivamente), dall'altro sono diminuite di \$ 17,7 miliardi le attività identificate verso i PVS non OPEC (tabella di pagina 138). Per contro, dal lato della raccolta di fondi bancari, i PVS non OPEC hanno concorso a quasi il 50% dell'offerta, pari a \$ 50,5 miliardi, di nuovi depositi dei paesi esterni all'area detenuti presso le banche dichiaranti. Inoltre, \$ 15,5 miliardi di nuovi depositi sono provenuti da paesi industriali non dichiaranti e \$ 11,2 miliardi dai paesi OPEC.

Ulteriore contrazione dei crediti dichiarati verso l'America Latina

Nell'ambito dei PVS, le posizioni creditorie delle banche dichiaranti verso l'America Latina si sono contratte di \$ 15,2 miliardi, ossia del 7%, in gran parte per effetto di operazioni di conversione, di cessione e di cancellazione di debiti in essere. Il maggiore calo nelle attività è stato registrato verso il Brasile

Operazioni delle banche dichiaranti alla BRI con i paesi esterni all'area dichiarante									
	Variazioni depurate dagli effetti di cambio								Consistenze a fine 1989
	1982	1983	1984 ¹	1985	1986	1987	1988	1989	
	in miliardi di dollari USA								
Crediti erogati dalle banche dichiaranti a:									
Paesi industriali non dichiaranti	16,0	7,2	5,2	7,3	7,2	4,7	2,9	3,2	133,1
Europa orientale	- 4,6	- 1,1	-0,1	5,7	3,7	2,3	8,0	9,5	97,6
OPEC ²	8,2	9,8	-2,1	0,2	0,5	2,0	5,5	4,1	133,0
PVS non OPEC	19,8	12,6	9,8	11,0	3,1	1,9	- 8,9	-17,7	355,6
di cui: America Latina ³	12,1	8,3	5,3	1,7	1,5	-3,9	-11,1	-15,2	200,0
Cina	- 0,6	0,4	1,4	4,9	0,7	4,8	7,2	- 0,6	22,6
Taiwan	- 0,2	- 0,5	-0,8	-0,6	4,0	8,3	- 1,7	- 0,5	15,6
Altri paesi asiatici	5,1	3,5	4,2	3,8	- 2,1	-5,5	- 1,8	1,6	81,1
Africa	1,7	0,6	0,1	0,9	- 0,2	-0,6	- 0,7	- 1,7	22,1
Medio Oriente	1,7	0,3	-0,4	0,3	- 0,8	-1,1	- 0,7	- 1,4	14,3
Totale crediti	39,4	28,5	12,8	24,1	14,4	10,9	7,5	- 1,0	719,3
Per memoria:									
quattordici paesi fortemente indebitati ⁴	16,5	8,5	2,3	0,7	2,0	-5,9	-14,1	-21,4	245,2
Depositi affluiti alle banche dichiaranti da:									
Paesi industriali non dichiaranti	- 0,1	1,3	2,7	3,5	7,4	6,1	13,5	15,5	84,1
Europa orientale	2,0	2,7	4,3	2,8	0,2	-0,7	4,0	0,7	35,4
OPEC ²	-18,2	-13,0	4,1	6,6	-22,1	19,1	11,1	11,2	187,9
PVS non OPEC	4,6	10,4	19,4	5,7	12,9	24,1	11,7	23,0	258,2
di cui: America Latina ³	- 1,9	5,8	10,1	0,4	0,7	6,7	2,8	2,4	83,4
Cina	2,9	1,3	1,3	-5,3	- 0,9	5,3	5,1	1,3	23,0
Taiwan	1,2	2,1	5,4	6,7	14,4	6,5	- 7,9	6,6	43,8
Altri paesi asiatici	1,4	1,9	3,1	1,1	- 0,4	2,1	10,2	8,5	62,4
Africa	- 0,8	0,2	1,0	1,4	0,0	1,6	1,5	1,5	18,0
Medio Oriente	1,8	- 0,9	-1,6	1,4	- 0,9	1,9	0,0	2,8	27,7
Totale depositi	-11,7	1,4	30,5	18,6	- 1,6	48,5	40,3	50,5	565,6
Per memoria:									
quattordici paesi fortemente indebitati ⁴	- 9,5	7,0	13,5	2,6	- 4,6	7,1	1,9	4,9	102,6

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 dall'iniziativa 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 dall'iniziativa Baker, eccetto la Jugoslavia.

(\$5 miliardi) e l'Argentina (\$4,9 miliardi), nonostante l'accumulazione di ingenti arretrati in conto interessi da parte di questi paesi e la loro decisione di sospendere i programmi ufficiali di conversione del debito. Nello stesso tempo, gli operatori non bancari di questi due paesi hanno accresciuto rispettivamente di \$1,5 e 1,8 miliardi i loro depositi presso le banche dichiaranti, il che sta a indicare un intensificarsi della fuga di capitali.

Per quanto concerne altri paesi dell'America Latina, si registrano marcate flessioni delle attività dichiarate verso il Messico (\$2,1 miliardi) e il Cile (\$1,8 miliardi), due paesi che nel 1989 hanno continuato attivamente a perseguire strategie di riduzione del debito. Il Cile ha in pari tempo costituito nuovi depositi per \$1,2 miliardi, riducendo così a soli \$3,5 miliardi la propria posizione

Riduzione o eliminazione della posizione debitoria netta di alcuni maggiori paesi asiatici

debitoria netta verso le banche dichiaranti. Il Messico, viceversa, ha prelevato \$ 2,6 miliardi dai propri depositi presso le banche dichiaranti.

In Asia, le attività delle banche dichiaranti verso la Cina, maggiore mutuatario di nuovi fondi nel 1988 (\$ 7,2 miliardi), hanno segnato una flessione di \$ 0,6 miliardi, in seguito alla temporanea sospensione dei crediti delle banche sulla scia dei sommovimenti politici. La Cina ha anche accresciuto di \$ 1,3 miliardi i propri depositi, passando in tal modo a una posizione creditoria netta per \$ 0,4 miliardi nei confronti delle banche dichiaranti. Un'ulteriore contrazione di \$ 2,3 miliardi, ossia di quasi il 20%, si è registrata nelle attività identificate delle banche verso le Filippine, che hanno altresì accresciuto di \$ 1,3 miliardi i propri depositi bancari. La Malaysia, che nei precedenti quattro anni aveva già rimborsato \$ 4,6 miliardi, ha ridotto il proprio debito bancario di ulteriori \$ 0,5 miliardi. Avendo anche aumentato di \$ 1,4 miliardi i propri depositi, il suo indebitamento netto verso le banche dichiaranti si è ridotto del 46%, scendendo a \$ 2,2 miliardi. Per contro, la Corea del Sud, dopo aver rimborsato quasi \$ 10 miliardi nel precedente triennio, ha ripreso a indebitarsi, ottenendo dalle banche dichiaranti \$ 1,2 miliardi di nuovi crediti.

Consistente offerta di nuovi fondi dai paesi OPEC...

Lo scorso anno anche i paesi OPEC sono stati importanti fornitori netti di nuovi fondi alle banche dichiaranti; i maggiori incrementi identificati sono stati registrati nei depositi di Arabia Saudita (\$ 3,2 miliardi), Kuwait (\$ 2 miliardi), Iran (\$ 1,6 miliardi), Nigeria (\$ 1,2 miliardi) e Iraq (\$ 0,9 miliardi). L'Arabia Saudita è stata anche la maggiore prenditrice di fondi, mentre sono diminuiti i crediti identificati delle banche dichiaranti verso il Venezuela e la Nigeria (\$ 1,7 e 1,6 miliardi rispettivamente).

... e dai paesi industriali esterni all'area dichiarante

I paesi industriali esterni all'area dichiarante hanno continuato a ridurre la loro posizione debitoria netta verso le banche dichiaranti; i principali depositanti di nuovi fondi sono stati Jugoslavia (\$ 2,4 miliardi), Turchia (\$ 2,2 miliardi), Portogallo (\$ 2,1 miliardi), Grecia (\$ 1,9 miliardi) e Australia (\$ 1,7 miliardi). Nel 1989 Jugoslavia, Turchia e Portogallo sono riusciti a potenziare notevolmente le loro riserve ufficiali in valuta. I principali mutuatari di nuovi fondi all'interno di questo gruppo sono stati Australia, Grecia e Portogallo (\$ 2,9, 1,2 e 0,9 miliardi rispettivamente), mentre sono ulteriormente diminuite le attività delle banche dichiaranti verso la Jugoslavia (\$ 1,5 miliardi) e il Sudafrica (\$ 0,8 miliardi).

Consistente nuovo indebitamento dei paesi dell'Europa orientale

Lo scorso anno il principale gruppo di mutuatari all'esterno dell'area dichiarante alla BRI è stato quello dei paesi dell'Europa orientale, tra i quali figurano, in veste di maggiori prenditori di nuovi fondi, l'Unione Sovietica (\$ 7,1 miliardi), la Repubblica democratica tedesca (\$ 1,2 miliardi), la Bulgaria (\$ 0,8 miliardi) e la Cecoslovacchia (\$ 0,7 miliardi). La Romania, per contro, che aveva già effettuato ingenti rimborsi negli anni precedenti, ha ridotto il proprio debito di ulteriori \$ 0,5 miliardi, portandone il saldo a soli \$ 0,3 miliardi. Nello stesso tempo questo paese ha accresciuto di \$ 0,9 miliardi i propri depositi, per un totale di \$ 1,7 miliardi, diventando quindi creditore netto nei confronti delle banche dichiaranti.

La composizione per valute dell'attività sull'euromercato e l'evoluzione del mercato dell'ecu

La più rapida espansione nelle posizioni internazionali delle banche dichiaranti nel 1989 è dovuta in larga parte agli impieghi e alla raccolta di depositi in valuta

Composizione per monete delle posizioni in valuta estera delle banche dichiaranti¹

Monete		Variazioni depurate dagli effetti di cambio								Consistenze a fine 1989	
		Posizioni sull'estero				Posizioni sull'interno				Posizioni sul- l'estero	Posizioni sul- l'interno
		1986	1987	1988	1989	1986	1987	1988	1989		
in miliardi di dollari USA											
Dollaro USA	A	188,8	184,1	94,6	137,8	118,1	120,9	46,1	78,5	1.469,9	753,2
	P	209,7	192,4	161,4	137,4	88,1	93,8	1,6	54,1	1.675,2	579,9
Marco ²	A	0,9	31,1	31,3	29,5	4,6	20,4	8,9	14,5	341,9	128,2
	P	28,2	41,4	41,8	70,1	2,8	9,7	2,9	7,1	434,6	81,3
Yen ²	A	20,8	30,7	14,0	38,8	2,9	1,3	-0,5	6,0	177,4	40,4
	P	21,4	23,8	7,5	29,2	1,9	3,6	-2,7	3,2	151,8	35,6
Franco svizzero ²	A	7,9	-1,5	- 4,8	2,7	9,6	4,0	-8,7	-11,3	113,8	57,3
	P	17,6	10,5	-16,1	4,5	4,7	0,0	2,9	- 5,9	140,1	38,2
Ecu ²	A	6,2	8,2	15,6	16,4	0,1	2,9	7,9	1,4	104,9	35,3
	P	2,2	6,1	16,8	16,8	-0,2	0,0	8,9	3,7	95,6	32,4
Sterlina ²	A	8,5	5,2	22,8	15,7	1,8	3,1	6,5	5,0	77,1	21,9
	P	10,1	13,9	21,7	13,4	3,3	2,4	5,5	4,0	90,1	19,7
Altre	A	25,2	27,3	39,7	49,9	10,6	10,2	15,3	19,0	251,9	96,6
	P	27,4	35,1	55,8	40,6	12,3	9,8	15,1	16,8	279,0	92,6
Totale	A	258,3	285,1	213,2	290,8	147,7	162,8	75,5	113,1	2.536,9	1.132,9
	P	316,6	323,2	288,9	312,0	112,9	119,3	34,2	83,0	2.866,4	879,7

Nota: A = attività; P = passività.

¹ Limitatamente alle banche nei paesi industriali dichiaranti. ² Escluse le posizioni delle banche situate negli Stati Uniti.

estera. Per le banche nei paesi industriali dichiaranti (una scomposizione per monete non è disponibile per i centri *offshore*) questa accelerazione va principalmente ascritta alle transazioni in dollari, in marchi e in yen. In particolare le attività in euroyen, considerando congiuntamente le posizioni sull'estero e sull'interno, si sono triplicate rispetto al 1988, e in cifre assolute la loro espansione (\$45 miliardi) ha leggermente superato quella delle attività in euromarchi. Hanno peraltro registrato un forte incremento le passività in valuta denominate in marchi (\$77 miliardi). Per contro, le attività in eurofranchi svizzeri, già ridotte di \$14 miliardi nel 1988, sono ancora calate di \$9 miliardi, a indicazione dell'ulteriore ridimensionamento del ruolo internazionale di questa moneta. Un certo rallentamento della crescita è stato segnalato per le posizioni in eurosterline e in ecu. Viceversa, un certo numero di valute precedentemente impiegate solo su scala molto ridotta nelle transazioni internazionali ha visto ampliarsi notevolmente il proprio ruolo sull'euromercato in seguito allo smantellamento di controlli valutari. Ciò vale soprattutto per la lira e il franco francese; le attività in valuta delle banche denominate in queste due monete sono aumentate rispettivamente del 55 e 28%.

Il rallentamento nella crescita dichiarata delle attività in ecu, da \$24 miliardi nel 1988 a \$18 miliardi, può essere dovuto alla mancanza di dati sulle transazioni delle banche operanti in Italia, il cui volume sarebbe stato ingente. I crediti diretti identificati verso soggetti non bancari sono aumentati di \$4 miliardi (13%), ossia molto più lentamente che nel 1987 e 1988. Viceversa, le passività in ecu verso

Rapida espansione delle posizioni in euroyen e in euromarchi ...

... e di alcuni settori di denominazione minori

Consistente aumento dei depositi in ecu di soggetti non bancari

soggetti non bancari, che negli ultimi anni avevano registrato una crescita solo modesta, sono aumentate di \$ 5 miliardi, ossia di ben il 43%, ampliando considerevolmente la base di depositi del mercato.

La struttura per nazionalità del credito bancario internazionale

Stabilizzazione
delle quote di
mercato delle
banche giappo-
nesi e statunitensi

Considerando l'andamento dell'attività bancaria internazionale dal punto di vista della nazionalità delle banche, il 1989 si è contraddistinto per il fatto che la crescita dell'attività si è distribuita in modo più uniforme che negli ultimi anni, durante i quali le banche giapponesi erano state in posizione prominente. Lo scorso anno esse hanno comunque ancora contribuito per quasi due quinti all'espansione complessiva delle attività e passività internazionali delle banche, ma in termini di tasso di crescita non si sono discostate molto dal valore dell'11,5% registrato a livello globale, cosicché la loro quota sul totale delle attività bancarie internazionali in essere, ampliatasi considerevolmente negli ultimi anni, è rimasta invariata al 38%. Per converso, vi è stata una certa ripresa delle operazioni internazionali delle banche USA, la cui quota di mercato era diminuita al crescere di quella delle banche giapponesi; tuttavia anche nel 1989 l'espansione delle attività internazionali delle banche USA è rimasta leggermente al disotto della media del mercato. Sono invece aumentate decisamente le operazioni internazionali delle banche dell'Europa continentale, la cui quota di mercato si è portata dal 35 al 36% nel 1989. Tra i maggiori gruppi nazionali europei, i più alti tassi di aumento sono stati registrati dalle banche tedesche (23%), che a fine anno figuravano al terzo posto, dopo le banche giapponesi e statunitensi, in termini di volume delle attività internazionali.

Aumento della
quota di mercato
delle banche
dell'Europa
continentale

La principale ragione della più contenuta crescita delle operazioni internazionali delle banche giapponesi risiede probabilmente nel fatto che, dopo anni di espansione estremamente rapida, esse hanno cominciato ad avvertire l'impatto dei nuovi requisiti internazionali di adeguatezza patrimoniale, specie verso la fine dell'anno, quando le condizioni per nuovi finanziamenti con capitale azionario sono divenute meno propizie. Oltre a ciò, il forte deprezzamento dello yen nel 1989 ha considerevolmente accresciuto il valore in yen delle loro attività denominate in valuta.

Differenze nelle
modalità
di finanziamento

A un esame più approfondito delle statistiche appare che il leggero rallentamento nel ritmo di espansione delle operazioni internazionali delle banche giapponesi è dovuto soprattutto alla più lenta crescita delle posizioni intra-gruppo, mentre si è accelerata quella delle loro operazioni con banche non collegate. In particolare, il loro nuovo indebitamento sul mercato interbancario internazionale, per \$ 161 miliardi, ha superato di quasi due volte e mezzo l'ammontare del 1988. Ciò indica una significativa differenza, tra banche giapponesi ed europee, nel profilo strutturale della crescita delle posizioni internazionali. Le prime hanno continuato a presentare l'incremento di gran lunga più ampio nei crediti diretti a soggetti non bancari (\$ 36 miliardi), mentre le loro passività non bancarie sono aumentate solo di poco, cosicché esse si sono rifinanziate sul mercato interbancario internazionale. Per contro, le maggiori acquisizioni di depositi di soggetti non bancari sono state registrate dalle banche britanniche e tedesche (\$ 32 e 30 miliardi rispettivamente). Le banche britanniche hanno impiegato questi fondi principalmente per crediti sull'interno, mentre le banche

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

Nazionalità e posizioni	Variazioni nel 1989 in dollari correnti						Consistenze totali	
	Banche collegate	Altre banche	Istituzioni monetarie ufficiali	Soggetti non bancari	Titoli ²	Totale	fine 1985	fine 1989
	in miliardi di dollari USA							
Banche giapponesi								
attività	86,9	79,6	-0,5	35,8	-	201,8	707,0	1.967,2
passività	41,6	161,0	-2,3	7,5	3,3	211,1	672,5	1.924,7
Banche statunitensi								
attività	44,9	2,3	0,2	13,2	-	60,6	593,3	727,4
passività	44,5	7,6	1,0	18,7	-5,4	66,4	555,2	742,4
Banche francesi								
attività	3,5	25,1	0,0	16,1	-	44,7	245,2	432,1
passività	-0,9	30,1	2,4	21,0	4,8	57,4	248,9	458,0
Banche tedesche								
attività	18,8	51,0	4,4	7,6	-	81,8	191,0	435,8
passività	14,9	6,8	0,1	30,0	2,6	54,4	157,4	329,3
Banche britanniche								
attività	7,5	-3,0	-1,9	5,5	-	8,1	191,0	247,3
passività	6,0	-5,5	4,6	31,6	3,5	40,2	200,8	308,7
Altre								
attività	29,7	24,4	-3,9	73,6	-	123,8	786,2	1.329,4
passività	9,1	56,8	-0,1	32,2	3,4	101,4	779,8	1.336,8
Totale								
attività	191,3	179,4	-1,7	151,8	-	520,8	2.713,7	5.139,2
passività	115,2	256,8	5,7	141,0	12,2	530,9	2.614,6	5.099,9

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.

tedesche li hanno collocati soprattutto sul mercato interbancario internazionale, aumentando la loro posizione creditoria netta verso banche non collegate di quasi il 45% nel 1989.

Il mercato dei prestiti consorziali

Lo scorso anno l'attività sul mercato dei prestiti consorziali è salita a livelli senza precedenti. Il volume delle nuove facilitazioni annunciate è ammontato a \$ 152 miliardi, con un incremento del 53% rispetto al 1988. Di questo importo circa \$ 56 miliardi sono connessi a operazioni di fusione e acquisizione, le quali

I prestiti consorziali sono sospinti a livelli-record dalle operazioni di fusione e acquisizione ...

hanno dato luogo a due delle maggiori facilitazioni mai poste in essere, per importi rispettivamente di \$ 13,6 e 11 miliardi. Le elevate commissioni, insieme alla possibilità di offrire servizi accessori e di vendere i prestiti sul mercato secondario, sono stati i principali incentivi all'attiva partecipazione delle banche in queste operazioni (si veda il Capitolo IV). Si ha notizia, in particolare, di cospicue vendite di partecipazioni a banche minori e a istituzioni non bancarie. Un significativo volume di nuove linee è anche connesso a finanziamenti nel settore immobiliare e in quello delle compagnie aeree. D'altra parte, è sensibilmente diminuito rispetto al 1988 l'apprestamento di facilitazioni a opzione multipla e di crediti rotativi, in quanto i più attivi mutuatari di prim'ordine sul mercato avevano completato i loro programmi di indebitamento, e le banche sono diventate sempre più riluttanti a impegnarsi in operazioni a bassa redditività.

Circa l'80% dei prestiti consorziali è stato apprestato per società, principalmente statunitensi e britanniche, che hanno concorso per \$ 48,2 e 21,7 miliardi rispettivamente alle nuove facilitazioni, di cui \$ 33,7 e 10,1 miliardi destinati a operazioni di fusione e acquisizione. Questo tipo di transazioni ha anche fatto accrescere l'indebitamento delle società canadesi e irlandesi. È altresì aumentato in misura considerevole il volume delle nuove linee accordate a operatori di paesi esterni all'area dichiarante.

... ma subiscono un netto rallentamento nei primi mesi del 1990

Verso la fine dell'anno vi è stata una certa riconsiderazione del coinvolgimento delle banche nell'attività di ristrutturazione societaria. Insieme alle difficoltà manifestatesi sui mercati USA delle *junk bonds* e della proprietà immobiliare, ciò si è tradotto in un netto calo delle nuove facilitazioni concordate. Di conseguenza, il volume dei nuovi prestiti consorziali annunciati è sceso da \$ 51 miliardi nel quarto trimestre del 1989 a \$ 39 miliardi nei primi tre mesi del 1990.

I mercati mobiliari internazionali

Il settore delle *euronotes*

L'attività di emissione segna un calo per la prima volta negli anni ottanta ...

Nel 1989, il settore delle *euronotes* ha accusato la prima flessione dalle sue origini, agli inizi degli anni ottanta. Il volume delle nuove facilitazioni annunciate è sceso da una punta di \$ 79 miliardi nel 1988 a \$ 66 miliardi, che segna il valore minimo degli ultimi quattro anni. Analogamente, l'ammontare delle *euronotes* in essere è aumentato di soli \$ 6,9 miliardi, rispetto all'espansione-record di \$ 23,4 miliardi del 1987. La decelerazione nei collocamenti di nuovi titoli su base netta è stata particolarmente accentuata nel mercato dell'*eurocommercial paper* (ECP), che era stato il settore in più rapida crescita negli anni precedenti; è inoltre proseguita la contrazione nel volume dei titoli a breve accompagnati da una garanzia bancaria di sottoscrizione. Per converso, l'ammontare in essere delle *euronotes* a medio termine, lanciate per la prima volta nel 1986, è aumentato a un ritmo assai sostenuto (71%), per raggiungere quasi \$ 10 miliardi a fine anno.

Considerando il settore delle *euronotes* nel complesso, i valori denominati in dollari hanno rappresentato quasi l'85% di tutti i titoli in essere a fine 1989. Numerose emissioni sono tuttavia state oggetto di *swap* in altre valute. Per quanto concerne la nazionalità dei mutuatari, i principali prenditori netti di nuovi

fondi sono stati i residenti di Australia (\$ 4,4 miliardi) e Stati Uniti (\$ 1,2 miliardi), mentre si è fortemente contratto l'ammontare in essere di titoli emessi da mutuatari di Norvegia e Nuova Zelanda.

Nel primo trimestre 1990, le nuove linee annunciate in appoggio all'emissione di *euronotes* sono ulteriormente scese a \$ 16 miliardi. Per converso, in seguito alla contrazione stagionale del dicembre 1989, il volume delle *euronotes* in essere è aumentato di oltre \$ 9 miliardi, portandosi a quasi \$ 89 miliardi.

Lo scorso anno il mercato dell'ECP ha risentito di diversi fattori negativi. I mutuatari di prim'ordine, molti dei quali avevano già apprestato programmi di emissione, non hanno mostrato alcun interesse a concordare nuove facilitazioni, mentre a causa degli elevati tassi d'interesse a breve sono stati trattenuti dall'attivare i programmi in essere. I mercati interni della *commercial paper* (CP), che hanno continuato a trarre vantaggio dai provvedimenti di liberalizzazione sia in Europa che in Giappone, hanno sottratto all'euromercato una parte dell'attività. Nel 1989 il volume in essere di CP emessa sui mercati interni si è espanso di oltre \$ 100 miliardi, passando a più di \$ 700 miliardi. Nei soli Stati Uniti, i fondi raccolti da emittenti esteri sono aumentati di \$ 12 miliardi, portandosi a \$ 63 miliardi. Un altro fattore che ha influenzato l'attività nel comparto dell'ECP è costituito dall'intensa concorrenza fra operatori primari, che ha ulteriormente assottigliato i margini di profitto, inducendo alcuni fra i principali *dealers* a ritirarsi dal mercato.

Il settore dell'ECP è stato altresì fortemente perturbato da una serie di improvvisi mancati pagamenti e da una mutata valutazione dell'affidabilità delle linee di credito bancarie di sostegno. Ciò ha provocato una "fuga verso la qualità" da parte degli investitori e, a seguito di una riconsiderazione dei rendimenti e del

... seguito però da una ripresa su base netta nel primo trimestre 1990

Crescente concorrenza proveniente dai mercati interni della CP

Importanza crescente della graduazione del merito di credito

Aspetti salienti del mercato delle <i>euronotes</i>								
	Anni			1989				Consistenze a fine 1989
	1987	1988	1989	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
	in miliardi di dollari USA							
Nuove facilitazioni annunciate								
<i>Eurocommercial paper</i>	46,1	52,5	47,9	7,8	14,3	10,8	15,0	
Altri strumenti a breve								
<i>Euronotes</i>	15,2	10,4	6,6	1,0	2,2	2,4	0,9	
<i>di cui: con garanzia di sottoscrizione</i>	3,4	3,6	1,6	0,3	0,8	0,5	0,1	
<i>Notes a medio termine*</i>	12,0	16,1	12,0	4,0	3,4	0,7	3,9	
Totale	73,4	79,0	66,4	12,9	19,9	13,9	19,8	
Nuove emissioni nette								
<i>Eurocommercial paper</i>	19,4	19,9	5,3	3,7	0,4	4,6	-3,4	58,5
Altri strumenti a breve								
<i>Euronotes</i>	1,8	-3,4	-2,4	1,0	-1,4	-1,2	-0,8	11,1
<i>Notes a medio termine</i>	2,2	3,0	4,0	0,8	0,9	1,3	1,0	9,6
Totale	23,4	19,5	6,9	5,5	-0,1	4,7	-3,2	79,2
* Inclusi i programmi ECP con opzione per l'emissione di titoli a medio termine.								
Fonti: Banca d'Inghilterra ed Euroclear.								

rischio di liquidità, si è prodotta una maggiore differenziazione dei tassi d'interesse. Anche gli investitori sul mercato dell'ECP sembrano essere divenuti più attenti alla classificazione del merito di credito dei prenditori. Mentre sul mercato interno statunitense della CP praticamente la totalità delle emissioni è graduata in termini di affidabilità e il deterioramento della qualità del credito è stato talvolta segnalato ben prima del sopravvenire di inadempienze, fino a epoca recente alla maggior parte delle emissioni sul mercato dell'ECP non era assegnata alcuna graduazione. Di conseguenza, vari mutuatari non di prim'ordine sono stati attratti dagli euromercati e hanno potuto raccogliere fondi a tassi che non rispecchiavano appieno il loro effettivo merito di credito. Tuttavia, si stima che verso la fine del 1989 la quota di ECP in essere recante una graduazione del merito creditizio fosse salita a quasi il 50%, e si ha notizia del fatto che i *dealers* in ECP hanno spinto gli emittenti che ne erano privi a richiedere una valutazione della propria affidabilità creditizia.

Il settore delle *euronotes* a medio termine (EMTN) ha risentito solo in misura trascurabile degli sviluppi sul mercato primario dei titoli a breve. La struttura delle commissioni per gli intermediari in EMTN è rimasta più favorevole che sul mercato dell'ECP, e non vi sono state inadempienze da parte degli emittenti. Il settore delle EMTN è stato caratterizzato dalla predominanza dei mutuatari USA, che si sono avvalsi di proficue opportunità di arbitraggio fra mercati interni e internazionali.

Svariati fattori fanno ritenere che il mercato delle EMTN continuerà a espandersi e che esso potrebbe sottrarre al mercato obbligazionario internazionale parte delle operazioni. In primo luogo, l'emissione di *notes* a medio termine intermedie da *dealers* consente una maggiore flessibilità rispetto all'offerta di sottoscrizione al pubblico attraverso un sindacato d'emissione. La scadenza delle nuove emissioni sul mercato delle EMTN può andare da un minimo di nove mesi a una durata teoricamente delimitata solo dalle preferenze dei mutuatari e degli investitori. Inoltre, la collocazione temporale, l'entità e la valuta di denominazione dei fondi attinti nel quadro di una determinata facilitazione EMTN possono essere variati in funzione delle esigenze di finanziamento degli emittenti. In secondo luogo, in genere gli investitori richiedono che le emissioni obbligazionarie siano di un dato ammontare minimo affinché ne sia assicurata la liquidità. Per converso, nel settore delle EMTN sono gli stessi *dealers* che, in quanto disposti ad acquistare e vendere titoli, forniscono liquidità al mercato. Infine, dai recenti andamenti negli Stati Uniti emerge uno spostamento nelle preferenze degli emittenti dalle obbligazioni verso le *notes* a medio termine, il quale potrebbe propagarsi ai mercati internazionali. Se si prescinde dalle *junk bonds* e dalle obbligazioni ipotecarie, negli Stati Uniti le emissioni sul mercato interno di titoli con collocamento pubblico sono andate costantemente calando dalla metà degli anni ottanta, mentre quelle di *notes* a medio termine sono più che raddoppiate raggiungendo un ammontare vicino a quello delle emissioni di obbligazioni societarie.

Il mercato obbligazionario internazionale

Lo scorso anno si è avuta un'ulteriore crescita del mercato obbligazionario internazionale, in quanto il volume delle nuove emissioni annunciate è salito a

\$ 259 miliardi, con un incremento di \$ 33 miliardi rispetto al 1988. Questa espansione è dovuta a un aumento ancora maggiore delle obbligazioni collegate ad azioni, le cui nuove emissioni sono salite nel primo semestre dell'anno a livelli senza precedenti. I mutuatari, intermediari e investitori giapponesi hanno svolto un ruolo predominante in questo comparto, di riflesso al vigore del mercato azionario di Tokyo sino alla fine del 1989. Negli altri settori l'attività è stata meno sostenuta. Nel comparto delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso le nuove emissioni annunciate in valute diverse dal dollaro sono diminuite da \$ 114 miliardi nel 1988 a \$ 96 miliardi. L'aumento dei tassi d'interesse, segnatamente nel secondo semestre, le incertezze circa i tassi di cambio e le modifiche della normativa fiscale sono alcune fra le principali cause di questa decelerazione. Per contro, il rafforzamento del dollaro USA e il calo dei tassi d'interesse a lungo termine nel primo semestre del 1989 hanno sospinto l'emissione di obbligazioni ordinarie a tasso fisso denominate in dollari a \$ 55 miliardi, con un incremento del 15%. Nell'anno in parola, le nuove emissioni di obbligazioni a tasso variabile (FRN) sono state leggermente superiori a quelle dell'anno precedente, pur rimanendo ben al disotto dei livelli toccati verso la metà degli anni ottanta.

Espansione dell'attività complessiva di emissione...

Lo scorso anno ha altresì fatto segnare un sensibile aumento dei rimborsi a scadenza, passati da \$ 43 miliardi nell'anno precedente a \$ 58 miliardi. Per converso, i riscatti anticipati sono calati da \$ 40 a 31,5 miliardi, a seguito del rialzo dei tassi d'interesse. Al netto dei rimborsi, lo scorso anno il volume delle obbligazioni in essere sui mercati internazionali si è espanso di \$ 172 miliardi, ossia del 16%, salendo a poco più di \$ 1.250 miliardi. Questa crescita si è accompagnata a un modesto incremento del volume delle transazioni sul mercato secondario, che è rimasto leggermente al disotto del massimo toccato nel 1987.

... accompagnata però da un volume crescente di rimborsi

Aspetti salienti dell'attività sul mercato obbligazionario internazionale								
	Anni			1989				Consistenze a fine 1989
	1987	1988	1989	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
	in miliardi di dollari USA							
Totale nuove emissioni lorde annunciate ¹	177,0	226,0	258,7	79,2	69,7	53,8	55,9	1.252,3
di cui: obbligazioni ordinarie a tasso fisso	121,3	161,3	150,1	51,3	34,6	29,7	34,5	
obbligazioni a tasso variabile (FRN)	12,1	22,6	23,4	3,4	7,5	6,9	5,5	
obbligazioni collegate ad azioni ²	43,7	42,1	85,2	24,6	27,5	17,2	15,9	
Totale nuove emissioni lorde perfezionate ³	181,1	220,1	261,1	73,3	69,4	56,9	61,5	
meno: rimborsi a scadenza	36,7	42,8	58,0	12,3	14,1	15,8	15,9	
meno: rimborsi anticipati	36,6	40,1	31,5	8,1	8,0	6,7	8,7	
= Totale nuove emissioni nette	107,8	137,1	171,6	52,9	47,3	34,4	36,9	
di cui: obbligazioni ordinarie a tasso fisso	68,9	99,4	89,0	35,0	19,1	16,2	18,8	864,0
obbligazioni a tasso variabile (FRN)	0,5	3,6	7,8	1,7	-0,5	5,4	1,3	164,5
obbligazioni collegate ad azioni ²	38,3	34,1	74,7	16,3	28,7	12,9	16,8	223,8
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.								



Nel 1989, le procedure di sindacazione e di emissione sui mercati obbligazionari internazionali sono state oggetto di un certo dibattito. Le pressioni per una loro modifica hanno tratto origine dall'erosione dei profitti connessi all'attività di *underwriting* a seguito dell'accresciuta concorrenza nell'acquisizione di quote di mercato, dall'importanza crescente degli investitori istituzionali e dalla spinta concorrenziale impressa ai mercati interni per effetto della deregolamentazione. Il dibattito si è incentrato soprattutto sulla distribuzione dei margini fra le istituzioni capofila – che organizzano l'emissione e si assumono la responsabilità nel fissare corretti termini di prezzo e nello stabilizzare i corsi sul mercato primario – e gli altri membri del sindacato. In particolare, una delle questioni più dibattute è stata quella dello sconto spesso concesso dagli *underwriters* agli investitori più importanti.

Modifiche delle
procedure
di emissione ...

In aprile, l'International Primary Dealers Association ha emanato nuove direttive che raccomandavano un più breve periodo di aggiudicazione per le nuove emissioni ed eliminavano le deduzioni effettuate dalle capifila per i costi di stabilizzazione dei corsi. Inoltre, nel corso dell'anno sono state lanciate sul mercato diverse emissioni basate su una procedura di sottoscrizione consueta nei mercati interni USA, secondo cui tutti i membri di un sindacato ristretto accettano di vendere le obbligazioni sul mercato primario a un prezzo fisso. Benché con questa tecnica gli *spreads* nominali siano inferiori a quelli delle tipiche procedure di sindacazione sull'euromercato, ciascuno dei meno numerosi partecipanti ottiene una quota maggiore di proventi.

Queste nuove modalità di sindacazione hanno varie implicazioni per i mercati. In primo luogo, esse segnano un ulteriore avvicinamento fra mercati interni e internazionali. In secondo luogo, comportano un maggior grado di concentrazione nell'attività di *underwriting*. Infine, per effetto dei più brevi periodi di collocamento, i membri del sindacato si concentreranno probabilmente in misura ancora maggiore sugli investitori istituzionali, presso i quali si possono rapidamente classare ingenti volumi di titoli. Gli investitori privati saranno verosimilmente sempre più confinati al mercato secondario.

... e loro implicazioni

Obbligazioni ordinarie a tasso fisso. Nel 1989, le nuove emissioni nel comparto delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso sono diminuite dal massimo storico di \$ 161 miliardi nel 1988 a \$ 150 miliardi. L'attività è stata particolarmente intensa nel primo trimestre; successivamente, essa è rimasta in media su livelli inferiori a quelli dell'anno precedente. Nel settore del dollaro, l'evoluzione dei tassi di cambio e d'interesse, nonché le condizioni di tasso degli *swaps*, hanno influito positivamente sull'attività di emissione nel primo semestre dell'anno. In seguito, il clima di mercato si è deteriorato per effetto dei timori sorti a riguardo dei rischi potenziali connessi alla ristrutturazione finanziaria di varie società negli Stati Uniti e nel Regno Unito, nonché in seguito alla crisi nel comparto delle *junk bonds* USA. Tuttavia, il conseguente minor ricorso al finanziamento da parte delle società statunitensi e britanniche è stato in parte

Flessione delle emissioni a tasso fisso, ma andamento sostenuto nel settore del dollaro

Mercato obbligazionario internazionale: struttura per tipo di emissione e per valuta di denominazione

	Nuove emissioni lorde annunciate				Nuove emissioni nette				Consistenze a fine 1989
	1986	1987	1988	1989	1986	1987	1988	1989	
	in miliardi di dollari USA								
Obbligazioni ordinarie a tasso fisso	147,4	121,3	161,3	150,1	108,6	68,9	99,4	89,0	864,0
di cui: dollaro USA	67,3	29,8	47,3	54,5	45,9	10,7	26,6	25,9	307,6
yen	21,4	21,9	19,0	22,3	18,9	18,4	11,9	14,5	125,0
franco svizzero	16,8	16,8	18,5	5,7	11,0	2,0	1,1	-3,9	97,7
marco	11,9	12,9	21,2	9,4	7,3	1,5	14,0	6,2	96,8
ecu*	5,7	7,2	10,8	11,7	4,7	7,2	9,5	7,4	51,4
sterlina	5,4	9,2	11,7	12,1	4,9	8,2	10,4	11,0	46,2
altre valute	18,9	23,5	32,8	34,4	15,9	20,9	25,9	27,9	139,3
Obbligazioni a tasso variabile (FRN)	47,7	12,1	22,6	23,4	28,7	0,6	3,6	7,8	164,5
di cui: dollaro USA	38,2	3,9	6,6	8,1	19,0	-7,1	-10,2	-1,6	106,5
sterlina	5,4	2,2	10,2	7,3	5,5	2,2	8,7	5,4	27,8
altre valute	4,1	6,0	5,8	8,0	4,2	5,5	5,1	4,0	30,2
Obbligazioni collegate ad azioni	27,4	43,7	42,1	85,2	22,4	38,3	34,1	74,7	223,8
di cui: dollaro USA	16,8	29,5	29,0	65,1	14,1	26,1	26,2	60,4	153,6
franco svizzero	6,0	7,1	8,3	13,6	4,5	5,4	4,3	8,8	42,0
altre valute	4,6	7,1	4,8	6,5	3,8	6,8	3,6	5,5	28,2

* Escluse le obbligazioni emesse sui mercati interni dei mutuatari.

Fonti: Banca d'Inghilterra, AIBD e BRI.

compensato da una serie di ingenti prestiti lanciati da mutuatari di prim'ordine, fra cui l'emissione "globale" della Banca Mondiale e l'euroemissione della Repubblica Italiana (\$ 1,5 miliardi ciascuna).

Contrazione
delle nuove
emissioni
in marchi e in
franchi svizzeri

Lo scorso anno, lo yen ha costituito la seconda valuta di denominazione in ordine d'importanza nel comparto delle emissioni a tasso fisso, dopo il dollaro. Tuttavia, su un totale di \$ 22,3 miliardi, il 25% dei fondi è stato raccolto nel solo mese di dicembre, quando sono temporaneamente migliorate le aspettative nei confronti dello yen e si è prodotto un appiattimento della curva dei rendimenti. Le emissioni in sterline hanno occupato il terzo posto (\$ 12,1 miliardi), in quanto gli investitori hanno continuato a essere attratti dagli elevati rendimenti. Per contro, l'attività di emissione in marchi tedeschi e in franchi svizzeri è rimasta depressa per la maggior parte dell'anno. Le emissioni in marchi sul mercato internazionale, che erano state per un certo periodo stimulate dall'annuncio e dalla successiva introduzione di una ritenuta fiscale sui redditi da interesse in Germania, sono nuovamente calate a seguito dell'annuncio della revoca di tale imposta nell'aprile 1989. Il segmento del franco svizzero è stato svantaggiato dalle incertezze eccezionalmente marcate circa l'andamento dei tassi di cambio e d'interesse e, al netto dei rimborsi, il volume in essere delle obbligazioni in franchi svizzeri ha subito un calo assoluto.

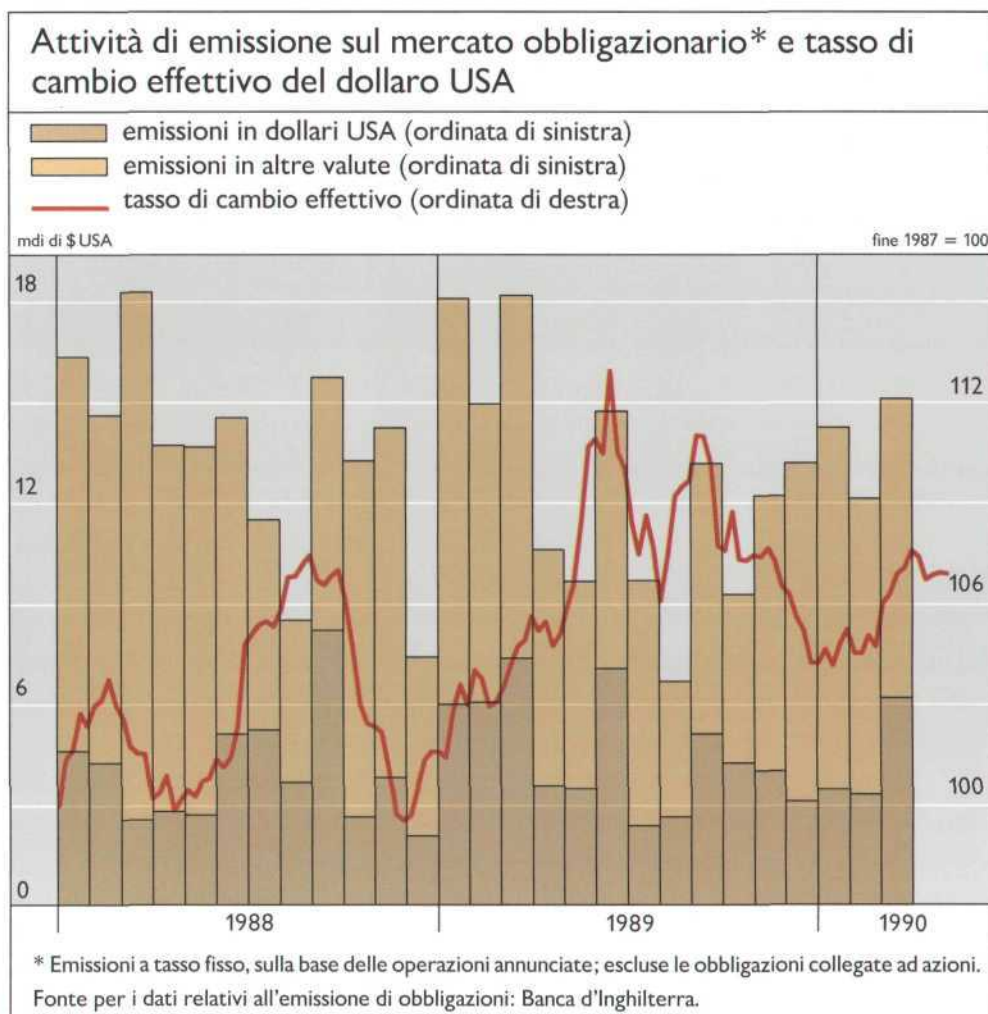
Le nuove emissioni in ecu annunciate (\$ 11,7 miliardi) hanno fruito del maggior ricorso a tale denominazione da parte dei mutuatari di prim'ordine sui mercati sia interni che internazionali. Inoltre, le attraenti opportunità di *swap* create dalle differenze nei regimi fiscali hanno condotto a un'espansione dell'indebitamento in ecu delle imprese. L'attività di emissione in dollari canadesi e australiani, benché leggermente inferiore a quella del 1988, è proseguita a livelli elevati (rispettivamente \$ 11 e 7,1 miliardi). I settori del franco francese, della lira e della peseta hanno incontrato un favore crescente presso gli investitori a seguito della liberalizzazione dei controlli valutari e delle procedure d'emissione.

Aumento delle
emissioni colle-
gate ad azioni per
effetto degli ...

Obbligazioni collegate ad azioni. Lo scorso anno, questo comparto è stato il più dinamico del mercato obbligazionario internazionale. In termini di nuove facilitazioni annunciate, il volume delle operazioni, pari a \$ 85,2 miliardi, è stato doppio rispetto al 1988. Le emissioni in dollari, per lo più abbinate a *warrants*, hanno fatto segnare la quota di gran lunga maggiore (76%); è tuttavia aumentata fortemente anche l'attività di emissione in altre valute. Il settore del franco svizzero, costituito in gran parte da obbligazioni convertibili, si è accresciuto di quasi due terzi, salendo a \$ 13,6 miliardi, mentre quello del marco è passato da \$ 1 a 4 miliardi.

... sviluppi
in Giappone

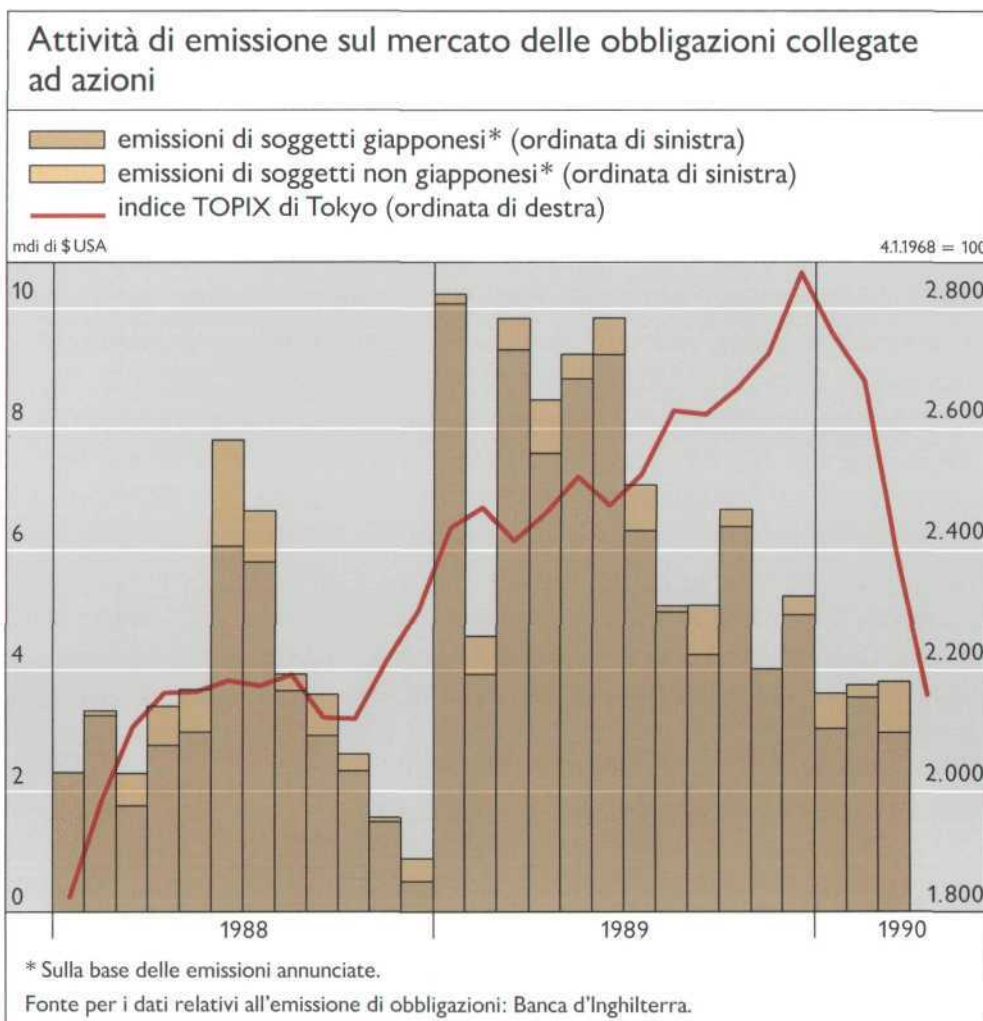
Come negli anni precedenti, i mutuatari giapponesi hanno avuto un ruolo predominante. La perdurante sostenutezza del mercato azionario di Tokyo, il più elevato ammontare e la conseguente maggiore liquidità delle singole emissioni hanno offerto ai mutuatari nuove opportunità per ridurre le cedole. Nel contempo, gli investitori sono stati attratti verso il mercato giapponese dallo sviluppo della contrattazione dei *warrants* staccati nonché dalle modifiche della regolamentazione contabile, che hanno reso le plusvalenze in conto capitale più attraenti delle cedole come fonte di reddito. Nel secondo trimestre l'attività di emissione ha segnato un massimo, per poi diminuire sensibilmente, anche perché molti programmi di finanziamento erano stati completati o avevano raggiunto il massimale stabilito dalla regolamentazione giapponese.



Verso la fine dell'anno, il mercato internazionale delle obbligazioni collegate ad azioni ha risentito dell'annuncio, fatto dal Ministero delle Finanze giapponese, che esso avrebbe potuto prescrivere la registrazione di tutte le nuove emissioni con *warrant* azionario e la loro quotazione alla Borsa di Tokyo, al fine di garantire una maggiore trasparenza del mercato. Gli operatori temevano che l'attuazione di questi provvedimenti avrebbe ridotto il vantaggio concorrenziale dell'euromercato inducendo così il rientro in Giappone di una parte dell'attività. Agli inizi del 1990, queste incertezze sono state accentuate dal forte incremento dei tassi d'interesse giapponesi, dal cedimento del mercato azionario di Tokyo, dall'ulteriore flessione dello yen e dalla crescente competitività del mercato obbligazionario interno in virtù della sua recente liberalizzazione. A fine febbraio, è stato introdotto l'obbligo di registrazione. A fine marzo, in seguito alla caduta dei corsi azionari alla Borsa di Tokyo, sono state temporaneamente sospese le nuove emissioni di azioni e di obbligazioni collegate ad azioni da parte delle principali società giapponesi di intermediazione mobiliare, e a metà maggio questa moratoria era ancora in atto.

Fattori di
perturbazione
provenienti
dal Giappone

Obbligazioni a tasso variabile (FRN). Nel 1989 le nuove emissioni di FRN sono salite a \$ 23,4 miliardi, importo leggermente superiore a quello del 1988, ma inferiore alla metà di quello registrato anteriormente alla crisi del mercato delle FRN "perpetue" alla fine del 1986. Gli elevati tassi d'interesse a breve e la



Ripresa delle emissioni di FRN, accompagnata da un ampliamento della base di denominazione

concorrenza delle emissioni a tasso fisso abbinate a *swaps* hanno scoraggiato i mutuatari. Le *notes* denominate in dollari hanno concorso per il 35% al totale ma, al netto dei rimborsi, si è avuta un'ulteriore flessione nel volume in essere di questi strumenti. L'attività nel comparto della sterlina, che era stata alimentata negli anni precedenti dalle istituzioni specializzate nel credito ipotecario e dalle "building societies" britanniche, è rallentata a seguito del forte incremento dei tassi d'interesse sulla sterlina e del calo della domanda di mutui ipotecari. Per converso, la nuova attività di emissione in altri settori di denominazione è balzata a livelli-record (\$8 miliardi): di essa la parte più consistente è stata denominata in marchi (\$2,6 miliardi), dollari canadesi (\$1,4 miliardi) e lire (\$1,2 miliardi).

Un ammontare crescente di FRN ha assunto la forma di *variable rate notes* (obbligazioni a *spread* variabile). Le banche e le altre istituzioni finanziarie sono state di gran lunga i mutuatari più attivi, avendo utilizzato il mercato per accrescere la propria base di capitale o per eliminare dal bilancio attività trasformando parte dei crediti in strumenti negoziabili. I rimborsi di FRN in essere da parte dei governi hanno ampiamente superato le nuove emissioni.

Distribuzione dei mutuatari per nazionalità e per settore. Le nuove emissioni nette dei soggetti giapponesi, pari a \$84 miliardi, hanno costituito quasi il 50% dei fondi raccolti lo scorso anno sul mercato obbligazionario internazionale.

Predominanza dei mutuatari giapponesi

In effetti, la quota del finanziamento realizzato in tale mercato rispetto al volume totale dei mezzi raccolti da soggetti non bancari giapponesi è balzata da circa il 10% nel 1987 e nel 1988 a oltre il 20% nel primo semestre del 1989. I soggetti britannici sono rimasti al secondo posto come prenditori di nuovi fondi (\$ 20,2 miliardi). Nel caso di alcuni importanti paesi mutuatari, larga parte della nuova attività di emissione ha compensato rimborsi e riscatti di passività in essere. In particolare, l'indebitamento dei mutuatari USA si è contratto di \$ 2,9 miliardi. Quanto all'Europa orientale, l'Unione Sovietica ha raccolto \$ 1 miliardo. Il volume netto di fondi raccolti dalle istituzioni internazionali è salito da \$ 7,7 miliardi nel 1988 a \$ 12,7 miliardi.

L'ulteriore miglioramento nelle posizioni di bilancio di diversi paesi OCSE si è rispecchiato nella contrazione del volume netto dei fondi raccolti sui mercati internazionali dagli operatori del settore pubblico, passati da \$ 7,5 miliardi nel 1988 a \$ 3,5 miliardi. La nuova attività di emissione delle banche si è distribuita alquanto uniformemente e ha continuato a essere influenzata dall'esigenza di raccogliere fondi per ottemperare ai requisiti internazionali di adeguatezza patrimoniale. Le banche giapponesi sono state di gran lunga le principali prenditrici di nuovi fondi (\$ 12,5 miliardi), mentre le banche USA hanno rimborsato \$ 1,4 miliardi

Importanza
decrecente
dell'indebita-
mento del settore
pubblico

Mercato obbligazionario internazionale: struttura in base alla nazionalità degli emittenti									
Emittenti		Nuove emissioni				Consistenze			
		1986	1987	1988	1989	1982	1987	1988	1989
		in miliardi di dollari USA							
Giappone	A	31,8	42,7	50,8	96,7				
	B	27,0	36,8	40,3	83,9	17,7	153,5	184,2	266,0
Stati Uniti	A	41,6	22,5	16,6	16,4				
	B	32,6	11,4	5,4	-0,3	36,0	163,6	165,6	162,7
Canada	A	17,9	9,0	13,1	13,3				
	B	13,6	2,2	5,9	4,1	41,4	92,6	97,4	100,9
Regno Unito	A	20,2	11,2	26,3	23,0				
	B	17,5	9,5	19,6	20,2	11,1	64,3	82,4	96,5
Francia	A	13,4	8,5	16,5	13,5				
	B	5,7	3,1	10,1	9,4	18,4	58,3	65,8	74,5
Altri paesi industriali ¹	A	74,8	60,5	77,0	68,2				
	B	53,5	36,3	47,9	40,7	67,3	295,2	329,1	364,7
PVS ²	A	3,0	2,2	3,9	2,6				
	B	0,4	-0,9	-1,0	-1,0	18,0	34,1	32,2	29,9
Paesi dell'Europa orientale	A	0,6	0,6	1,2	2,0				
	B	0,6	0,5	1,2	1,9	0,6	2,0	3,2	5,2
Istituzioni internazionali	A	19,1	19,9	20,6	23,1				
	B	8,7	8,8	7,7	12,7	48,8	142,9	141,0	152,0
Totale	A	222,4	177,0	226,0	258,7				
	B	159,7	107,8	137,1	171,6	259,1	1.006,6	1.101,0	1.252,3

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 PVS OPEC e non OPEC.
 Fonti: Banca d'Inghilterra, AIBD e BRI.

delle loro obbligazioni internazionali in essere. Quanto al nuovo indebitamento dei soggetti privati non bancari, i timori connessi al rischio di credito hanno influito negativamente sull'attività netta di emissione delle società statunitensi e britanniche.

Nel primo trimestre del 1990, l'attività sul mercato obbligazionario internazionale è stata assai sostenuta, nonostante le condizioni irrequiete del mercato connesse alle incertezze di natura politica in Europa e Giappone, e un incremento dei tassi d'interesse a lungo termine su diverse importanti valute (marco, franco svizzero e yen), saliti a livelli che non hanno precedenti negli anni ottanta. Il volume complessivo delle nuove emissioni annunciate è salito a \$ 62,1 miliardi, ossia ben al disopra dei livelli fatti registrare nel terzo e quarto trimestre 1989. Nel segmento delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso, una quota eccezionalmente elevata delle nuove emissioni è attribuibile ad amministrazioni pubbliche e a istituzioni internazionali. In base alla valuta di denominazione, si è avuta in particolare una ripresa nelle emissioni in franchi svizzeri, sterline, marchi ed ecu. La caduta del mercato azionario di Tokyo nel primo trimestre 1990 si è tradotta in un'ulteriore contrazione delle nuove emissioni di obbligazioni collegate ad azioni, passate da \$ 15,9 miliardi nel quarto trimestre 1989 a \$ 11,2 miliardi, prima che intervenisse la sospensione dell'attività di emissione da parte dei soggetti giapponesi. Le incertezze circa la tendenza dei tassi d'interesse hanno contribuito a far salire il volume delle emissioni annunciate di FRN a \$ 9,7 miliardi, il più alto livello su base trimestrale dal 1986. Un aspetto saliente è costituito dall'ammontare-record di emissioni di FRN denominate in marchi tedeschi (\$ 4,5 miliardi).

I mercati degli strumenti finanziari derivati

La fortissima espansione dei mercati degli strumenti derivati, negoziati in apposite sezioni di borsa o sul mercato parallelo, costituisce forse lo sviluppo più rimarchevole intervenuto nei mercati finanziari durante gli anni ottanta. Benché presentino caratteristiche specifiche differenti, tutti gli strumenti finanziari derivati sono accomunati dal fatto che non generano un immediato flusso di fondi corrispondente all'ammontare nominale del contratto fra un operatore economico e l'altro. Essi sono stati tutti concepiti al fine di gestire i rischi connessi a variazioni nei prezzi delle attività, e l'accresciuta varianza dei tassi d'interesse, dei cambi e degli indici azionari nel corso degli ultimi anni è il fattore che ha più contribuito al loro successo. Nondimeno, l'importanza dimensionale e la diversificazione assunta dai mercati, specie quelli degli strumenti assimilabili alle opzioni, non sarebbero state possibili senza i cambiamenti tecnologici intervenuti nelle procedure informative e negoziali a partire dai primi anni ottanta. La concorrenza fra i mercati dei prodotti finanziari derivati si è intensificata negli ultimi anni, determinando indirettamente una crescita nel volume delle transazioni.

Futures sui tassi d'interesse. I *futures* sui tassi d'interesse, che prevedono la consegna di uno specifico strumento finanziario standardizzato fruttifero d'interesse a una data futura e a un prezzo convenuto, e che sono trattati su mercati organizzati, costituiscono forse il prodotto derivato più attivamente impiegato. Il numero dei contratti negoziati annualmente è balzato da 12 milioni a oltre 200 milioni di unità fra il 1980 e il 1989. Fino al 1982, quando venne aperto il "London International Financial Futures Exchange" (LIFFE) e cominciò a intensificarsi l'atti-

I fattori della
rapida crescita
degli strumenti
derivati

Crescente
impiego dei
futures sui tassi
d'interesse

vità sul "Sydney Futures Exchange", le contrattazioni avevano avuto luogo praticamente per intero negli Stati Uniti, dove i *futures* su strumenti finanziari erano stati introdotti fin dalla metà degli anni settanta. Nonostante il volume delle negoziazioni nelle borse statunitensi si sia triplicato dal 1982, lo scorso anno la sua quota sul totale mondiale risultava scesa a poco più del 60%.

Fra i contratti collegati a tassi d'interesse a breve del mercato monetario, i *futures* sul deposito in eurodollari a tre mesi – introdotti a Chicago nel dicembre 1981 e trattati ora anche a Singapore, Londra e Tokyo – sono quelli che hanno riscosso il successo di gran lunga maggiore. Nel 1989 il volume medio giornaliero delle contrattazioni nello strumento suddetto, espresso in termini di ammontare nominale di capitale, ha raggiunto i \$ 160 miliardi negli Stati Uniti e quasi \$ 25 miliardi negli altri mercati. Assai di recente sono stati introdotti contratti *futures* su tassi d'interesse a breve per diverse altre valute, e il volume delle negoziazioni in questi strumenti, pur rimanendo ben inferiore a quello dei contratti denominati in dollari USA, si è accresciuto molto rapidamente. Le transazioni nel contratto in euroyen, lanciato nel "Tokyo International Financial Futures Exchange" (TIFFE) alla fine del giugno 1989, nei primi due mesi del 1990 avevano già raggiunto un volume medio giornaliero equivalente a oltre \$ 25 miliardi. I contratti basati sulla sterlina a tre mesi, sul PIBOR (Paris interbank offered rate) e sull'euromarco si sono anch'essi sviluppati fortemente dalla loro introduzione, avvenuta rispettivamente nel 1982, 1988 e 1989.

Le banche costituiscono una delle categorie di operatori che fanno maggiormente ricorso ai *futures* collegati ai tassi d'interesse a breve. Si stima che esse siano titolari di quasi il 45% delle posizioni in acquisto e di poco più del 40% delle posizioni in vendita nello strumento sull'eurodollaro trattato nella Borsa di Chicago. Giacché a fine 1989 le posizioni in essere in questo contratto ammontavano a \$ 610 miliardi, le posizioni detenute dalle banche concorrevano per quasi il 20% alle attività internazionali in dollari delle banche dichiaranti alla BRI. I *futures* collegati a tassi d'interesse a breve costituiscono in genere uno strumento più flessibile per gestire il rischio d'interesse delle banche rispetto alle alternative del mercato a pronti, come ad esempio i depositi interbancari, poiché essi separano il rischio d'interesse generale dal rischio di credito e di rifinanziamento specifico di ciascuna banca. Un altro vantaggio è dato dal fatto che a essi si applica una ponderazione nulla nelle prescrizioni internazionali di adeguatezza patrimoniale, in quanto le stanze di compensazione, che si interpongono fra le due parti contraenti, richiedono l'adeguamento continuo dei contratti alle quotazioni correnti e impongono margini di garanzia commisurati alla variazione delle obbligazioni nette.

La ragione principale del successo ottenuto dal contratto sull'eurodollaro è il suo stretto collegamento con i termini di prezzo di una vasta gamma di altri strumenti finanziari sia del mercato a pronti (CD bancari, *euronotes*, ecc.) sia degli altri mercati derivati (*swaps*, *forward rate agreements*, ecc.). Sembra per contro essere calata la contrattazione dei *futures* sui *Treasury bills*, in parte a causa del fatto che la correlazione fra il tasso d'interesse su questi titoli e quello su altri strumenti finanziari è divenuta più labile negli ultimi anni. Un ulteriore vantaggio offerto dal contratto sull'eurodollaro negoziato a Chicago e Singapore è che esso può essere regolato in contante, evitando così i problemi che

Il successo
dei contratti
in eurovalute

L'impiego dei
futures su tassi
d'interesse
da parte delle
banche

Fattori alla base
della preminenza
del contratto
sull'eurodollaro

Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse internazionali					
	Volume annuale delle contrattazioni				Ammontare delle posizioni in essere a fine 1989
	1986	1987	1988	1989	
	in milioni di contratti				in miliardi di dollari USA
<i>Futures su tassi d'interesse a breve</i>	16,4	29,4	33,7	70,2	1.002,5
<i>di cui: eurodollaro a tre mesi¹</i>	12,4	23,7	25,2	46,8	671,9
<i>Futures su tassi d'interesse a lunga</i>	74,6	116,3	122,6	130,6	196,5
<i>di cui: Treasury bond²</i>	54,1	68,4	72,4	71,3	31,5
<i>obbligazioni decennali di Stato giapponesi³</i>	9,4	18,4	18,8	19,1	129,1
<i>Futures valutari</i>	19,7	20,8	22,1	27,5	15,7
<i>Opzioni di tasso d'interesse e opzioni su futures di tasso d'interesse</i>	22,2	29,3	31,3	41,5	388,3
<i>Opzioni valutarie e opzioni su futures valutari</i>	13,0	18,2	18,2	20,7	44,3

¹ Negoziato presso le seguenti borse: Chicago Mercantile Exchange – International Monetary Market (CME-IMM), Singapore Mercantile Exchange (SIMEX), London International Financial Futures Exchange (LIFFE), Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) e Sydney Futures Exchange (SFE). ² Negoziato presso il Chicago Board of Trade (CBOT) e il LIFFE. ³ Negoziato presso il Tokyo Stock Exchange (TSE) e il LIFFE.

Fonti: Futures Industry Association; differenti borse che trattano *futures* e opzioni; elaborazioni BRI.

Importanza crescente dei mercati non USA nei *futures* su titoli a lungo termine

sorgono allorché è limitata la disponibilità dei titoli sottostanti da consegnare. Il collegamento fra Chicago e Singapore nelle procedure di contrattazione e di compensazione ha parimenti contribuito a far accrescere il volume degli scambi.

La quota del mercato USA nelle transazioni su contratti collegati a tassi d'interesse a più lungo termine è calata in misura notevole negli ultimi anni. In termini di capitale nominale il volume delle contrattazioni aventi per oggetto il "Japanese Government Bond Contract" (JGB) a scadenza decennale, introdotto nella Borsa di Tokyo soltanto nel 1985, a partire dal 1987 è stato all'incirca il doppio di quello relativo al "US Treasury Bond Contract", quotato presso il Chicago Board of Trade. Un altro sviluppo di rilievo è il considerevole volume di operazioni fatto registrare dal contratto su obbligazioni di Stato tedesche ("Bund") trattato a Londra dal 1988. In effetti quest'ultimo è l'unico strumento su tassi d'interesse a lungo termine contrattato al di fuori del mercato nazionale che abbia dato luogo a un consistente ammontare di transazioni.

Se si prescinde dalle operazioni di gestione del portafoglio, di speculazione e di arbitraggio, l'uso principale dei *futures* basati su titoli a lungo termine è quello di servire da copertura a fronte dei rischi di *underwriting* e di posizione delle imprese di intermediazione mobiliare e delle banche. Negli Stati Uniti il rapporto fra il volume giornaliero dei contratti in *futures* su obbligazioni del Tesoro, stipulati dagli operatori primari in titoli governativi, e quello delle negoziazioni degli stessi operatori nel mercato a pronti di questi titoli con scadenze superiori a dieci anni poteva essere stimato nel 1989 in un valore superiore al 50%. In Giappone le contrattazioni di *futures* su obbligazioni da parte delle società di intermediazione mobiliare e delle altre istituzioni finanziarie ammontavano a ben oltre il 200% delle loro transazioni complessive in titoli governativi a lungo termine.

Sebbene negli ultimi anni i mercati dei *futures* sui tassi d'interesse abbiano mostrato in generale una forte crescita, soltanto un certo numero di contratti è riuscito a mantenere durevolmente elevati volumi di contrattazione; molti strumenti, dopo aver conosciuto un notevole successo iniziale, sono poi stati ritirati dai mercati. Diverse sono le ragioni per cui è piuttosto limitato il numero dei contratti *futures* sui tassi d'interesse e di altro tipo attivamente contrattati. Per taluni strumenti il volume delle operazioni è diminuito a causa di un'insufficiente domanda a fini speculativi e di copertura. Ad esempio, l'entità delle transazioni presso il LIFFE aventi per oggetto i contratti sulle obbligazioni del Tesoro britannico (*gilts*) si è ridotta, parallelamente all'attuazione del programma di riacquisto dei titoli a lunga scadenza da parte della Banca d'Inghilterra. Altri *futures* non hanno corrisposto alle aspettative iniziali poiché si sono in certa misura dimostrati un duplicato di strumenti finanziari già esistenti. Lo spessore del mercato dei cambi a termine ha limitato l'espansione dei *futures* valutari. In secondo luogo, il successo dei contratti *futures* è parso dipendere fortemente dalle modalità specifiche dei contratti, e in particolare dalle opzioni di consegna disponibili sugli strumenti sottostanti. Il regolamento in contanti per i *futures* sull'eurodollaro e sugli indici azionari è uno dei fattori che hanno contribuito all'affermazione di questi contratti. Il fallimento del contratto *futures* sulle obbligazioni ipotecarie USA della Government National Mortgage Association (GNMA) – che ha rappresentato il primo strumento del genere ed era a suo tempo ampiamente trattato – può essere attribuito al forte divario creatosi fra i prezzi dei titoli che potevano essere consegnati e quelli che il contratto GNMA intendeva in effetti coprire. In terzo luogo, può risultare meno costoso ricorrere a uno strumento finanziario attivamente trattato e gestire un "rischio di base" (ossia il rischio che venga a variare il differenziale di prezzo fra il *futures* e lo strumento sottostante coperto), piuttosto che attuare una copertura completa mediante un contratto per il quale questi rischi sono teoricamente inferiori, ma il cui mercato non ha sufficiente spessore. Per tali motivi le transazioni tendono a concentrarsi negli strumenti più attivamente trattati. Infine, l'uso di determinati contratti può essere limitato da fattori connessi alle prescrizioni contabili, normative e fiscali. Ad esempio, se le procedure contabili prescrivono un aggiustamento giornaliero dei valori in funzione delle quotazioni di mercato e non consentono il riporto di perdite su posizioni in *futures* finché non sono realizzate le plusvalenze sulla posizione che è oggetto di copertura, la gestione dell'attivo/passivo con contratti *futures* ne risulterà pregiudicata.

Successo e fallimento di singoli contratti

Tradizionalmente i contratti *futures* sono stati negoziati nelle borse con contrattazione "alle grida". L'evoluzione tecnologica degli ultimi anni ha rapidamente mutato questa caratteristica del mercato e molti dei più recenti mercati organizzati per tali strumenti hanno iniziato a operare con sistemi di contrattazione telematica. È probabile che questo processo continui e che esso modifichi la fisionomia del mercato, consentendo ad esempio che le contrattazioni siano disgiunte da una specifica ubicazione e permettendo una negoziazione continua nell'arco di 24 ore su particolari strumenti. La minaccia portata al sistema di contrattazione alle grida può verosimilmente essere acuita dalla rapida espansione degli strumenti negoziati sul mercato parallelo.

L'impatto dell'evoluzione tecnologica

Swaps di tasso d'interesse e di valuta. Gli strumenti derivati del mercato fuori-borsa che hanno riscosso maggiore successo sono gli *swaps* di tasso d'inte-

resse e di valuta, che fecero la loro prima apparizione agli inizi degli anni ottanta. Essendo concordati su base *ad hoc*, tali contratti presentano una tipologia fortemente differenziata, ma comportano in tutti i casi lo scambio di un flusso di pagamenti fra due controparti secondo modalità predeterminate. Ad esempio, uno *swap* di tipo "plain vanilla" prevede il pagamento di un flusso di interessi collegato al LIBOR in contropartita di un flusso a tasso fisso. A fine 1988 l'ammontare nominale di capitale degli *swaps* di tasso d'interesse e di valuta in essere risultava salito rispettivamente a oltre \$ 1000 e 300 miliardi; nel primo semestre 1989 sono stati concordati nuovi *swaps* rispettivamente per \$ 390 e 80 miliardi. A fine 1988 i contratti denominati in dollari USA totalizzavano oltre il 70% dell'ammontare nominale complessivo degli *swaps* di tasso d'interesse, mentre ai settori dello yen, del marco e della sterlina era attribuibile complessivamente il 20%. Con il tempo la scadenza originaria degli *swaps* ha avuto la tendenza ad accorciarsi; infatti, fra il primo semestre 1987 e il primo semestre 1989 la quota dei contratti con scadenza inferiore a un anno sul totale dei nuovi contratti di tasso d'interesse è aumentata da poco meno del 13% a oltre il 25%. Nel caso degli *swaps* valutari, a fine 1988 l'85% dei contratti aveva come contropartita il dollaro USA; lo yen e il franco svizzero risultavano essere le valute più comunemente usate dopo quella americana.

Vi sono tre ragioni principali che spiegano il successo degli *swaps* di tasso d'interesse e di valuta. In primo luogo, al pari dei *futures* e dei tradizionali contratti a termine, gli strumenti in questione consentono ai contraenti di costituire determinate esposizioni di tasso d'interesse e in cambi con un rischio di credito minore di quello connesso ai contratti del mercato a pronti. Ciò ha trovato riconoscimento nelle prescrizioni di adeguatezza patrimoniale concordate dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, che applicano un valore equivalente in termini di esposizione creditizia più basso rispetto alle transazioni sul mercato a pronti. La separazione del rischio d'interesse e di cambio dal rischio di credito ha indirettamente incoraggiato la trasformazione dei prestiti in strumenti negoziabili e contribuisce a spiegare la preminenza delle emissioni abbinate a *swaps* nei mercati obbligazionari internazionali. In secondo luogo, il mercato degli *swaps* si è dimostrato più flessibile di quello a pronti nell'adeguare

Caratteristiche principali del mercato degli *swaps* di tasso d'interesse a fine 1988

	Valute					
	Dollaro USA	Yen	Marco	Sterlina	Altre	Totale
	in miliardi di dollari USA					
Valore nominale di capitale ¹ degli <i>swaps</i> di tasso d'interesse	728,2	78,5	56,5	52,3	94,7	1.010,2
di cui (secondo la controparte):						
con utilizzatori finali	484,3	35,5	39,3	34,7	75,1	668,9
interbancari (membri ISDA) ²	243,9	43,0	17,2	17,6	19,6	341,3

¹ Ammontare ipotetico sottostante su cui sono basati i flussi d'interesse. ² Al netto delle duplicazioni di posizioni notificate da membri ISDA.

Fonte: International Swap Dealers Association (ISDA), Inc.

la configurazione desiderata dei rischi d'interesse e di cambio alle esigenze sia degli investitori sia dei mutuatari. Nel mercato obbligazionario, ad esempio, i prenditori che desiderano modificare la composizione per valute delle loro passività hanno spesso fatto ricorso a contratti di *swap* anziché intraprendere costose operazioni di rimborso o la nuova emissione di titoli. Infine, il mercato in parola ha prosperato anche in virtù delle opportunità di arbitraggio derivanti dalla segmentazione e dalle imperfezioni dei mercati, nonché per effetto dei vincoli posti alle scelte di portafoglio degli investitori e dei mutuatari. In Svizzera, ad esempio, nel 1989 e nei primi mesi del 1990 le variazioni dei tassi d'interesse a lungo termine si sono manifestate con un certo anticipo sul mercato degli *swaps* rispetto al mercato obbligazionario interno. Gli investitori in cerca di collocamenti a lungo termine in franchi svizzeri hanno preferito acquistare titoli denominati in altre valute e stipulare *swaps* per consegna a lungo termine di franchi svizzeri, invece di investire direttamente in titoli stilati nella moneta elvetica.

Questi diversi usi degli *swaps* spiegano la natura dicotomica del mercato. Da un lato si tratta di un mercato all'"ingrosso" dove i corsi sono quotati per via telematica dagli operatori primari e dai mediatori. Spesso i tassi praticati sono strettamente collegati a quelli di strumenti analoghi. Negli Stati Uniti, ad esempio, il tasso d'interesse fisso su uno *swap* "plain vanilla" nel segmento a breve del ventaglio di scadenze tende a seguire dappresso il tasso che potrebbe essere ottenuto con una serie sequenziale di contratti *futures*. Si può stimare che all'incirca un terzo e un quarto rispettivamente degli *swaps* di tasso d'interesse e di valuta comportano siffatte contrattazioni alquanto standardizzate fra gli operatori primari. Per contro, le transazioni con utilizzatori finali sono assai meno trasparenti, se non addirittura un po' misteriose, a causa della complessità di molta parte degli *swaps* concordati *ad hoc* e basati su procedure di arbitraggio.

Opzioni su tassi d'interesse, opzioni su valute e altri strumenti derivati. Se da un lato i *futures* e gli *swaps* di tasso d'interesse hanno fatto segnare l'espansione più spettacolare in termini di volume, la crescente complessità e sofisticatezza dei mercati finanziari negli anni recenti è esemplificata nel modo migliore dalla sempre maggiore importanza assunta dai prodotti con caratteristiche assimilabili alle opzioni. Mentre inizialmente la negoziazione dei contratti a premio aveva luogo per lo più presso le borse, negli ultimi anni si è avuto un assai marcato spostamento verso il mercato fuori-borsa, con un crescente numero di istituzioni finanziarie che negoziano contratti della fattispecie direttamente con la propria clientela. Nel caso delle opzioni valutarie, nell'aprile 1989, su un volume giornaliero di \$ 22 miliardi circa l'80% risultava realizzato nel mercato parallelo. L'espansione del mercato fuori-borsa dei contratti a premio sui tassi d'interesse, che comprende fra l'altro le formule "cap" (con limite di tasso superiore) e "floor" (con limite di tasso inferiore) è stata ancora più impressionante, potendosi stimare in \$ 110 miliardi l'ammontare delle transazioni poste in essere nel primo semestre 1989. Durante lo stesso periodo sono state negoziate al fuori-borsa opzioni su *swaps* per quasi \$ 30 miliardi, mentre nell'insieme dell'anno a livello mondiale sono stati stipulati 41,5 milioni di contratti sotto forma di opzioni su tassi d'interesse o di opzioni su *futures*. Come menzionato nel Capitolo IV, il successo riscosso negli ultimi anni da tali contratti a premio è in parte connesso all'espansione delle operazioni di ristrutturazione finanziaria

Natura dicotomica del mercato degli *swaps*

Crescente importanza degli strumenti con caratteristiche assimilabili alle opzioni

Composizione per valute degli swaps di valuta a fine 1988					
Valute	Ammon- tare nominale totale ^{1,2}	di cui:		di cui:	
		contro dollari USA ²	contro altre valute ²	con utiliz- zatori finali	fisso/ variabile ²
		in miliardi di dollari USA			
Yen	131,0	103,5	27,5	93,9	74,9
Franco svizzero	74,0	39,5	34,5	43,2	23,6
Marco	34,0	25,1	8,9	28,0	17,5
Dollaro australiano	32,6	29,0	3,6	24,3	20,0
Dollaro canadese	29,3	23,7	5,6	24,2	17,9
Ecu	24,5	17,2	7,3	20,8	15,6
Totale parziale	325,4	238,0	87,4	234,4	169,5
Altre	38,7	31,5	7,2	33,2	21,7
Meno duplicazioni di swaps in valute diverse dal dollaro	-47,3	-	-47,3	-33,1	-8,2
Totale	316,8	269,5	47,3	234,5	183,0

¹ Ammontare ipotetico sottostante su cui sono basati i flussi di pagamento. ² Al netto delle duplicazioni di posizioni notificate da membri ISDA.
Fonte: International Swap Dealers Association (ISDA), Inc.

attuare con capitale di prestito, a fronte delle quali si è fatto ampiamente ricorso a contratti "cap" per premunirsi contro l'aumento degli interessi a tasso variabile oltre un determinato livello.

Impatto degli
strumenti derivati
sulla struttura
dell'intermedia-
zione finanziaria

Implicazioni dello sviluppo degli strumenti derivati. L'evoluzione e la crescita dei mercati degli strumenti derivati hanno avuto diverse importanti conseguenze sulla natura e la composizione dell'intermediazione finanziaria, sul comportamento degli operatori e sulla determinazione dei prezzi degli strumenti finanziari sottostanti. Non vi è dubbio che individualmente la maggior parte degli strumenti derivati comporta nel complesso un rischio di credito più basso delle transazioni a pronti economicamente equivalenti. E, in ampia misura, queste operazioni "fuori-bilancio" sono state impiegate in sostituzione della tradizionale attività di impiego e raccolta di fondi, facilitando altresì la copertura di esposizioni e la gestione del rischio.

Rischi potenziali
connessi al cre-
scite impiego
degli strumenti
derivati

Vi sono tuttavia diversi aspetti dell'espansione di queste transazioni "fuori-bilancio" che possono dare adito a preoccupazione. Il primo si ricollega alla novità e complessità della maggior parte degli strumenti di questo tipo. L'incerta configurazione giuridica e le possibili implicazioni fiscali di parecchie transazioni possono dar luogo a indesiderate esposizioni al rischio. Nel mercato degli swaps, ad esempio, le banche hanno subito cospicue perdite a seguito del giudizio emesso dall'Alta Corte nel Regno Unito secondo cui le operazioni di questo tipo concluse da taluni enti pubblici locali al di là del loro fabbisogno di base si configuravano come "ultra vires". Le istituzioni finanziarie che avevano stipulato tali swaps chiaramente non avevano valutato in modo adeguato il rischio derivante dallo status giuridico particolare degli enti locali. In secondo luogo, sebbene negli ultimi anni le banche abbiano compiuto notevoli progressi nel migliorare la gestione del rischio a fronte delle posizioni fuori-bilancio, permangono significative differenze fra le varie istituzioni, e le perdite risultanti dal ricorso ai nuovi

strumenti finanziari non sono state infrequenti. Infine, l'espansione degli strumenti derivati ha avuto un effetto più indiretto e più subdolo sui rischi potenziali insiti nei mercati finanziari. Riducendo i costi di negoziazione l'evoluzione delle tecniche finanziarie ha consentito di effettuare transazioni che altrimenti sarebbero state giudicate troppo rischiose. Ad esempio, la possibilità di evitare parte dell'onere risultante da un aumento dei tassi d'interesse mediante un "cap" potrebbe avere incoraggiato i mutuatari a innalzare il grado di leva finanziaria, accrescendo così indirettamente il potenziale di rischio sistemico.

È difficile valutare isolatamente gli effetti macroeconomici del diffuso impiego di prodotti derivati e dei nuovi metodi di gestione dell'attivo/passivo, in quanto la deregolamentazione ha spesso accompagnato o promosso tali sviluppi. Comunque, la proliferazione di prodotti derivati e di operazioni di arbitraggio che si avvalgono di questi strumenti ha accelerato la rimozione di barriere istituzionali o normative che segmentano i mercati, specie per quanto concerne gli *swaps*. Riducendo i costi di transazione, i prodotti derivati hanno anche aumentato la reattività dei prezzi delle attività al mutare delle aspettative. Ad esempio, nel 1989 e agli inizi del 1990 il rialzo dei tassi d'interesse a più lungo termine in Germania si è trasmesso dal contratto "Bund" negoziato nel LIFFE ai mercati a pronti interni.

Le implicazioni macroeconomiche dell'impiego di strumenti derivati

La situazione debitoria internazionale

Nonostante alcuni segni di rinnovata determinazione nel perseguire rigorosi programmi di aggiustamento strutturale, il 1989 è stato nell'insieme un anno deludente per le economie dei paesi con problemi di debito esterno. Gli andamenti relativi ai quattordici paesi fortemente indebitati a medio reddito hanno presentato disparità eccezionalmente ampie, ma in media la loro crescita economica, pari a circa l'1%, è stata decisamente inferiore al tasso di incremento demografico. Anche se il Messico, grazie a un rigoroso ed efficace programma di stabilizzazione, è riuscito ad abbattere l'inflazione dal 115 al 20%, nei predetti quattordici paesi il tasso medio annuo di incremento dei prezzi ha superato il 360%, rispetto al precedente massimo del 220% registrato nel 1988. I disavanzi di bilancio del settore statale sono saliti ai più alti livelli dall'insorgere della crisi debitoria, assorbendo una parte ancor maggiore del già scarso risparmio finanziario del settore privato. La quota degli investimenti sul PIL, dopo il leggero recupero nei precedenti quattro anni, è tornata al disotto del 20%. Benché il commercio mondiale abbia continuato a espandersi a ritmo sostenuto, la crescita delle esportazioni di questi paesi è rallentata al 4,9% in termini di volume e, malgrado un certo miglioramento nelle ragioni di scambio, il loro disavanzo aggregato di parte corrente si è ampliato di quasi \$ 2 miliardi, salendo a \$ 13 miliardi.

Deludenti risultati economici nei paesi fortemente indebitati...

Gli andamenti non sono stati molto migliori per i paesi dell'Africa subsahariana. Pur non avendo condiviso la pronunciata accelerazione dell'inflazione e il netto deterioramento della finanza pubblica, la crescita del PNL ha continuato a essere inferiore a quella della popolazione, determinando un'ulteriore compressione dei redditi pro capite. Vi è stato un modesto miglioramento del saldo aggregato delle partite correnti di questi paesi, ma il rapporto fra il disavanzo corrente e le esportazioni di beni e servizi, pari al 24%, supera di circa tre volte quello dei paesi fortemente indebitati a medio reddito.

... e nell'Africa sub-sahariana

Evoluzione delle passività esterne e del servizio del debito nei paesi fortemente indebitati¹

ordinate di sinistra (miliardi di dollari USA):

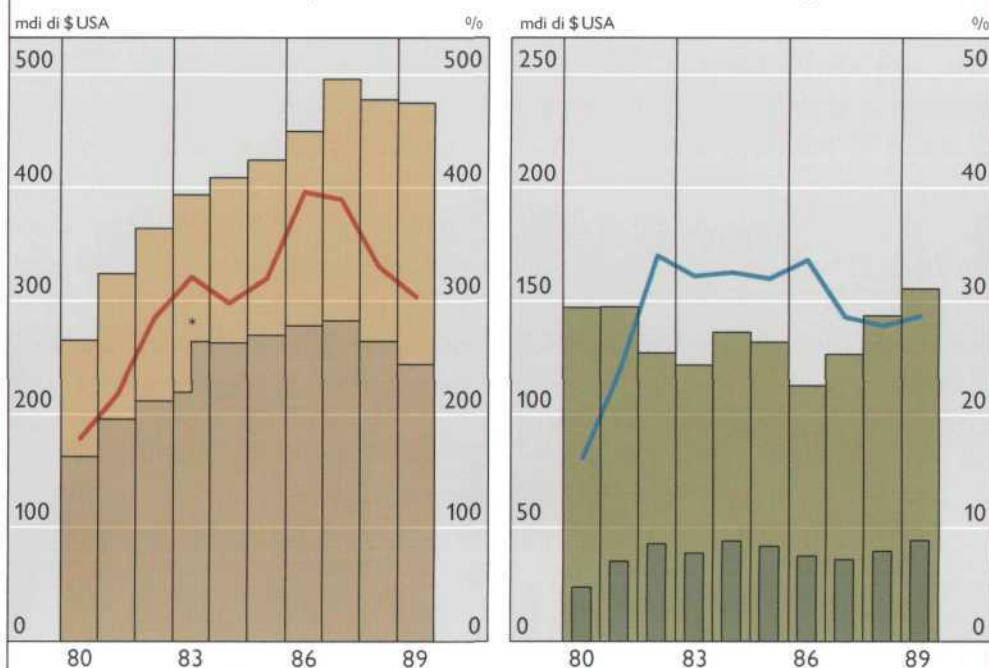
passività lorde verso banche²
altre passività³

esportazioni di beni e servizi
oneri lordi per interessi³

ordinate di destra (in percentuale):

debito totale/esportazioni⁴

interessi lordi³/esportazioni⁴



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

¹ Paesi contemplati dall'iniziativa Baker, eccetto la Jugoslavia. ² Posizioni debitorie identificate verso le banche situate nei paesi dichiaranti alla BRI, a tassi di cambio correnti. ³ Stime basate sui dati del FMI, a tassi di cambio correnti. ⁴ Esportazioni di beni e servizi.

L'indebitamento dei paesi a medio reddito ha registrato una certa flessione ...

Nonostante questi sviluppi, un certo progresso è stato nuovamente compiuto sul fronte del debito in essere. Per il secondo anno consecutivo, il gruppo dei paesi fortemente indebitati a medio reddito è riuscito a ottenere una modesta riduzione dell'indebitamento, specie nei confronti delle banche commerciali. Il debito totale è leggermente diminuito, scendendo a \$477 miliardi, e le passività verso le banche commerciali sono scese a \$245 miliardi, con un calo di \$21 miliardi. Grazie anche alla crescita delle esportazioni registrata nel 1989, il rapporto tra debito totale esterno ed esportazioni ha potuto essere ridotto al 305%, valore ben al disotto del massimo di quasi il 400% del 1986, ma pur sempre superiore al livello registrato all'inizio della crisi debitoria.

... a seguito di conversioni del debito

La flessione delle passività verso le banche commerciali è principalmente dovuta a vari schemi di conversione del debito e ad altre operazioni che hanno diminuito l'indebitamento esterno di questi paesi senza comportare rimborsi di tipo convenzionale. Comunque, queste transazioni sono state meno numerose che nel 1988, e la conseguente riduzione stimata nel valore facciale del debito complessivo, è scesa a \$14 miliardi rispetto a \$22 miliardi nel 1988. Sia le

banche creditrici sia i debitori sono stati riluttanti a impegnarsi in operazioni su vasta scala prima che fosse stata chiarita l'esatta natura degli schemi di riduzione del debito sotto l'egida ufficiale contemplati dall'iniziativa Brady. Per giunta, alcuni paesi in via di sviluppo hanno ridimensionato i programmi di conversione del debito esterno per timore delle loro ripercussioni sull'inflazione e sulla crescita del debito interno.

Vi è stata anche un'ulteriore riduzione dei pagamenti in conto interessi, da \$ 37 miliardi nel 1988 a \$ 32 miliardi, principalmente dovuta, peraltro, a un'accumulazione senza precedenti di interessi arretrati. In gran parte a causa di un rialzo dei tassi a breve, ai quali sono ancorati i prestiti a tasso variabile, gli interessi dovuti dai paesi fortemente indebitati a medio reddito sono aumentati da \$ 40 a 45 miliardi, e l'incidenza sulle esportazioni è salita di un punto percentuale, portandosi al 29%. Vi sono varie ragioni alla base dell'accumulo di interessi arretrati. In primo luogo, fino ad alcuni anni orsono gli accordi di ristrutturazione e le linee di credito concertate avevano fornito ai paesi in posizione critica fondi sufficienti a pagare la maggior parte degli interessi in scadenza. Con il rafforzamento della struttura patrimoniale delle banche e i crescenti divari nelle loro strategie gestionali, è diventato sempre più difficile raggiungere un'intesa su nuovi schemi di ristrutturazione. Lo scorso anno sono stati conclusi solo cinque accordi di questo genere, a fronte di dieci nel 1988 e diciannove nel 1987. In secondo luogo, gli arretrati non sono più giudicati con altrettanta severità come in passato. Recentemente, le istituzioni multilaterali hanno cominciato a concludere accordi e ad erogare fondi a favore di un ristretto numero di paesi morosi nei confronti delle banche commerciali che hanno però intrapreso vasti programmi di aggiustamento. L'eliminazione degli interessi arretrati a fronte del debito verso le banche commerciali – che in precedenza costituiva una condizione pregiudiziale persino per l'avvio di negoziati – ha anche cessato di essere un ostacolo alla conclusione di accordi tra banche e paesi debitori.

I paesi dell'Africa sub-sahariana in grave situazione debitoria, a differenza di quelli fortemente indebitati a medio reddito, nel 1989 hanno visto accrescersi di \$ 5 miliardi il loro debito complessivo, che è così salito a \$ 114 miliardi. L'alleggerimento del debito verso creditori ufficiali su base bilaterale, ai sensi di quanto concordato al vertice di Toronto, ha comportato una riduzione di soli \$ 50 milioni, ossia di appena il 2%, nel servizio del debito dei paesi di questo gruppo. Tuttavia, l'ammontare delle loro passività rinegoziate a condizioni sempre più agevolate nell'ambito del Club di Parigi, che coordina le ristrutturazioni del debito verso creditori ufficiali, è balzato da \$ 1 miliardo nel 1988 a oltre \$ 11 miliardi nel 1989. Sia il FMI che la Banca Mondiale hanno in corso programmi per l'erogazione ai paesi indebitati dell'Africa sub-sahariana di risorse esterne destinate all'aggiustamento e allo sviluppo economico. L'alleggerimento del debito è uno degli elementi di questi programmi. Nel settembre 1989 è stata istituita una linea di credito della Banca Mondiale per finanziare riscatti di debito da parte di alcuni di questi paesi. Anche se a tal fine è stato impegnato solo un ammontare di \$ 0,1 miliardi, gli amplissimi sconti sul nominale praticati nel mercato secondario implicano che lo sgravio di debito ottenuto sarà molto maggiore.

L'adesione, nel 1989, all'iniziativa Brady, che sollecitava interventi ufficiali a sostegno della riduzione del debito e del connesso servizio, ha segnato l'avvio di

Accumulo senza precedenti di interessi arretrati

Limitato alleggerimento del debito a condizioni agevolate per i paesi dell'Africa sub-sahariana

Il sostegno ufficiale alla politica di alleggerimento del debito segna una nuova fase nella strategia debitoria

una nuova fase nella strategia debitoria. Nella prima fase, durata fino al 1985, la preoccupazione dominante era stata quella di prevenire danni irreparabili e di vasta portata al sistema finanziario internazionale. L'esposizione delle banche commerciali verso i paesi in situazione critica superava in misura sostanziale la loro base di capitale, ed era nell'interesse di tutte le parti evitare che una grave carenza di liquidità conducesse a veri e propri casi di insolvenza. Nella seconda fase l'enfasi fu posta sulla risoluzione a più lungo termine del problema debitorio attraverso lo sviluppo e le riforme strutturali, alla quale tutte le parti in causa – debitori, banche commerciali, governi dei maggiori paesi industriali e istituzioni multilaterali – avrebbero dovuto partecipare con politiche appropriate e con l'apprestamento di risorse finanziarie. Sebbene concettualmente valido, questo approccio ha comportato un ulteriore ampliamento del debito estero, senza produrre un aumento corrispondente della capacità di esportare dei paesi debitori. Nella terza fase si è riconosciuto che una riduzione del debito e del connesso servizio sotto l'egida ufficiale potevano contribuire ad alleviare il pesante onere che paralizzava alcuni paesi in via di sviluppo fortemente indebitati, aiutandoli a ritornare su un sentiero di crescita economica duratura ed equilibrata.

L'accordo con il Messico:

I criteri che dovevano presiedere all'erogazione di fondi da parte delle istituzioni multilaterali per riduzioni del debito in essere e del connesso servizio sono stati fissati nella primavera del 1989. Il sostegno finanziario del FMI e della Banca Mondiale viene concesso, sulla base di un approccio caso per caso, ad accordi di alleggerimento del debito negoziati tra le banche creditrici e i paesi che attuano programmi di aggiustamento a medio termine.

le tre opzioni

È stato comunque soltanto dopo la messa a punto di accordi specifici con le banche creditrici che si sono potuti individuare gli esatti contorni del nuovo approccio. L'accordo con il Messico, che è stato concluso nel marzo 1990 e abbraccia un periodo di tre anni e mezzo, ha rivestito particolare importanza essendo stato il primo a essere negoziato e poiché esso riguardava \$ 48,5 miliardi di passività a medio e lungo termine di un importante paese impegnato in una rigorosa azione volta a realizzare riforme strutturali di vasta portata. Il progetto, concordato tra le autorità messicane e il comitato consultivo delle banche commerciali, offriva alle banche creditrici la scelta fra tre opzioni: permutare i loro crediti contro obbligazioni garantite, con uno sconto sul nominale del 35%; scambiare alla pari i crediti medesimi con obbligazioni garantite, recanti un tasso fisso del 6¹/₄%; erogare nuovi fondi nella misura del 25% delle loro attività in essere. Fondi ufficiali per complessivi \$ 7 miliardi, di cui \$ 1,2 miliardi provenienti dalle riserve valutarie del Messico, sono stati accantonati a garanzia dei titoli obbligazionari contemplati nelle prime due opzioni e del pagamento di parte dei relativi interessi. È previsto che le obbligazioni garantite siano trasferibili, esenti da ristrutturazione e svincolate da richieste di nuovi finanziamenti. Tra gli altri elementi dell'accordo figurano un impegno del Messico a porre in atto un programma di conversione del debito in partecipazioni azionarie per l'importo annuo di \$ 1 miliardo durante un periodo di tre anni e mezzo, l'accantonamento di fondi per il riscatto di un limitato ammontare di passività e una clausola di rivalsa che compenserebbe i creditori per le loro concessioni qualora il prezzo del petrolio superasse un certo livello di soglia a partire dal 1996.

I creditori del Messico hanno mostrato una chiara preferenza per la permuta dei loro crediti in essere in obbligazioni garantite, che godono di una certa prelazione di fatto, mentre in assenza di iniziative ufficiali per dotare il credito di garanzie, in relazione sia alle posizioni in essere sia ai nuovi prestiti, essi si sono mostrati riluttanti a fornire nuovi fondi. In termini di ammontare dell'esposizione verso questo paese, il 47% circa dei creditori ha optato per lo scambio contro obbligazioni alla pari e il 41% per le obbligazioni a sconto, sebbene apparisse certo che questi nuovi titoli, in assenza di garanzie integrali per i pagamenti degli interessi, sarebbero stati a loro volta trattati sotto la pari sui mercati secondari. Soltanto il 12% delle banche ha optato per la concessione di nuovi fondi, cosicché nel quadro dell'accordo il Messico otterrà solo \$ 1,5 miliardi di nuovi prestiti. Nell'ipotesi che i tassi a breve rimangano invariati, l'accordo ridurrà di oltre \$ 1 miliardo all'anno l'onere per interessi del Messico, al netto del pagamento degli interessi sui fondi mutuati per procurarsi le garanzie sul capitale e sugli interessi.

le scelte dei
creditori

L'esecuzione dell'accordo comporterà una riduzione dell'indebitamento del Messico maggiore di quanto originariamente contemplato. È pur vero che, nel periodo considerato dall'accordo, il debito verso creditori ufficiali aumenterà di \$ 5,8 miliardi e i nuovi fondi che dovranno provenire dalle banche commerciali accresceranno di ulteriori \$ 1,5 miliardi le passività del Messico, ma la decisa preferenza delle banche per le operazioni con sconto abbasserà di \$ 7 miliardi il debito in essere, mentre una riduzione aggiuntiva sarà apportata dalle conversioni di debiti in partecipazioni azionarie e dal riscatto diretto di passività. Un'ulteriore riduzione implicita di circa \$ 7,5 miliardi può essere attribuita al fatto che il valore attualizzato delle obbligazioni alla pari, recanti tassi d'interesse inferiori a quelli del mercato, è minore del valore nominale dei crediti che esse sostituiscono. Inoltre, lo scorso anno le operazioni di conversione, gli ammortamenti e altre iniziative di diminuzione del debito condotte al di fuori dell'accordo hanno ridotto di \$ 4 miliardi il debito del settore pubblico del Messico.

l'entità dell'al-
leggerimento
del debito

L'accordo con il Messico è stato raggiunto solo a conclusione di un prolungato e difficile negoziato in cui le autorità statunitensi hanno svolto un ruolo determinante. In seguito a questo accordo, un'ampia parte del debito messicano non è più soggetta a future operazioni di ristrutturazione, e il numero delle banche che continuano a essere impegnate nei confronti del Messico è ora alquanto ridotto, giacché la maggior parte di esse ha permutato la propria esposizione a medio e a lungo termine verso tale paese contro attività svincolate da richieste di nuovi finanziamenti. Per il Messico potrebbe essere quindi più difficile in futuro ottenere importi considerevoli per finanziamenti di bilancia dei pagamenti, qualora si dovesse inaspettatamente presentare tale necessità.

Accordi che contemplano il sostegno ufficiale a operazioni di riduzione del debito e del suo servizio sono stati posti in essere, o sono in corso di negoziazione, nei confronti di alcuni altri paesi, tra cui non sono però compresi altri due dei maggiori debitori, cioè Brasile e Argentina. In linea con l'approccio differenziato caso per caso, ciascun accordo presenta aspetti specificatamente destinati ad affrontare la situazione particolare del paese in questione. Un accordo concluso con la Costa Rica non prevede l'apporto di nuovi fondi, ma un cospicuo alleggerimento sui \$ 1,8 miliardi di debito considerati in questo schema. In

Accordi di
alleggerimento
del debito
con altri paesi

termini di esposizione, il 65% circa delle banche ha preferito vendere i propri crediti al paese in questione con uno sconto dell'84%. Un aspetto saliente dell'accordo concluso con le Filippine è costituito dalla rapidità con cui è stato raggiunto. Le banche e le autorità del paese sono riuscite ad accordarsi in soli sei giorni e mezzo su un programma che prevede riscatti diretti di debito per \$ 1,3 miliardi (equivalenti a quasi un quinto dei prestiti bancari ammessi), con uno sconto del 50%. Esso assicura inoltre una certa prelazione di fatto a crediti per circa \$ 0,7 miliardi. L'accordo lascia aperta la possibilità di ulteriori riscatti in epoca successiva, ma comporta un minore alleggerimento, in termini di flussi monetari, di quanto inizialmente previsto, poiché un considerevole numero di banche creditrici ha scelto di non partecipare. L'esistenza stessa di un accordo preliminare con il Venezuela, riguardante passività per \$ 20 miliardi, è di per sé degna di rilievo. Le banche commerciali nutrivano dubbi sulla necessità di uno schema agevolativo, nella convinzione che politiche macroeconomiche appropriate avrebbero consentito al paese di onorare il servizio del debito in modo regolare. Un accordo preliminare, che implica un alleggerimento del debito con un sostegno di parte ufficiale, è stato altresì concluso tra il Marocco e le banche creditrici.

La portata delle operazioni di alleggerimento del debito

Il valore facciale complessivo del debito estero oggetto dei primi quattro accordi negoziati nel quadro dell'iniziativa Brady ammonta a \$ 72 miliardi. Finora è stato impegnato un importo di circa \$ 8 miliardi su complessivi \$ 30–35 miliardi di fondi ufficiali originariamente destinati al sostegno di tali operazioni. Le varie transazioni ridurranno di \$ 14 miliardi circa il debito verso le banche commerciali, mentre l'alleggerimento dell'onere per interessi può essere stimato equivalente a una contrazione del debito di ulteriori \$ 11 miliardi. Complessivamente, sono stati eliminati circa \$ 25 miliardi, pari a circa un terzo del valore nominale del debito originario, anche se a ciò fa riscontro un incremento di \$ 8 miliardi dell'indebitamento verso creditori ufficiali.

Elementi di forza e ...

Oltre a influire sul flusso di risorse, i programmi di riduzione del debito apportano alcuni benefici addizionali. Fornendo un'ulteriore legittimazione a iniziative impopolari volte a rafforzare l'efficienza economica e la capacità di servire il debito, essi possono accrescere le probabilità di riuscita dell'azione di aggiustamento strutturale. In Messico l'accordo ha avuto un impatto favorevole sul comportamento degli investitori e sul clima economico in generale. I tassi d'interesse interni sono calati con l'attenuarsi delle aspettative inflazionistiche, riducendo i pagamenti per interessi sul debito interno del settore pubblico. Le migliorate prospettive economiche hanno indotto un certo rientro di capitali esportati clandestinamente, hanno attratto investimenti diretti e hanno fatto salire i corsi azionari. Benché i tassi d'interesse siano stati successivamente innalzati per evitare il surriscaldamento dell'economia, per gran parte dell'anno il Messico ha potuto mantenere l'orientamento di fondo impartito alla politica economica.

... di debolezza della nuova strategia

Nonostante la sua indubbia utilità, l'iniziativa Brady non risolve appieno i problemi dei paesi fortemente indebitati. Le prospettive di nuovi afflussi di capitali sembrano oggi meno favorevoli di quanto lo siano state per un certo tempo in passato, e ciò per una serie di ragioni. Anzitutto, è risultata eccessiva la valutazione iniziale dello sgravio di debito che poteva essere ottenuto mediante questo nuovo piano, considerata l'entità del sostegno ufficiale disponibile. Ciò ha

creato attese eccessive da parte dei paesi debitori, inasprendo in generale il clima dei negoziati. In secondo luogo, a seguito di scelte ufficiali, le banche sono state costrette a negoziare con alcuni paesi che esse non consideravano né bisognosi né meritevoli di riduzioni del debito. Un terzo problema è consistito nell'impiego dei prezzi del mercato secondario come parametro per gli sconti sul debito, incentivando così i paesi debitori a deprimere i corsi per ottenere sconti maggiori. Infine, è difficile conciliare la riduzione del debito con nuovi flussi creditizi. Evidentemente le banche che hanno subito perdite sui loro prestiti in essere sono ben poco inclini a erogare nuovi crediti, a meno che le concessioni sul debito esistente non siano sufficienti a ripristinare l'affidabilità dei paesi debitori.

In effetti, parrebbe che le autorità dei principali paesi creditori abbiano involontariamente incoraggiato le banche a optare per programmi di alleggerimento del debito e del suo servizio, anziché per l'erogazione di nuovi fondi. Nel quadro dell'iniziativa Brady si invitava a riconsiderare gli ostacoli di natura fiscale, contabile e normativa alle operazioni di riduzione dell'indebitamento e del connesso servizio. Data la riluttanza dei paesi a modificare le norme prudenziali e contabili destinate a salvaguardare la solidità del sistema finanziario, le modifiche introdotte sono state essenzialmente di natura fiscale. Ma ben poche di esse hanno incoraggiato l'erogazione di nuovi crediti.

Le sfavorevoli prospettive economiche a breve termine per molti dei principali paesi debitori rendono ancor più impellente che in passato la necessità di sostenere questi paesi nella realizzazione di appropriate politiche macroeconomiche e di aggiustamento strutturale. Poiché nelle attuali condizioni è poco probabile che le riduzioni del debito, gli investimenti diretti, il rientro di capitali esportati illegalmente siano sufficienti nella maggior parte dei casi a soddisfare il fabbisogno di valuta necessario a tali politiche, sarà indispensabile l'apporto di nuovi crediti. A meno che la nuova iniziativa non riesca a ristabilire la capacità di servire il debito dei paesi in questione, le banche continueranno a essere riluttanti a fornire un significativo ammontare di nuovi fondi, in assenza di iniziative ufficiali per apprestare garanzie a fronte del credito, e non è neppure certo che l'erogazione di nuovi fondi a condizioni di mercato, fatta eccezione per i crediti mercantili autoliquidantisi, sia nell'interesse degli stessi paesi debitori. Si potrebbe quindi sostenere che gli schemi di alleggerimento del debito con il sostegno ufficiale dovrebbero assicurare una maggiore simmetria di trattamento fra le operazioni di riduzione del debito esistente e i nuovi crediti, e che si renderà ancor più necessario l'apprestamento di fondi pubblici.

Le implicazioni
per i nuovi crediti
bancari

La necessità
di un maggiore
sostegno ufficiale

VI. Andamenti delle grandezze e delle politiche monetarie

Aspetti salienti

Lo scorso anno la politica monetaria nei paesi industriali è stata per lo più orientata a impedire una crescita dell'inflazione, dato che il ritmo di espansione economica si è rivelato più sostenuto del previsto. Le differenze nella situazione congiunturale e i movimenti dei tassi di cambio, tuttavia, hanno influenzato in certa misura le politiche del tasso d'interesse perseguite nei vari paesi.

A partire dalla primavera del 1989 negli Stati Uniti sono stati gradualmente abbassati i tassi d'interesse a breve al fine di contenere il rallentamento della dinamica economica. A ciò si è contrapposto un progressivo rialzo dei tassi del mercato monetario in Giappone e Germania nell'intento di contrastare l'intensificarsi delle pressioni sulle risorse produttive.

I tassi d'interesse sono stati innalzati anche in Francia e nella maggior parte degli altri paesi aderenti agli Accordi di cambio dello SME nella misura ritenuta necessaria a mantenere la stabilità all'interno del sistema. Nella maggioranza dei casi gli aumenti dei tassi erano opportuni anche per contribuire a moderare le pressioni della domanda interna. Nel Regno Unito, in Svezia e in Canada queste hanno tardato ad allentarsi in risposta alla precedente restrizione monetaria e i tassi d'interesse hanno dovuto essere ulteriormente innalzati nell'ultima parte del 1989 o nei primi mesi di quest'anno nel contesto di pressioni al ribasso sul tasso di cambio.

Anche se gli andamenti dei tassi d'interesse nel 1989 hanno contribuito a tenere entro i limiti la crescita dei principali aggregati monetari, negli anni precedenti gran parte delle economie maggiori aveva fatto segnare forti tassi di espansione monetaria. Taluni aggregati-chiave erano chiaramente divenuti meno affidabili come grandezze-guida per le politiche nel breve periodo; inoltre, però, i governi avevano dato priorità all'obiettivo di scongiurare il rischio di una recessione all'indomani della crisi borsistica del 1987 o di contrastare l'apprezzamento delle proprie monete nei confronti del dollaro USA. Al momento attuale, essendo l'inflazione aumentata, o comunque rimasta elevata, la questione che si pone è se la restrizione monetaria possa essere applicata per un lungo periodo o con intensità sufficienti a ripristinare un alto grado di stabilità dei prezzi. Il perseguimento di quest'obiettivo può apparire oneroso, ma i costi che deriverebbero dal consentire all'inflazione di accelerare ulteriormente o di consolidarsi ai livelli attuali sarebbero in definitiva ben maggiori.

L'integrazione finanziaria internazionale ha continuato a restringere il margine di autonomia della politica monetaria nei singoli paesi. Ciò vale in particolare per l'Europa, dove l'obiettivo di un'ulteriore liberalizzazione dei controlli sui movimenti di capitale internazionali si combina in molti paesi con politiche monetarie finalizzate alla stabilizzazione del cambio. Le autorità monetarie hanno

cercato in misura crescente di fare assegnamento principalmente su strumenti indiretti per influenzare le riserve bancarie e i tassi d'interesse a breve. E' stato tuttavia necessario reintrodurre o inasprire i controlli valutari e i massimali al credito per consentire un efficace governo della moneta in quei paesi, come la Spagna, dove sono presenti forti pressioni della domanda ed elevati tassi d'inflazione.

Esiste ora un più diffuso consenso sul fatto che la politica monetaria debba perseguire in via primaria la stabilità dei prezzi e che questo obiettivo abbia maggiori probabilità di essere realizzato allorché la banca centrale è relativamente indipendente dal Tesoro e da altre istituzioni pubbliche. Ciò ha assunto particolare evidenza nei dibattiti sui presupposti per un ulteriore progresso verso l'unione monetaria nella Comunità europea, al di là della prima fase che inizierà nel luglio di quest'anno. Vi è ampia concordanza sul fatto che un sistema europeo di banche centrali, così come previsto nel "Rapporto sull'unione economica e monetaria nella Comunità europea" (rapporto del "Comitato Delors"), debba godere di un'elevata autonomia rispetto ad altri organi nazionali e comunitari e disporre di un chiaro mandato per perseguire la stabilità dei prezzi.

L'autonomia della banca centrale è stata riconosciuta come condizione necessaria per un'efficace politica macroeconomica anche nei paesi est-europei già a economia pianificata. La proposta unione monetaria fra la Repubblica federale di Germania e la Repubblica democratica tedesca costituisce un caso speciale, in quanto comporta l'ampliamento regionale dell'impiego di una moneta occidentale stabile. Nondimeno, essa pone in evidenza come il conseguimento di risultati globali soddisfacenti richieda che ad appropriati ordinamenti monetari si accompagnino politiche di bilancio e dinamiche salariali coerenti.

La conduzione della politica monetaria lo scorso anno

Lo scorso anno, mentre le pressioni sui prezzi sono divenute ovunque oggetto di preoccupata attenzione, le politiche monetarie nei singoli paesi hanno rispecchiato le diversità negli andamenti attesi ed effettivi delle grandezze economiche. In molti dei paesi maggiori la manovra monetaria è stata specificatamente proiettata al futuro, nell'intento di precorrere gli sviluppi, in particolare sul fronte dell'inflazione. Tuttavia, si è in generale sottostimato il vigore della domanda aggregata e le previsioni di crescita sono state progressivamente corrette verso l'alto. In molti casi la valutazione circa la portata e la prontezza degli effetti della restrizione monetaria sulla produzione, sui conti con l'estero e sull'inflazione si è dimostrata troppo ottimistica.

Contrastanti politiche del tasso d'interesse nei paesi maggiori

Il temporaneo allentamento della politica monetaria negli Stati Uniti durante l'ultima parte del 1987 era stato seguito da un progressivo inasprimento che aveva portato i tassi d'interesse a raggiungere una punta massima nel marzo 1989. Successivamente, in presenza di crescenti timori circa la misura in cui stava rallentando l'economia, allora al settimo anno di ininterrotta espansione, la Riserva federale ha adottato una serie di provvedimenti in virtù dei quali a fine anno il tasso sui *federal funds* risultava calato di 1,5 punti percentuali. Il saggio di sconto è rimasto invece invariato dal febbraio 1989. I rendimenti obbligazionari

Il progressivo
ribasso dei tassi
d'interesse
a breve negli
Stati Uniti ...

sono scesi più o meno in linea con i tassi del mercato monetario fino a novembre, facendo pensare a una moderazione nelle aspettative inflazionistiche. La politica della Riserva federale è parsa essere orientata a incoraggiare un graduale regresso dell'inflazione di fondo mantenendo per un certo tempo la crescita economica al disotto del potenziale, ma cercando al tempo stesso di evitare una recessione. Nei primi mesi del 1990, allorché il ritmo dell'attività economica si è fatto più sostenuto, il tasso sui *federal funds* è stato mantenuto costante.

...si contrappone
al graduale
inasprimento
della politica
monetaria
in Giappone ...

In Giappone, per contro, i tassi a brevissimo termine, che in precedenza erano saliti soltanto leggermente, nella primavera del 1989 hanno assunto una più marcata dinamica ascendente. Facendo uso delle nuove procedure operative introdotte nel novembre 1988 la Banca del Giappone ha consentito alle forze di mercato di sospingere progressivamente verso l'alto i tassi del mercato monetario fino a dicembre, sostenendo questa tendenza con tre successivi aumenti del saggio ufficiale di sconto in maggio, ottobre e dicembre. I tassi di mercato a breve sono aumentati soltanto moderatamente nei primi mesi del 1990, finché il saggio di sconto non è stato nuovamente innalzato, al 5¹/₄%, nel mese di marzo.






... e alle misure
di restrizione
preventiva
in Germania

In Germania, dove i tassi del mercato monetario seguivano una tendenza ascendente sin dagli inizi del 1988, la Deutsche Bundesbank ha pilotato un loro graduale ulteriore rialzo fino all'ottobre dello scorso anno. Nella manovra della liquidità mediante le operazioni pronti contro termine la banca centrale ha fatto ampio ricorso a tecniche d'asta di tipo americano (accettando le offerte per volumi oltre una certa soglia al tasso d'interesse proposto dall'offerente), impiegando tuttavia procedure d'asta a tasso fisso (per "volume") nei momenti in cui appariva opportuna una guida più ferma dei tassi d'interesse. I tassi del mercato monetario sono rimasti in genere prossimi al tasso sulle anticipazioni (*Lombard*) della Bundesbank, il quale è stato innalzato dal 6 al 7% in due riprese (aprile e giugno), e quindi di un altro punto in ottobre. In assenza di variazioni di rilievo nei tassi di cambio con le altre monete SME, le esportazioni erano continuate su livelli sostenuti, mentre ci si attendeva che l'immigrazione dall'Europa orientale e il progetto di unione monetaria con la RDT avrebbero accresciuto le pressioni sulle risorse produttive. Tuttavia, con l'apprezzamento del marco nei confronti di molte altre valute che ha contribuito, a partire dall'ottobre, a moderare l'aumento dei prezzi al consumo, e con il conseguimento dell'obiettivo monetario che ha rafforzato la credibilità della politica, si è in certa misura ridotto il rischio di forti incrementi salariali in occasione dei rinnovi contrattuali del 1990. Gli incrementi retributivi concordati faranno sentire appieno il loro effetto nel 1991.

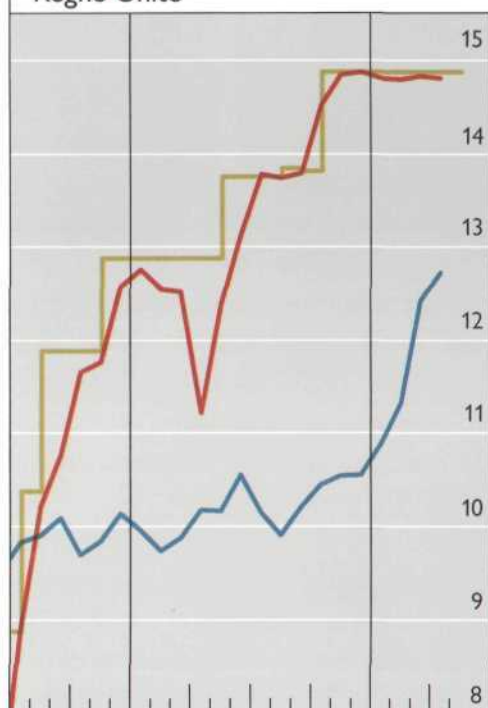
Intonazione
più restrittiva
in Francia per
ragioni di ordine
interno ed
esterno

In Francia la vigorosa domanda interna si è tradotta non tanto in tensioni sui prezzi interni, quanto piuttosto in una perdurante debolezza della bilancia corrente. Nel primo semestre del 1989 i tassi del mercato monetario sono saliti meno che in Germania, grazie anche alla relativa forza del franco all'interno dello SME. La crescita su base annua dei prezzi al consumo, sebbene ancora leggermente superiore a quella della Repubblica federale, ha mostrato rispetto a questa un'accelerazione più contenuta. Dall'ottobre in poi, tuttavia, essendosi più chiaramente palesato il vigore dell'espansione economica interna, i tassi d'interesse a breve hanno preso a salire più decisamente. L'aumento del tasso degli interventi

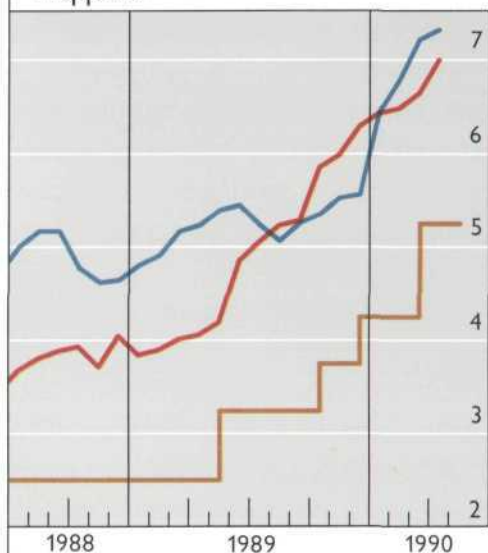
Tassi d'interesse ufficiali e di mercato

-  tasso di aggiudicazione per le operazioni della banca centrale¹
-  saggio ufficiale di sconto annunciato
-  tasso massimo annunciato per il rifinanziamento ufficiale²
-  tasso di mercato del denaro a brevissimo termine
-  rendimento delle obbligazioni di Stato

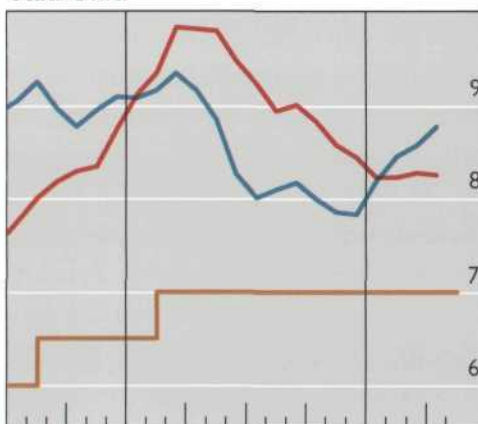
Regno Unito



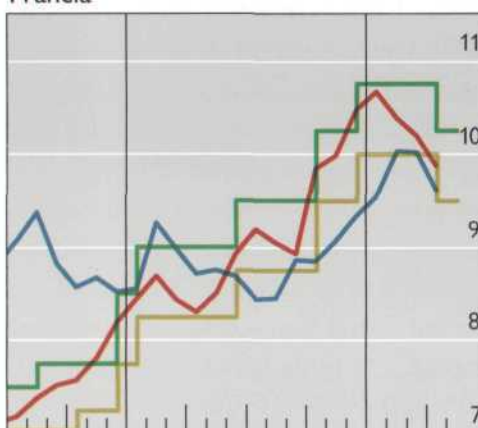
Giappone



Stati Uniti



Francia



Germania



¹ Regno Unito, acquisti di effetti bancari a brevissimo termine. ² Germania, tasso Lombard; Francia, facilitazione permanente per operazioni pronti contro termine in titoli.

L'economia britannica reagisce con lentezza alla precedente restrizione monetaria

della Banca di Francia sul mercato monetario, in congiunzione con il rialzo del tasso sulle anticipazioni della Bundesbank, e l'ulteriore incremento unilaterale in dicembre sono stati giudicati opportuni per ragioni di ordine sia interno che esterno. Di fronte al preoccupante ritmo di espansione del credito, in ottobre è stato altresì innalzato di $1/2$ punto percentuale il coefficiente di riserva obbligatoria. Nella primavera del 1990, con il rafforzarsi del franco entro lo SME il tasso degli interventi ufficiali è stato abbassato.

Nel Regno Unito il tasso d'interesse applicato agli acquisti di effetti bancari a brevissimo termine da parte della Banca d'Inghilterra, che fra il maggio e il novembre 1988 era stato innalzato da meno del $7\frac{1}{2}\%$ a quasi il 13% , nel maggio dello scorso anno risultava salito a circa il $13\frac{3}{4}\%$, seguito dappresso dai tassi di mercato del denaro alla giornata. Durante gran parte dello scorso anno la politica monetaria ha atteso che si producessero gli effetti di questo inasprimento. Sebbene il rialzo dei prezzi degli immobili residenziali sia andato gradualmente decelerando, la quantità di moneta in senso ampio e il credito al settore privato hanno continuato a espandersi molto rapidamente, e i risultati della restrizione a livello del saldo corrente con l'estero e della dinamica salariale hanno tardato a manifestarsi. In effetti, l'economia mostrava di essere assai più forte di quanto si fosse ritenuto. Le autorità hanno contrastato le spinte al rialzo sui tassi a breve fino a ottobre, quando hanno consentito un loro ulteriore aumento di un punto percentuale. In seguito i tassi ufficiali sono stati mantenuti invariati, anche se è stato consentito un sensibile deprezzamento della sterlina.

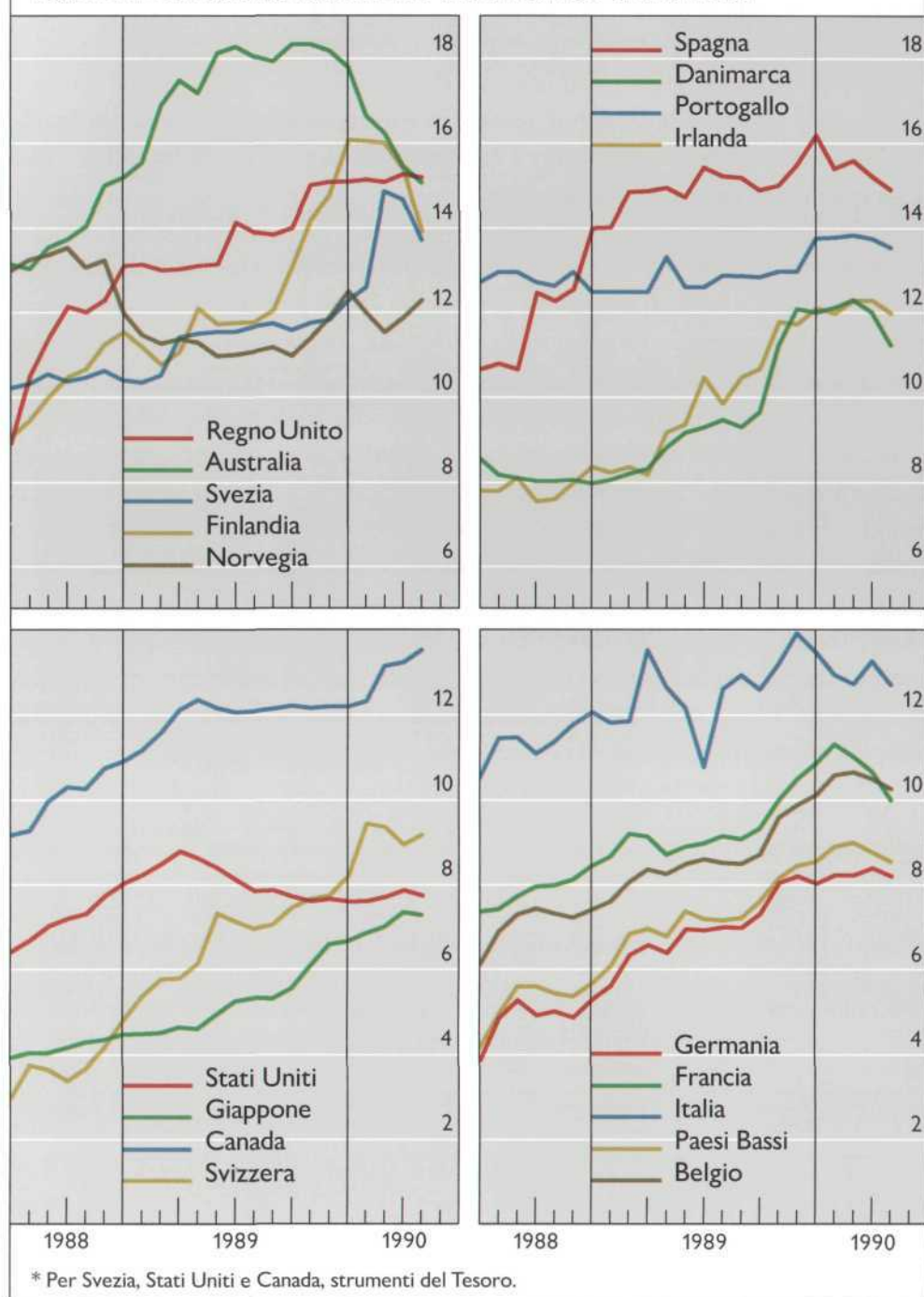
Le politiche monetarie nei paesi partecipanti agli Accordi di cambio dello SME

Gli altri paesi aderenti alla banda ristretta di fluttuazione dello SME si sono associati alla Germania e alla Francia nell'innalzare progressivamente i tassi d'interesse a breve nel corso del 1989. Gran parte di essi ha parimenti conosciuto un rafforzamento dell'attività economica e un maggiore utilizzo delle risorse produttive. Le pressioni della domanda e l'inflazione sono state relativamente elevate in Italia, che ha infine rinunciato, nel gennaio 1990, alla fascia ampia ($\pm 6\%$ intorno al tasso centrale) sinora utilizzata per le fluttuazioni della lira rispetto alle altre monete aderenti agli Accordi di cambio dello SME. Anche la Spagna, che ha aderito agli Accordi nel giugno 1989 adottando una fascia di oscillazione ampia ($\pm 6\%$) per la peseta, ha fatto segnare un tasso d'inflazione relativamente alto.

Tassi a breve aumentati anche in altri paesi appartenenti allo SME

In Belgio, nei Paesi Bassi e in Danimarca la collocazione temporale e la misura degli aumenti dei tassi ufficiali fra l'aprile e l'ottobre 1989 sono state coordinate con i rialzi del tasso sulle anticipazioni in Germania. In Belgio, dove il miglioramento in termini di espansione economica è stato particolarmente marcato, la crescente credibilità della politica del cambio e un'ulteriore riduzione del disavanzo pubblico hanno contribuito a restringere durante questo periodo il differenziale d'interesse rispetto alla Germania. Nei Paesi Bassi l'inflazione dei prezzi al consumo è stata minore che in Germania, ma i consistenti deflussi di capitali nei primi mesi del 1989, congiuntamente a una rapida espansione del credito bancario, hanno indotto le autorità a introdurre un meccanismo di controllo sulle riserve monetarie (si veda a pagina 185). Successivamente si sono

Tassi d'interesse su strumenti interbancari a tre mesi*



prodotti ampi afflussi di fondi bancari e il vincolo di deposito presso la Nederlandsche Bank è stato usato per contribuire a smorzare l'impatto sul mercato monetario degli acquisti ufficiali di valuta estera. Così come in Belgio, i tassi ufficiali hanno dovuto essere ulteriormente innalzati nell'ultima parte del 1989, e i tassi del mercato monetario interno sono saliti più di quelli tedeschi. In Danimarca la dinamica economica è rimasta assai debole, e agli inizi del 1989 i tassi del mercato monetario sono stati aumentati meno che in Germania. La corona è scesa al suo limite inferiore all'interno della banda di fluttuazione dello SME rendendo talvolta necessari interventi di sostegno. I tassi d'interesse a breve sono stati unilateralmente innalzati in ottobre, ma hanno potuto essere riabbas-

Difficili scelte di politica monetaria in Italia...

sati leggermente agli inizi di quest'anno. Nel 1989 la crescita economica in Irlanda è stata assai soddisfacente ma, anche a causa dei deflussi di capitali attratti dai differenziali d'interesse a favore della sterlina, nel corso del 1989 le riserve valutarie sono diminuite di Ir£ 755 milioni. Nel periodo da aprile a dicembre il tasso ufficiale sui rifinanziamenti a breve è stato aumentato in quattro riprese dall'8 al 12%.

In Italia il saggio ufficiale di sconto è stato innalzato nel marzo 1989 dal 12,5 al 13,5%. Nonostante il ripristino della riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta estera delle banche e sebbene si fosse consentito alla lira di salire all'interno della sua banda di oscillazione, gli afflussi di capitali sono proseguiti. L'obiettivo principale della politica monetaria nel corso dell'anno è stato quello di limitare l'impatto di questi afflussi e del finanziamento del Tesoro sulle riserve bancarie. Con un enorme volume di debito a breve del Tesoro da rifinanziare ciascun mese e vendite nette di titoli al pubblico talvolta influenzate da un clima di mercato instabile, i tassi d'interesse *overnight* hanno mostrato ampie fluttuazioni. In autunno, allorché il rialzo dei tassi ufficiali e di mercato in altri paesi aderenti agli Accordi di cambio non ha avuto riscontro in Italia, la lira è scesa verso il limite inferiore della sua banda ampia di fluttuazione. Nel gennaio 1990 è stata adottata la banda ristretta, fissando la nuova parità centrale a un valore prossimo al cambio di mercato corrente. Tuttavia, la lira è immediatamente salita al limite superiore della banda e si sono resi necessari acquisti ufficiali di valuta estera. In maggio il tasso ufficiale di sconto è stato abbassato al 12,5%.

... e Spagna

Nel contesto di un ampio disavanzo dei pagamenti correnti e di un'inflazione crescente, in Spagna il tasso dei finanziamenti ufficiali *overnight* era stato innalzato in più riprese, passando dal 10,5% nell'agosto 1988 al 13,8% nel marzo 1989. A seguito di un forte apprezzamento della peseta, nel gennaio dello scorso anno è stato introdotto un obbligo di deposito a fronte della raccolta di fondi all'estero da parte delle banche e dei soggetti non bancari. L'adesione agli Accordi di cambio dello SME è stata in parte motivata dal desiderio di accrescere la credibilità della politica antinflazionistica. Tuttavia, nel breve periodo l'appartenenza allo SME ha limitato il margine per ulteriori aumenti dei tassi d'interesse, sebbene siano stati mantenuti i controlli valutari sugli afflussi di fondi. In siffatte circostanze le autorità si sono avvalse principalmente di un inasprimento della riserva obbligatoria e della richiesta alle banche di comprimere la crescita dei finanziamenti al settore privato, riuscendo a ottenere un certo rallentamento nell'espansione monetaria e creditizia. Il tasso dei finanziamenti ufficiali *overnight* è stato innalzato al 14,5% in luglio, per poi essere mantenuto a questo livello quando sono stati elevati i tassi d'interesse all'estero, cosicché la peseta è discesa all'interno della sua banda di fluttuazione SME. Nel prosieguo dell'anno è stato revocato il deposito obbligatorio sull'incremento della posizione in valuta delle banche, mentre sono state rese più restrittive le direttrici di crescita del credito per il 1990.

Le politiche monetarie negli altri paesi industriali

In Austria la politica monetaria ha continuato a essere impiegata per stabilizzare il tasso di cambio dello scellino in termini di marco tedesco. Lo scorso anno questo paese ha conseguito buoni risultati sul piano della crescita economica e un

moderato tasso d'inflazione. In Svizzera, dove la politica orientata al controllo della base monetaria era risultata più espansiva del previsto nell'ultima parte del 1987 e nel 1988, l'anno scorso si sono intensificate le pressioni della domanda nell'economia e l'inflazione dei prezzi al consumo ha segnato una netta accelerazione. I tassi d'interesse a breve, che erano scesi a livelli molto bassi nel 1988, sono stati bruscamente innalzati al disopra di quelli tedeschi al fine di contrastare il deprezzamento del franco svizzero.

Forte rialzo
dei tassi a breve
in Svizzera

In Svezia e Canada l'eccesso di domanda ha causato un disavanzo della bilancia corrente e un'accelerazione dell'inflazione, ma per un certo periodo i tassi d'interesse nominali relativamente elevati hanno continuato a esercitare spinte al rialzo sul tasso di cambio. Il rialzo dei tassi d'interesse a breve in Svezia, che nel 1989 ha portato il rendimento dei buoni del Tesoro a sei mesi dal 10,5 al 13%, ha attratto capitali in misura superiore al disavanzo esterno corrente, in particolare dopo la rimozione della maggior parte dei controlli valutari sui movimenti di capitali nel mese di luglio. La corona è salita entro la fascia pubblicata intorno all'obiettivo di tasso di cambio effettivo fino al mese di ottobre, allorché il mercato ha iniziato a riconsiderare la situazione di fondo dell'economia. Dopo le dimissioni del Governo agli inizi di quest'anno la corona ha nuovamente subito pressioni al ribasso, e a febbraio il tasso sui buoni del Tesoro a sei mesi è salito al 15%. In Canada, dato il permanere di pressioni inflazionistiche più forti che negli Stati Uniti, la banca centrale ha mantenuto i tassi d'interesse a breve su livelli elevati allorché sono calati i tassi sugli strumenti analoghi nel mercato statunitense. Quando, agli inizi del 1990, un leggero allentamento della politica monetaria ha prodotto un'accentuata debolezza del dollaro canadese, i tassi d'interesse a breve sono stati decisamente innalzati. Anche tenendo conto dell'impatto stimato del più debole tasso di cambio sulla domanda aggregata, si è giudicato che le condizioni monetarie fossero divenute più stringenti. Nei primi mesi del 1989 il rinnovato atteggiamento critico del mercato a riguardo del forte e perdurante disavanzo esterno e dell'elevato tasso d'inflazione ha contribuito a determinare un netto deprezzamento del dollaro australiano. A fine anno i tassi d'interesse sui fondi *overnight* e a vista in Australia erano saliti a circa il 18%. Agli inizi di quest'anno, pur in presenza di un deficit esterno e di un tasso d'inflazione ancora elevati, l'emergere di segni di debolezza nell'economia ha indotto le autorità a consentire un calo dei tassi d'interesse a brevissimo termine su livelli compresi fra il 15 e il 15½%.

Influsso delle
alterne vicende
del cambio
in Svezia e Canada

In Portogallo nel marzo 1989 la politica monetaria ha reagito alla crescente inflazione con un inasprimento delle condizioni e una più stringente applicazione dei massimali al credito. Inoltre la manovra dei tassi d'interesse è stata impiegata più attivamente che in passato, innalzando in diverse riprese nel corso dell'anno i tassi amministrati sul mercato interbancario. La politica del cambio è stata di tipo non accomodante, in quanto il deprezzamento consentito all'escudo nel quadro del regime di aggiustamento graduale non ha interamente compensato il differenziale d'inflazione rispetto ai *partners* commerciali del Portogallo. Gli aumenti dei tassi d'interesse determinati lo scorso anno in Grecia non sono stati sufficienti a ridurre la crescita del credito bancario al settore privato o a rendere i titoli di Stato abbastanza remunerativi in relazione ai depositi. Nell'ultima parte del 1989 e agli inizi di quest'anno è stata decisa l'introduzione di massimali all'espansione

Politica monetaria
e del cambio
in Portogallo
e Grecia

creditizia e di misure per ridurre la liquidità bancaria. In mancanza di un obiettivo di cambio annunciato, il perdurante deprezzamento del tasso di cambio effettivo ha quasi interamente compensato il differenziale d'inflazione ponderato in base all'interscambio.

Obiettivi intermedi e indicatori della politica monetaria

In molti paesi la politica monetaria diviene più eclettica

Nei paesi che in precedenza avevano fatto molto affidamento su obiettivi intermedi in forma di aggregati monetari, la politica monetaria è divenuta assai più eclettica, mentre nei paesi in cui i tassi di cambio fungono da principale strumento monetario questo obiettivo ha avuto la tendenza a divenire vieppiù rigido. Poiché l'efficacia dell'obiettivo del tasso di cambio nel controllare l'inflazione dipende dal grado di stabilità dei prezzi conseguito altrove, il successo delle politiche eclettiche si ripercuote su tutti i paesi. Gli approcci di tipo discrezionale sono stati guidati da un ventaglio di indicatori degli sviluppi presenti e futuri dell'attività economica e dell'inflazione, tra i quali figurano in particolare le pressioni della domanda nell'economia, i tassi di espansione monetaria e creditizia e le condizioni sui mercati valutari. In alcuni paesi si è inoltre tenuto conto dell'andamento dei tassi d'interesse a lungo termine, dei prezzi delle materie prime e del valore delle attività.

Obiettivi in termini di aggregati monetari

Si riduce il ruolo degli aggregati monetari

Il ruolo meno importante svolto dagli aggregati monetari come obiettivi intermedi nella conduzione della politica monetaria nei paesi industriali è il riflesso non soltanto di difficoltà nell'interpretare gli sviluppi monetari, bensì anche della necessità di promuovere l'aggiustamento economico in risposta a disturbi esogeni. In molti paesi continuano a essere pubblicate direttrici di crescita annua per la quantità di moneta – e ciò anche in alcuni dei paesi dove la politica monetaria è orientata preminentemente al presidio del tasso di cambio – essenzialmente perché si ritiene che il dichiarare gli intendimenti della politica in questa forma possa tuttora contribuire a moderare le aspettative inflazionistiche sottolineando l'impegno a lungo termine delle autorità a perseguire la stabilità dei prezzi.

Realizzati nei paesi maggiori gli obiettivi in termini di aggregati monetari

Lo scorso anno, sotto l'influsso dell'inasprimento monetario attuato a partire dalla primavera 1988 e del conseguente aumento dei tassi d'interesse, in molti dei paesi maggiori la crescita degli aggregati monetari posti come obiettivo si è mantenuta entro l'intervallo di valori pubblicato, anche se in alcuni casi l'espansione monetaria ha dato segni di ripresa nell'ultima parte dell'anno. Negli Stati Uniti il rialzo dei tassi di mercato agli inizi del 1989 ha contribuito a condurre la crescita di M_2 al disotto del limite inferiore della fascia-obiettivo; tuttavia, con il successivo calo dei tassi d'interesse l'aggregato ha ripreso a espandersi a ritmo più sostenuto. Riflettendo essenzialmente l'impatto esercitato dai problemi di qualità del portafoglio-crediti delle casse di risparmio sulla domanda di depositi presso queste istituzioni e dalla ristrutturazione dei loro bilanci, la crescita di M_3 è rimasta vicina al limite inferiore dell'intervallo prefissato. L'incremento su quattro trimestri di $M_2 + CD$ in Giappone è andato gradualmente decelerando, conformemente alle proiezioni della banca centrale, fino al quarto trimestre, quando esso ha preso nuovamente slancio. In Germania, dove

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	
		1988 ³	1989 ³	1990 ³	1988	1989	1989 I	1990 I
in percentuale								
Stati Uniti	M ₂	4-8	3-7	3-7	5,2	4,5	4,1	5,6
	M ₃	4-8	3½-7½	2½-6½	6,3	3,2	5,5	3,0
	TDND	7-11	6½-10½	5-9	9,1	8,0	9,2	7,5
Giappone	M ₂ + CD	10-11	9-10	11-12	10,6	10,0	10,2	11,6
Germania	M ₃	3-6	ca.5	4-6	6,8	4,8	6,8	4,3
Francia	M ₂	4-6	4-6	3½-5½	3,9	4,4	3,7	2,7
Regno Unito	M0	1-5	1-5	1-5	6,1 ⁶	6,3 ⁶	6,7	5,9
Italia	M ₂	6-9	6-9	6-9	8,5	10,8	9,5	10,2
	CSNS	6-10	7-10	12	15,6	18,1	17,6	n.d.
Paesi Bassi	DM ₂	-	-	5	-	n.d.	18,0	n.d.
Spagna	ALP	8-11	6½-9½	6½-9½	12,1	11,3	12,5	9,3
Svizzera	MBC	3	2	2	-3,9	-1,9	-8,8	-3,4
Portogallo	L-	10-13	7½-10½	ca. 12	14,8	8,8	15,3	n.d.
Grecia	M ₃	14-16	18-20	19-21	22,6	23,7	23,1	n.d.

¹ TDND = indebitamento totale dei settori interni non finanziari; M0 = base monetaria ampia; CSNS = credito al settore non statale; DM₂ = contributo del sistema bancario alla creazione di M₂ (crediti bancari a breve sull'interno al settore privato e prestiti a lungo termine sull'interno meno l'aumento delle passività bancarie interne a lungo termine); ALP = attività liquide nelle mani del pubblico (inclusi i certificati di trasferimenti di attività); MBC = moneta della banca centrale; 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 1990, 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 i Paesi Bassi, periodo dal primo trimestre 1989 al secondo trimestre 1990 (l'obiettivo è espresso come tasso di crescita su quattro trimestri); per la Svizzera, media delle variazioni mensili in ragione annua, dal quarto trimestre dell'anno precedente (nel 1988, media annua). ⁴ Calcolato sulla stessa base dell'obiettivo. ⁵ Basata su medie trimestrali. ⁶ Periodi di dodici mesi terminanti nel marzo 1989 e 1990.

Fonti: statistiche nazionali.

l'espansione monetaria aveva decisamente superato i valori programmati in ognuno dei tre anni precedenti, la progressione di M₃ si è mantenuta strettamente in linea con l'obiettivo puntuale fissato dalla Bundesbank. La crescita di M₂ in Francia si è parimenti mantenuta entro la fascia-obiettivo, mentre in Italia – dove i dati di dicembre sono distorti a causa delle agitazioni sindacali nel settore bancario – M₂ è generalmente cresciuto a tassi vicini al limite superiore dell'intervallo programmato. Nel Regno Unito l'espansione dell'aggregato ristretto (M0) è rallentata meno di quanto ci si poteva attendere alla luce dell'andamento delle vendite al dettaglio, per portarsi quindi al disopra del limite superiore della fascia-obiettivo. In Svizzera, sebbene un inatteso ulteriore calo della domanda di riserve bancarie per fini di pagamento abbia contribuito a far diminuire la moneta della banca centrale, il decremento maggiore di quello posto come obiettivo è in parte anche attribuibile all'aumento dei tassi d'interesse concomitante all'inasprimento della politica monetaria. Gli obiettivi pubblicati per gli aggregati monetari sono stati rispettati in Portogallo, mentre sono stati superati in Grecia. Anche in Spagna si è prodotto

Prevedibile
reazione degli
aggregati ampi
ai rialzi dei tassi
d'interesse

uno sconfinamento, nonostante la netta decelerazione, dopo metà anno, nella crescita delle attività liquide detenute dal pubblico.

Nella maggior parte dei paesi gli obiettivi di espansione monetaria sono ora espressi in termini di aggregati ampi che comprendono sia strumenti di risparmio sia i saldi transattivi. Nel breve periodo l'andamento di questi aggregati è fortemente influenzato dalla rapidità con cui le banche adeguano la remunerazione dei depositi in risposta alle variazioni dei tassi d'interesse del mercato. Il ritardo ampiamente documentato nell'aggiustamento dei tassi d'interesse corrisposti sui depositi da parte delle banche e delle casse di risparmio negli Stati Uniti spiega la reattività alle variazioni dei tassi di mercato mostrata lo scorso anno da M_2 . In Germania la consueta limitata risposta dei tassi d'interesse sui depositi a risparmio agli aumenti dei tassi di mercato ha favorito all'interno di M_3 un netto spostamento verso i depositi a scadenza, mentre l'ascesa dei tassi a lunga ha stimolato la crescita delle passività bancarie a lungo termine, contribuendo così decisamente a far rallentare l'espansione di M_3 . In Francia M_2 è composto interamente da saldi transattivi non fruttiferi e da depositi remunerati a tassi regolamentati; lo scorso anno la crescita di questo aggregato è parimenti rallentata allorché sono saliti i tassi d'interesse del mercato. Sebbene nella maggior parte dei paesi il controllo di breve momento sull'evoluzione degli aggregati monetari si basi su tali ricomposizioni del portafoglio indotte dai rendimenti, un'eccessiva reattività nel breve periodo della domanda di moneta ai movimenti dei tassi d'interesse può rendere più difficoltoso l'impiego di tali aggregati come obiettivi intermedi di politica monetaria.

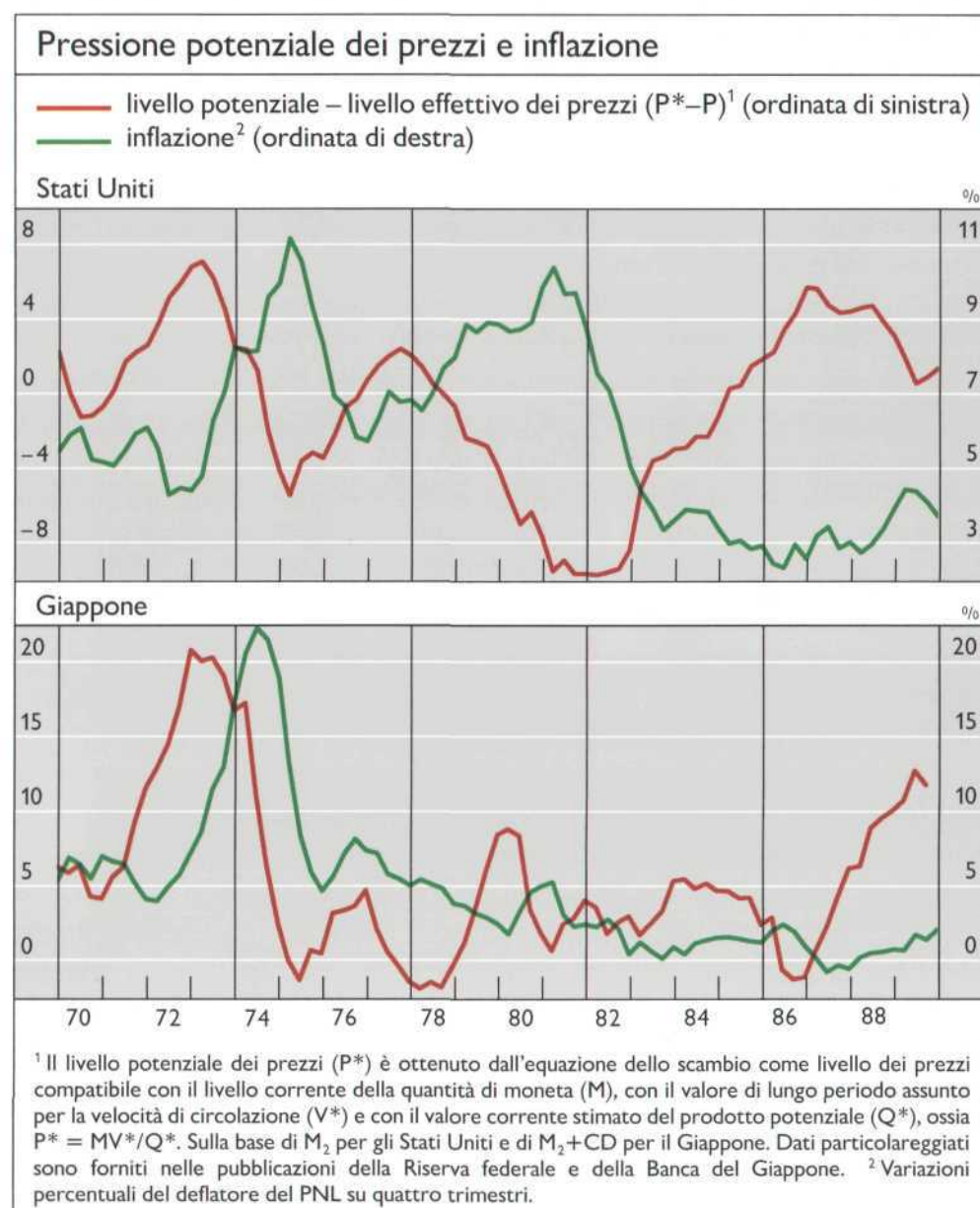
La crescita moderata registrata lo scorso anno dalle attività monetarie poste a obiettivo potrebbe sottostimare in alcuni casi l'accumulo di strumenti liquidi da parte dei settori delle famiglie e delle imprese. L'aggregato M_3 allargato della Bundesbank è aumentato a un tasso di circa l'8%, di riflesso a una forte espansione dei depositi di residenti interni non bancari sull'euromercato, che non sono compresi nella definizione normale di M_3 . Tuttavia la Bundesbank ritiene che tali depositi possano non essere interamente destinati a finanziare la spesa in beni e servizi interni. In Francia la crescita relativamente rapida degli aggregati della moneta e della liquidità in senso ampio ha rispecchiato fra l'altro l'enorme incremento nei depositi in valuta estera dei residenti presso le banche interne, rimasti esenti da obblighi di riserva dopo la liberalizzazione dei controlli valutari. Nel Regno Unito M_4 ha continuato a espandersi a un ritmo molto sostenuto.

Nuovi riscontri
oggettivi di una
relazione stabile
di lungo periodo
fra quantità di
moneta e livello
dei prezzi

Sebbene sia divenuta meno certa la relazione di breve periodo fra gli aggregati monetari e le altre variabili economiche, in alcuni paesi si sono ottenute ulteriori evidenze sperimentali sul nesso intercorrente fra quantità di moneta e livello dei prezzi. Ricerche empiriche di nuovo tipo condotte dalla Riserva federale, dalla Banca del Giappone e dalla Deutsche Bundesbank hanno permesso di accertare stabili relazioni di lungo periodo fra le due grandezze economiche. Ponendo in rapporto il livello corrente della quantità di moneta con il prodotto potenziale e la tendenza di lungo periodo della velocità di circolazione, è possibile determinare il "livello dei prezzi potenziale". Il divario fra quest'ultimo e il livello osservato fornisce una misura della pressione di fondo dei prezzi, la quale può servire per prevedere il futuro andamento del tasso d'inflazione. Il grafico di pagina 178 illustra come i tassi d'inflazione negli Stati Uniti e in

Giappone tendano a salire quando il "livello dei prezzi potenziale" sale in rapporto al livello osservato. È vero che la misura della pressione di fondo sui prezzi indica unicamente le tendenze di lungo periodo nel movimento del tasso d'inflazione, e che il ritardo con cui l'inflazione reagisce alle pressioni sottostanti può variare nel corso del tempo. Ed è anche vero che non viene affrontata la questione dei canali attraverso i quali possono in definitiva stabilirsi le relazioni di lungo periodo fra lo stock di moneta e i prezzi. Nondimeno, quali che siano i suoi limiti, questo tipo di evidenza empirica richiama l'attenzione sulla possibilità che il rallentamento della crescita monetaria osservato nelle maggiori economie nel corso del 1989 non sia sufficiente a impedire un'ulteriore accelerazione dell'inflazione per effetto dell'accumulo di liquidità creato negli anni precedenti dalla rapida espansione monetaria.

Gli obiettivi o le direttrici di crescita degli aggregati monetari per il 1990 esprimono l'intento delle autorità di mantenere un grado di restrizione sufficiente a esercitare una pressione verso il basso sull'inflazione. Negli Stati Uniti la



Pubblicati obiettivi di crescita degli aggregati monetari anche per il 1990

fascia-obiettivo invariata del 3–7% per M_2 è stata ritenuta coerente con una crescita del PNL nominale leggermente inferiore a quella del 1989, mentre l'abbassamento al 2,5–6,5% della fascia prefissata per M_3 rispecchia l'aspettativa di un ulteriore calo nelle attività e nel fabbisogno di finanziamento delle casse di risparmio. In ragione della posizione relativamente liquida del settore delle imprese e del ritmo dell'attività economica, la Banca del Giappone considera troppo elevato il tasso di crescita di $M_2 + CD$ previsto per il secondo trimestre di quest'anno. Per tener conto della possibilità che le condizioni monetarie in Germania siano influenzate da sviluppi valutari cui la politica monetaria sia chiamata a far fronte, la Bundesbank ha espresso il suo obiettivo per la crescita di M_3 sotto forma di un intervallo il cui valore centrale corrisponde all'obiettivo per il 1989. Le fasce-obiettivo invariate o di poco ridotte stabilite per gli aggregati monetari in Francia, Italia e Spagna sottolineano l'intento delle autorità di ridurre l'inflazione e di conseguire una maggiore convergenza monetaria con gli altri paesi partecipanti allo SME. In Svizzera l'obiettivo di crescita per la moneta della banca centrale è stato nuovamente posto al 2%. Poiché esso è notevolmente inferiore al previsto tasso di crescita del PNL nominale, ci si può attendere che i tassi d'interesse rimangano elevati anche in caso di rafforzamento del franco svizzero sui mercati dei cambi. In Canada, dove i tassi di incremento superiori al 10% fatti registrare negli ultimi anni da M_2 si sono mostrati incompatibili con il perseguimento della stabilità dei prezzi, l'obiettivo della banca centrale è quello di riportare il ritmo di crescita monetaria su valori più in linea con le effettive possibilità di espansione dell'economia.

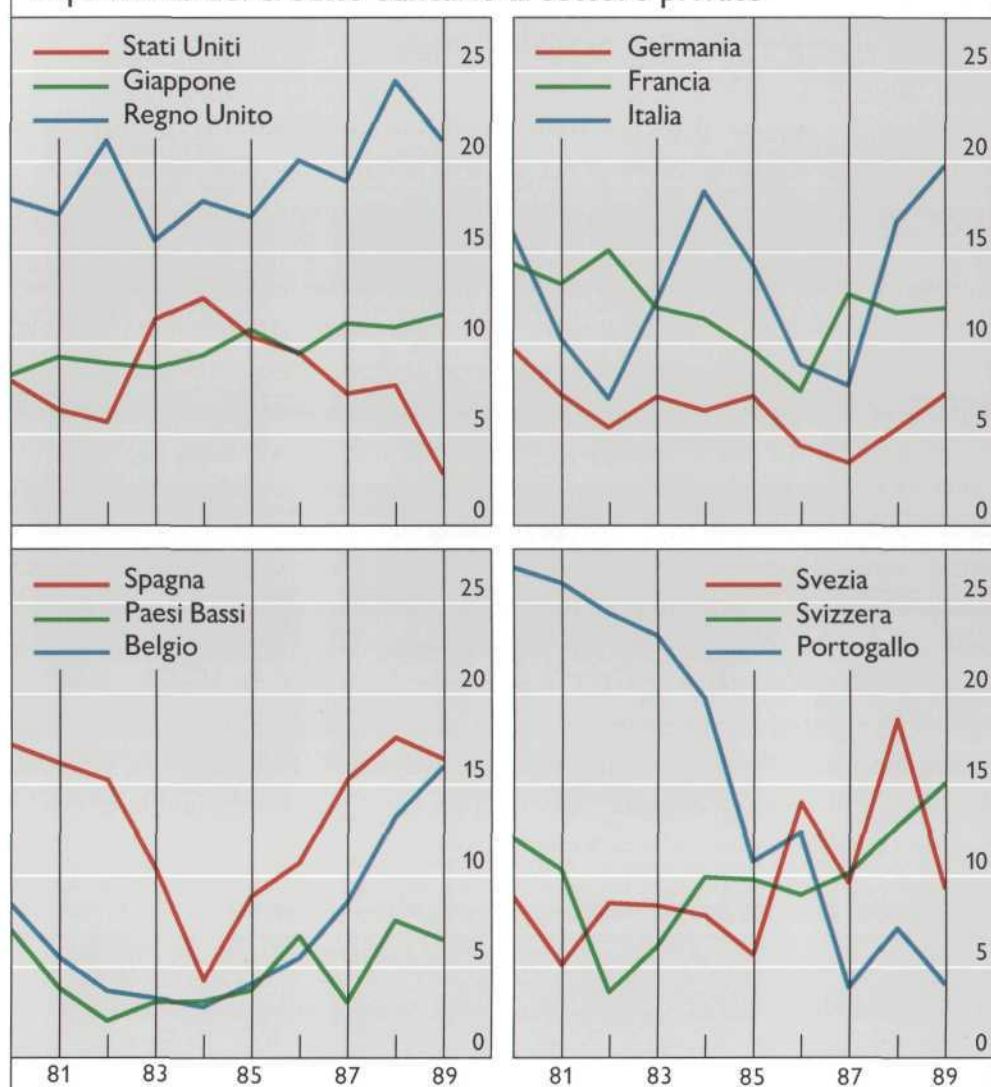
Direttrici di crescita per il credito

In diversi paesi sono stati annunciati valori o intervalli di valori di riferimento per l'espansione degli aggregati creditizi, talvolta in congiunzione con obiettivi in termini di aggregati monetari. Benché le correlazioni statistiche possano non essere molto stabili, l'andamento del credito rispecchia tipicamente gli sviluppi in atto sul fronte della domanda interna. In regime di tassi di cambio amministrati esso può rivelare pressioni di origine interna che si traducono in uno squilibrio nei pagamenti correnti o in deflussi del settore non monetario, e che quindi non si rispecchiano in una crescita della massa monetaria. In taluni casi i controlli quantitativi sul credito rappresentano ancora un importante strumento di politica monetaria.

Il vigore di fondo della domanda aggregata e i limitati contraccolpi sull'attività economica dell'inasprimento della politica monetaria sono stati chiaramente ravvisabili, lo scorso anno, nell'andamento degli impieghi bancari. Il credito concesso al settore privato dalle banche e dalle casse di risparmio ha continuato a espandersi rapidamente nel Regno Unito, in Italia, Spagna, Svezia e – seppure in minore misura – in Giappone, Germania e Francia. In alcuni casi la crescita è stata prossima o superiore a quella registrata durante passati massimi ciclici, quando però i tassi d'inflazione erano tipicamente assai più elevati. Lo scorso anno i finanziamenti alle imprese hanno fatto segnare in generale un forte aumento; per contro, nel Regno Unito, in Francia e Svezia i prestiti alle famiglie, che in precedenza erano cresciuti molto rapidamente a seguito dell'allentamento delle restrizioni al credito, hanno mostrato una dinamica leggermente più contenuta.

Rapida espansione del credito bancario al settore privato

Espansione del credito bancario al settore privato*



* Compreso il credito erogato dalle casse di risparmio e dalla banca centrale; variazioni percentuali basate su dati di fine anno.

Il ridimensionamento dei bilanci delle casse di risparmio negli Stati Uniti ha avuto uno scarso impatto sull'offerta complessiva di credito ipotecario, soprattutto per il fatto che tali istituzioni hanno potuto cedere un ingente ammontare di mutui ipotecari sul mercato secondario. Nella maggior parte dei paesi lo scorso anno la crescita del credito bancario al settore pubblico è stata assai modesta. Una rimarchevole interazione fra il rallentamento nell'espansione degli impieghi bancari sull'interno e l'eccedenza nella bilancia dei pagamenti non bancari ha potuto essere osservata nei Paesi Bassi, dove è stato applicato un obbligo di riserva (si veda a pagina 185) alla creazione netta di moneta da parte delle banche (espansione dei crediti a breve sull'interno al settore privato e dei prestiti sull'interno a lungo termine meno incremento delle passività interne a lungo termine). Nondimeno, si è avuta una forte accelerazione nella crescita di M_2 .

Negli Stati Uniti e in Francia gli spostamenti intervenuti nei canali di intermediazione hanno avuto soltanto un effetto limitato sull'andamento degli aggregati creditizi ampi cui fanno riferimento le autorità monetarie. Tali aggregati, che comprendono il finanziamento interno sul mercato mobiliare e – nel caso della

Sorvegliata
l'evoluzione degli
aggregati credi-
tizi ampi negli
Stati Uniti,
in Francia e in
Italia

Timori circa il
pesante indebi-
tamento del
settore delle
imprese ...

... e di quello
delle famiglie

Francia – i fondi raccolti all'estero dai settori non finanziari, si sono espansi più o meno in linea con la domanda interna. In Italia, il superamento del valore programmato per la crescita del credito al settore non statale si è unito a una ristrutturazione dei bilanci bancari che ha comportato ulteriori vendite nette al pubblico di titoli di Stato da parte delle banche, un processo che al tempo stesso ha contribuito a moderare l'aumento di M_2 . I valori pubblicati come obiettivo o massimale di crescita del credito per il 1990 comportano in tutti i paesi un ritmo di incremento inferiore a quello registrato nel 1989.

Gli elevati tassi di espansione del credito osservati lo scorso anno vanno considerati nel contesto del già pesante indebitamento accumulato in diversi paesi dalle imprese e dalle famiglie. Negli Stati Uniti, in Giappone, Regno Unito, Francia e Belgio durante gli ultimi anni il settore delle imprese ha fatto crescente ricorso ai crediti bancari e al mercato mobiliare per finanziare non soltanto investimenti produttivi, bensì anche operazioni di fusioni e acquisizioni societarie. L'avvento del mercato delle *junk bonds* negli Stati Uniti ha favorito una vera e propria ondata di fusioni, acquisizioni, *leveraged buy-outs* e acquisti di azioni proprie, cosicché negli anni ottanta l'indebitamento delle società statunitensi è cresciuto in una misura senza precedenti nel periodo postbellico. Il più elevato grado di leva finanziaria nel settore delle imprese potrebbe aver aumentato la sensibilità degli investimenti alle variazioni dei tassi d'interesse. Nei primi mesi del 1990 vi sono indicazioni di un crescente razionamento nell'offerta dei prestiti concessi dalle istituzioni finanziarie alle società con più basso merito di credito.

I vincoli di liquidità delle famiglie sono stati sensibilmente ridotti negli ultimi anni dalla rimozione di massimali e di altre restrizioni poste al credito a tale settore, nonché dall'introduzione di nuovi strumenti di finanziamento come i prestiti a tasso rivedibile. Il rapporto fra passività gravate da interesse delle famiglie e reddito disponibile e ricchezza delle medesime è aumentato fortemente negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Canada e in Francia, raggiungendo in alcuni casi valori senza precedenti. In alcuni paesi il crescente indebitamento si è rispecchiato in una tendenza calante della quota di risparmio e può aver contribuito ad accrescere il ruolo dei tassi d'interesse nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, mentre ha perso di importanza quello svolto dalle limitazioni alla disponibilità di credito. Nel Regno Unito il settore delle famiglie ha ora un elevato indice di indebitamento e presenta un deflusso netto di interessi passivi a breve. Ciò può aver contribuito al rallentamento nella crescita del suo ricorso al credito ipotecario prodottosi lo scorso anno, allorché sono aumentati i tassi d'interesse. In alcuni casi i maggiori rischi connessi al crescente indebitamento delle famiglie paiono aver indotto le istituzioni finanziarie a prendere l'iniziativa nell'innalzare i tassi attivi o nel razionare in vario modo i nuovi prestiti. Inoltre, in diversi paesi viene giudicato parimenti opportuno in quest'area un rafforzamento dell'azione esortativa delle autorità di vigilanza.

I tassi di cambio come obiettivi e indicatori

Differenti tipi
di politica
del cambio

In molti paesi i tassi di cambio hanno continuato a svolgere un ruolo importante nella conduzione della politica monetaria. Le modalità secondo cui i tassi di cambio intervengono in quest'ultima e il ruolo da essi svolto nel meccanismo di trasmissione differiscono tuttavia da un paese all'altro. In alcuni casi si ritiene che

la flessibilità del cambio protegga l'economia interna da fattori perturbativi reali di varia natura. In altri l'adesione a impegni espliciti in termini di tasso di cambio serve a rafforzare la credibilità della politica monetaria, data la presenza di valute *partner* adeguatamente stabili.

Anche nelle maggiori economie è cresciuta negli ultimi anni l'importanza degli influssi esterni, e le politiche monetarie hanno dovuto tenere conto dei costi di aggiustamento connessi alle precedenti ampie oscillazioni dei tassi di cambio in termini reali. Nel 1989, tuttavia, le autorità monetarie dei tre maggiori paesi sono state soprattutto impegnate a contrastare gli effetti esercitati dai movimenti dei tassi di cambio sull'inflazione, dal lato sia della domanda sia dei costi.

In alcuni altri paesi le autorità continuano a perseguire fermamente una politica che lascia ampio spazio alle forze di mercato nel determinare il tasso di cambio della propria moneta. Nel Regno Unito, in Canada e in Australia una ragione in favore di questo approccio è stata la considerazione che, in presenza di un calo del prezzo del petrolio o delle esportazioni di materie prime tale da comportare un forte deterioramento nelle ragioni di scambio, il deprezzamento del tasso di cambio reale può facilitare l'aggiustamento economico. Le esperienze avute a partire dalla metà degli anni ottanta fanno tuttavia ritenere che in mancanza di una guida in termini di cambio nominale l'inflazione può crescere e radicarsi. Inoltre, allorché forti movimenti dei tassi di cambio reali in una certa direzione sono seguiti da un'inversione di tendenza, il processo di aggiustamento messo in moto può non essere appropriato nel più lungo periodo. In Svizzera, sebbene si sia tradizionalmente ritenuto che una moneta fluttuante autonomamente sia propizia alla posizione del paese in quanto centro finanziario, lo scorso anno vi è stato un maggiore impegno nel sostenere il franco in relazione al marco, poiché si è riconosciuto che il deprezzamento del tasso di cambio stava contribuendo ad accelerare l'inflazione.

Durante gli ultimi due anni nel Regno Unito, in Canada e Australia si è talvolta ritenuto che l'apprezzamento della moneta potesse validamente contribuire a rafforzare l'effetto degli elevati tassi d'interesse sulla domanda aggregata. Tuttavia, la relazione fra movimenti dei tassi di cambio e quelli dei tassi d'interesse nei singoli paesi è variata nel tempo in modo imprevedibile e ha spesso subito bruschi cambiamenti. Nella misura in cui si è fatto assegnamento su afflussi di capitali attratti da tassi d'interesse nominali relativamente alti per finanziare ampi disavanzi correnti, il processo di aggiustamento non è stato facilitato e i paesi sono rimasti esposti a un repentino mutamento del clima di mercato.

Nel 1989 Svezia, Norvegia e Finlandia hanno continuato l'applicazione di parametri-guida per la stabilizzazione delle proprie monete espressi in termini di tassi di cambio nominali effettivi. Poiché nei panieri valutari di riferimento erano comprese monete di paesi con tassi d'inflazione relativamente alti, ciò ha comportato un vincolo in termini d'inflazione meno stringente di quello imposto dall'ancoraggio al marco, impiegato dall'Austria e dai paesi aderenti agli Accordi di cambio dello SME. Il fine a cui tendono gli obiettivi espressi in termini di tassi di cambio nominali è quello di controllare l'inflazione senza incorrere in una perdita di competitività nei settori interessati dall'interscambio. In effetti l'esperienza mostra che il successo di una politica di "valuta forte" dipende dal fatto che venga a instaurarsi una dinamica salariale compatibile

Difficoltà connesse
ai cambi fluttuanti

Il successo delle
politiche di "valuta
forte" è dipeso da
una risposta appro-
priata della dinamica
salariale

con la competitività. Questa esigenza trova espressione in una legge approvata in Belgio nel 1988 che autorizza il Governo a sospendere l'indicizzazione automatica delle retribuzioni qualora ciò si renda necessario per evitare che la posizione concorrenziale delle imprese si deteriori.

I risultati conseguiti dall'approccio più eclettico seguito dalle politiche monetarie dal 1987

Sforzi volti a tenere conto degli obiettivi di più lungo periodo

Negli ultimi anni la politica monetaria nella maggior parte dei paesi è divenuta fortemente discrezionale. Nella misura in cui le autorità monetarie non potevano più fare assegnamento sugli aggregati monetari come grandezze segnaletiche del futuro andamento del prodotto e dei prezzi, sussisteva chiaramente il pericolo che non fossero tenuti in debito conto gli obiettivi di più lungo periodo. Tuttavia, le banche centrali sono rimaste ben consapevoli che l'influsso degli sviluppi monetari si manifesta con sfasamenti temporali ampi e variabili, e hanno cercato di tenere conto di ciò adottando un ventaglio di indicatori preventivi e apportando frequenti aggiustamenti alle variabili operative.

Difficoltà nell'interpretazione di singoli indicatori preventivi

L'esperienza ha mostrato come i tassi d'interesse, gli aggregati creditizi e i tassi di cambio fluttuanti reagiscano non soltanto ai cambiamenti della politica monetaria, ma anche agli sviluppi intervenuti nell'economia e possano pertanto fornire indicazioni scarsamente affidabili del formarsi di pressioni inflazionistiche. Difficoltà analoghe sorgono allorché si tenta di trarre informazioni dai movimenti nei prezzi delle attività reali e finanziarie e in quelli delle materie prime. Di recente, in alcuni paesi i prezzi delle attività hanno richiamato una crescente attenzione in quanto possibili validi indicatori delle aspettative del mercato. Tuttavia tali prezzi reagiscono a un'ampia gamma di fattori specificatamente inerenti al mercato e sembrano talvolta essere più instabili delle determinanti fondamentali. Inoltre, non è sufficientemente chiara la relazione fra i movimenti nei prezzi delle attività finanziarie e delle materie prime e gli andamenti economici più rilevanti per la conduzione della politica monetaria. Anche quando le variazioni di prezzo delle attività paiono fornire chiari segnali anticipatori dei probabili sviluppi futuri, le autorità monetarie possono incontrare difficoltà nel giustificare correzioni anticipate della loro politica, prima che sia osservabile una risposta a livello del prodotto o dell'indice dei prezzi.

L'inflazione è aumentata nonostante l'inasprimento delle politiche monetarie

In retrospettiva, le politiche del tasso d'interesse seguite a partire dalla fine del 1987 possono apparire eccessivamente accomodanti. La rapidità e l'impatto sulle economie del processo internazionale di riaggiustamento delle bilance dei pagamenti correnti, nonché gli effetti ritardati in termini di ragioni di scambio prodotti sull'attività economica dal calo di prezzo del petrolio, sono stati in genere sottovalutati. In Germania la politica monetaria è stata inasprita già agli inizi del 1988 al fine di prevenire un'accelerazione dell'inflazione, ma in vari altri paesi la restrizione monetaria potrebbe non essere intervenuta abbastanza tempestivamente. In seguito le condizioni monetarie sono state inasprite ulteriormente, troppo tardi però per evitare un rialzo dei tassi d'inflazione. Nella primavera di quest'anno appariva probabile un ulteriore rafforzamento delle pressioni di domanda in Giappone e in alcuni paesi dell'Europa continentale. Gli indici dei prezzi al consumo hanno fatto registrare incrementi accelerati, ma pur sempre più contenuti che in molti altri paesi; è ancora troppo presto per sapere con certezza

in che misura si possano mantenere sotto controllo i costi salariali. Negli Stati Uniti e in altri paesi dove l'economia aveva cominciato a sentire gli effetti della restrizione, alle autorità monetarie sono state rivolte sollecitazioni ad allentare le politiche sebbene l'inflazione perdurasse o tendesse addirittura ad accelerare. In alcuni paesi vi era il rischio che la fragilità in determinati comparti del mercato finanziario potesse rendere ancora più complicata la scelta.

Gli strumenti della politica monetaria e l'integrazione finanziaria internazionale

La deregolamentazione e l'integrazione finanziaria internazionale hanno inciso in modo notevole sulle procedure e sugli strumenti impiegati nella conduzione della politica monetaria. Negli Stati Uniti le procedure operative della Riserva federale sono rimaste in gran parte invariate dal 1982, ma la deregolamentazione dei tassi d'interesse sui depositi continua a essere causa di grosse incertezze a riguardo dell'effetto della politica monetaria sugli aggregati, sui tassi d'interesse e sull'economia. In Giappone è proseguita durante l'intero arco degli anni ottanta la tendenza verso procedure operative più orientate al mercato parallelamente alla liberalizzazione del sistema finanziario, che sta trasformando il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Lo scorso anno, peraltro, è in Europa che il ritmo di innovazione è divenuto particolarmente rapido. Francia, Italia e Belgio hanno liberalizzato i controlli valutari nel quadro del programma per la creazione del mercato finanziario unico nel 1993, e il loro esempio è stato seguito da Svezia e Austria. Anche nei paesi europei si è ulteriormente accentuato l'impiego di strumenti monetari più orientati al mercato di fronte alla crescente integrazione internazionale dei propri mercati dei capitali. Tuttavia, nel caso di Spagna, Grecia e Portogallo è stato necessario un inasprimento dei controlli diretti per ottenere la desiderata restrizione monetaria.

L'impatto sugli strumenti di politica monetaria della deregolamentazione e dell'integrazione finanziaria internazionale

Strumenti di intervento sul mercato monetario

In tutti i paesi del Gruppo dei Dieci il governo della moneta si basa ora essenzialmente sulla regolazione dell'offerta e della domanda di riserve bancarie, anziché su controlli diretti sul credito e sui tassi d'interesse. In molti casi l'impiego di nuovi strumenti flessibili per influire sui tassi d'interesse a breve ha contribuito a preservare l'efficacia della politica monetaria laddove quella di strumenti amministrativi, come i massimali al credito e i controlli sui cambi, è stata erosa dall'innovazione finanziaria.

La domanda di fondi depositati presso la banca centrale dipende principalmente dai coefficienti di riserva obbligatoria e dalle regole che disciplinano i sistemi di regolamento interbancario. In Svizzera la capacità delle banche di ridurre ulteriormente i loro saldi transattivi presso l'istituto d'emissione ha costretto la Banca Nazionale a un impiego estensivo dei tassi d'interesse come guida operativa, così come è avvenuto per un certo periodo nella maggior parte degli altri paesi del Gruppo dei Dieci. In Italia sono tuttora in vigore elevati coefficienti di riserva per consentire il controllo della base monetaria in presenza di cospicui finanziamenti al Tesoro da parte della banca centrale, ma il regime sta subendo una revisione resa necessaria dalla rimozione dei controlli valutari.

Procedure operative che influiscono sulla domanda...

In Spagna, con la riduzione dal 17 al 5% decisa nel febbraio 1990 il coefficiente di riserva obbligatoria è stato portato su valori più in linea con quelli vigenti nella maggior parte degli altri paesi partecipanti agli Accordi di cambio, anche se le riserve rese libere sui depositi esistenti devono essere investite in CD a basso rendimento emessi dalla banca centrale. In numerosi paesi del Gruppo dei Dieci il sistema di assolvimento dell'obbligo di riserva sulla base delle consistenze medie periodali continua a svolgere un ruolo utile nello smorzare le fluttuazioni di breve periodo dei tassi d'interesse del mercato monetario. A tale scopo non è necessario che i coefficienti siano molto elevati. Nei Paesi Bassi il computo su base media delle condizioni che regolano l'accesso al rifinanziamento della banca centrale agisce in senso moderatore sui movimenti dei tassi d'interesse. Tuttavia, dal 1988 alle banche è prescritto di detenere depositi presso la Nederlandsche Bank in ammontari fissi per periodi bisettimanali, al fine di contribuire a neutralizzare l'impatto sul mercato monetario dei forti interventi sul mercato dei cambi.

... e sull'offerta
di riserve bancarie

La conduzione della politica monetaria in molti paesi si basa ora principalmente su strumenti indiretti che comportano l'intervento della banca centrale sul mercato aperto. Ciò richiede che siano posti limiti stringenti alle operazioni che si sottraggono al controllo della banca centrale medesima, e in particolare ai finanziamenti diretti o indiretti alla pubblica amministrazione, ivi compresi gli acquisti di titoli di Stato effettuati per sostenerne il mercato. In Italia, ad esempio, la soppressione agli inizi dello scorso anno del prezzo-base d'asta nelle emissioni di BOT a sei e dodici mesi ha contribuito a limitare gli acquisti da parte della Banca d'Italia. Tuttavia, la linea di credito diretta in favore del Tesoro, il cui margine utilizzabile si amplia automaticamente ogni anno in proporzione all'incremento previsto della spesa pubblica, continua a ostacolare il controllo della base monetaria. In Belgio, lo scorso anno è stato notevolmente abbassato, in due riprese, il massimale fissato per il credito erogato dalla Banca Nazionale al "Fonds de Rentes", che serve indirettamente a finanziare la pubblica amministrazione.

Il grado di discrezionalità di cui fruiscono le banche centrali relativamente agli interventi sui mercati dei cambi varia sensibilmente da paese a paese. Lo scorso anno gli acquisti ufficiali di valuta estera sono stati in media eccezionalmente ampi in rapporto alla base monetaria in Italia, Svezia, Belgio, nei Paesi Bassi e persino negli Stati Uniti. In alcuni degli altri paesi si sono avute vendite relativamente importanti. In tutti i paesi del Gruppo dei Dieci, eccetto – talvolta – l'Italia, gli strumenti operativi disponibili sono stati in grado di neutralizzare gli effetti diretti di breve periodo sulle riserve bancarie.

Strumenti di controllo di tipo amministrativo

Ricorso a
controlli quantitativi
sul credito
in Spagna,
nei Paesi Bassi ...

In alcuni paesi i controlli sul credito sono riguardati come uno strumento supplementare che può essere impiegato allorché gli obiettivi di tasso di cambio hanno priorità rispetto alla manovra dei tassi d'interesse a breve. Così, le direttrici di crescita del credito introdotte lo scorso anno in Spagna sono state in parte finalizzate a stimolare un aumento dei tassi attivi applicati dalle banche. Le prescrizioni in termini di riserva di liquidità entrate in vigore nei Paesi Bassi nel luglio 1989 sono considerate come uno strumento orientato al mercato. Alle singole banche è stato imposto il pagamento di penali nel caso in cui le loro

operazioni creatrici di moneta avessero superato un tasso di crescita del 5% (espresso in ragione annua). Per limitare l'impatto sul mercato monetario è stato richiesto alle banche di pagare alla Nederlandsche Bank soltanto gli interessi che esse avrebbero perso qualora fosse stato costituito un deposito non fruttifero. Le banche hanno avuto la possibilità di trasferirsi reciprocamente i margini non utilizzati e di compensare i debordi con i sottoutilizzi registrati in periodi antecedenti o susseguenti. Originariamente era previsto che tali prescrizioni restassero in vigore fino al giugno di quest'anno; tuttavia, in seguito a un forte rallentamento nell'espansione del credito, esse sono state revocate nel mese di marzo.

Nonostante la considerevole liberalizzazione dei controlli sui tassi d'interesse e dei vincoli allocativi attuata negli ultimi anni, in Grecia il sistema creditizio rimane assoggettato a restrizioni finalizzate a canalizzare il credito verso il settore pubblico. In base al massimale introdotto nel novembre scorso le banche sono tenute a collocare per un periodo di sei mesi in conti non fruttiferi presso la Banca di Grecia l'equivalente del 25% dei crediti al settore privato che superano un determinato limite. In Portogallo nel mese di luglio i finanziamenti bancari a medio e lungo termine al settore pubblico sono stati inclusi nel massimale al credito esistente e i controlli valutari sono stati applicati restrittivamente per contenere la raccolta di fondi all'estero da parte dei residenti. Da parecchi anni i massimali sui crediti costituiscono il principale strumento della politica monetaria; tuttavia, i programmi recentemente annunciati per un ampliamento, in termini di istituzioni e di strumenti, del campo di applicazione degli obblighi di riserva apriranno la strada a un sistema basato maggiormente sul controllo delle riserve bancarie e dei tassi d'interesse.

In occasione del vertice di Hannover del giugno 1988 i paesi della CEE si impegnarono ad attuare la piena liberalizzazione dei movimenti di capitali intracomunitari entro il 1990, ovvero entro il 1992 nel caso di Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna (con un'eventuale proroga sino a fine 1995 per Grecia e Portogallo). I controlli valutari sono stati allentati lo scorso anno in Irlanda ed eliminati completamente all'inizio del 1990 in Francia e Italia. Parimenti in anticipo rispetto al termine previsto, nel marzo di quest'anno è stato abolito il doppio mercato dei cambi in Belgio e Lussemburgo. Approfittando delle favorevoli condizioni sul mercato valutario, negli ultimi anni sono state liberalizzate in Spagna e Portogallo talune categorie di deflussi di capitali. L'anno scorso le restrizioni sui cambi sono state altresì virtualmente abolite in Austria e Svezia. I controlli non si erano sempre dimostrati efficaci nell'impedire ampi flussi internazionali di fondi. Tuttavia, nel 1989 soltanto in Svezia e Irlanda i provvedimenti di liberalizzazione sono stati seguiti da importanti variazioni nei movimenti di capitali.

... in Grecia...

... e Portogallo

Liberalizzazione dei controlli valutari in molti paesi europei

Gli obiettivi finali e il quadro istituzionale

Stabilità dei prezzi

Se da un lato si sono accresciute le difficoltà che le autorità monetarie incontrano nell'interpretare gli andamenti delle variabili, dall'altro si è andato formando un più vasto consenso a riguardo degli obiettivi finali, e da parte delle banche centrali si è avuta la crescente consapevolezza che si possono realizzare risultati economici complessivi più soddisfacenti se la politica monetaria viene indirizzata

Ampio consenso sull'obiettivo della stabilità dei prezzi

in via prioritaria al conseguimento della stabilità dei prezzi. Anche nei paesi in cui le aspettative inflazionistiche sono saldamente radicate viene ora riconosciuto in maniera più diffusa che i benefici a lungo termine derivanti da un abbassamento dell'inflazione superano i costi transitori che esso comporta.

La responsabilità primaria delle autorità monetarie a riguardo della stabilità dei prezzi si fonda sulla nozione che non vi può essere inflazione durevole in assenza di accomodamento monetario, nonostante il fatto che molti fattori influenzino i prezzi dei singoli beni e servizi. Anche se chiaramente la stabilità dei prezzi non è un preciso concetto statistico, alcune banche centrali considerano tale la situazione in cui le variazioni attese del livello generale dei prezzi non hanno un influsso significativo sulle decisioni degli operatori economici. Sebbene possa essere difficile realizzare la stabilità dei prezzi senza l'appoggio delle altre componenti della politica economica e di un appropriato comportamento dei salari, alla banca centrale spetta specificatamente il compito di assicurare l'invarianza del metro monetario fondamentale.

Il rischio di un'accelerazione dell'inflazione e i costi del suo contenimento

Agli inizi degli anni ottanta la maggior parte delle autorità monetarie si era ormai convinta che la correlazione di breve periodo osservata fra prodotto e inflazione non offriva un vantaggioso *trade-off* a medio termine. Nel più lungo periodo non sembrava infatti sussistere una correlazione inversa fra inflazione e disoccupazione. Con l'accelerarsi dell'inflazione le aspettative sarebbero state riviste e incorporate nella formazione dei salari e dei prezzi. Tuttavia, la recessione del 1982 negli Stati Uniti confermò che il riaggiustamento di aspettative inflazionistiche profondamente radicate è soggetto a ritardi temporali alquanto lunghi. In alcuni paesi gli sforzi per sensibilizzare il pubblico a sostegno di un'ulteriore riduzione dell'inflazione furono allentati allorché si ritenne che questa non fosse più particolarmente elevata. Con il rafforzarsi delle spinte inflazionistiche nel 1988 e nel 1989 le autorità monetarie hanno preso atto che il semplice mantenimento del tasso d'inflazione esistente offre ben scarsa protezione contro un'accelerazione della dinamica dei prezzi. Una conclusione che se ne può trarre è che la stabilità dei prezzi costituisce l'unico obiettivo credibile che le autorità monetarie possano proclamare e difendere. Ed è degno di nota che di recente questo punto di vista abbia cominciato a essere preso più seriamente in considerazione nell'arena politica nord-americana.

Indipendenza della banca centrale

Il riconoscimento del fatto che la politica monetaria può contribuire nel modo migliore a un soddisfacente andamento dell'economia, perseguendo risolutamente l'obiettivo a lungo termine della stabilità dei prezzi, ha fatto sorgere la questione di come la banca centrale possa essere protetta dalle pressioni intese a indirizzare il suo operato verso finalità di breve periodo, le quali possono dimostrarsi incoerenti con l'obiettivo fondamentale. Il tema della desiderabilità di un elevato grado di autonomia della banca centrale rispetto al Tesoro e ad altre istanze pubbliche ha avuto ampio spazio nel dibattito sull'istituzione di un appropriato quadro di riferimento per le politiche macroeconomiche nei paesi già a economia pianificata dell'Europa orientale. Una maggiore autonomia delle banche centrali nazionali è parimenti riguardata come un elemento atto ad aprire la via alla creazione di un sistema indipendente di banche centrali nella Comunità europea.

Il grado d'indipendenza delle banche centrali è il riflesso di fattori istituzionali e informali che variano da paese a paese e per i quali è difficile esprimere valutazioni e raffronti. Fra di essi figurano la durata della permanenza in carica e le garanzie di inamovibilità dei massimi dirigenti, il modo in cui questi sono nominati, la loro esperienza e le relazioni con il governo. Un altro importante aspetto distintivo è il fatto che la determinazione degli strumenti operativi possa avvenire in modo autonomo oppure richieda l'approvazione di organi governativi. Molti conven-gono che, sulla base di questi criteri, il Sistema della Riserva federale e la Bundesbank rappresentano modelli di banche centrali relativamente indipendenti. La Riserva federale è responsabile di fronte al Congresso ma non dinanzi all'Amministrazione, mentre la legge sulla Bundesbank conferisce a quest'ultima un esplicito mandato a perseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi.

Fattori influenti sull'autonomia della banca centrale

Uno dei principali argomenti a favore dell'autonomia della banca centrale è che un'istituzione relativamente indipendente da considerazioni politiche, con il mandato di realizzare la stabilità dei prezzi, ha probabilmente migliori possibilità di successo nel conseguire la credibilità necessaria per una conduzione efficace della politica monetaria. Se, in mancanza di tale autonomia, gli incentivi ad adottare politiche di breve periodo o dettate da esigenze particolaristiche conferiscono con l'andare del tempo un'intonazione inflazionistica alla politica economica, ne possono derivare svantaggi per tutti. È stato spesso rilevato che, in pratica, i risultati sul fronte dell'inflazione sembrano essere stati migliori nei paesi in cui la banca centrale è relativamente indipendente, anche se tale configurazione istituzionale potrebbe essa stessa rispecchiare una forte sensibilità dell'opinione pubblica nei riguardi dell'inflazione.

Vantaggi di tale autonomia

L'indipendenza di cui gode la banca centrale nella propria azione può essere limitata da impegni assunti in merito al tasso di cambio, sebbene in alcuni paesi questi ultimi costituiscano la base di politiche impostate sulla stabilità dei prezzi. Parimenti importanti sono le condizioni applicate per l'erogazione di finanziamenti diretti al Tesoro e le operazioni della banca centrale in titoli di Stato. L'esistenza di ordinamenti insoddisfacenti in queste aree può seriamente ostacolare la conduzione della politica monetaria. L'indipendenza della banca centrale può non essere di per sé sufficiente ad assicurare la stabilità monetaria se la politica di bilancio conduce a un eccessivo finanziamento monetario della spesa pubblica al di fuori della banca centrale, attraverso il canale bancario o con fondi in valuta estera da convertire in moneta nazionale. Anche quando il fabbisogno del settore pubblico è finanziato sul mercato dei capitali interno, la conduzione della politica monetaria può essere resa più difficile da spinte al rialzo sui tassi d'interesse o da ampi squilibri interni e verso l'estero. Anche laddove siano necessarie politiche di bilancio e dinamiche salariali soddisfacenti per realizzare la stabilità dei prezzi, a questo obiettivo sarà verosimilmente attribuito maggiore peso qualora una banca centrale relativamente indipendente abbia ricevuto un mandato a perseguirlo.

I vincoli all'autonomia

L'unione economica e monetaria nella Comunità europea

Significativi progressi sono già stati compiuti nell'attuazione dell'Atto unico europeo, con il quale gli Stati membri convennero nel 1987 di istituire entro il 1992 un mercato comune in cui beni e servizi, lavoro e capitale potessero circolare senza impedimenti in ambito comunitario. Per effetto dei provvedimenti

Maggiore integrazione finanziaria nella Comunità europea

normativi passati e di quelli previsti in futuro per rafforzare la concorrenza nei mercati finanziari e per liberalizzare la circolazione dei capitali vi è da attendersi che le forze di mercato accrescano le pressioni sui singoli paesi nel senso di un aggiustamento degli squilibri interni ed esterni e dei tassi d'inflazione. Taluni timori sono stati espressi a riguardo della difficoltà insita nel conciliare la conduzione di politiche monetarie ed economiche autonome con la libertà di movimento dei capitali in un regime di cambi quasi fissi.

Le modifiche istituzionali offrono l'opportunità di un più stretto coordinamento delle politiche

Le decisioni adottate dal Consiglio europeo nel giugno e nel dicembre 1989 prevedono l'attuazione della prima fase dell'unione economica e monetaria così come definita nel rapporto del "Comitato Delors", e la convocazione di una conferenza intergovernativa per l'elaborazione di quegli emendamenti al Trattato di Roma che consentano di attuare le modifiche istituzionali necessarie per procedere oltre. Nella prima fase, che prenderà avvio il 1° luglio 1990, l'obiettivo è quello di realizzare un più stretto coordinamento delle politiche macroeconomiche e monetarie. Per quanto concerne la politica monetaria, è stato ampliato il mandato conferito al Comitato dei Governatori delle banche centrali della Comunità europea. In futuro tale organo dovrà essere consultato in merito a decisioni come quelle inerenti alla fissazione degli obiettivi annuali per l'offerta di moneta e il credito. Esso viene altresì incaricato di promuovere il coordinamento delle politiche monetarie al fine di conseguire la stabilità dei prezzi in quanto condizione necessaria per il buon funzionamento dello SME, nonché di valutare l'orientamento complessivo della politica monetaria e del cambio e i provvedimenti presi in questi campi dai singoli paesi membri. Il Comitato redigerà in avvenire una relazione annuale, e il suo Presidente potrà essere invitato a riferire al Parlamento europeo e alla competente commissione di quest'ultimo. Al tempo stesso, si auspica che la sorveglianza multilaterale delle altre componenti della politica economica, che si prevede abbia luogo a intervalli regolari, contribuirà alla realizzazione della stabilità dei prezzi, di finanze pubbliche e bilance dei pagamenti sane e di mercati aperti e concorrenziali negli Stati membri. All'interno di questa nuova cornice diverrà più chiaro se sussiste una vera volontà di migliorare il coordinamento delle politiche economiche, monetarie e, in particolare, fiscali.

Questioni sollevate dai nuovi progressi verso l'unione economica e monetaria

Il dibattito pubblico sulle successive fasi dell'unione economica e monetaria ha sollevato diverse questioni che richiedono una chiarificazione in sede politica, in particolare fino a che punto e con quale rapidità i paesi sono disposti a procedere. Per quanto concerne l'efficacia della politica monetaria, un punto importante è se vi sia sufficiente consenso sul fatto che il perseguimento della stabilità dei prezzi divenga il mandato del futuro sistema europeo di banche centrali. Un altro aspetto problematico è se una nuova istituzione bancaria centrale possa essere sottratta a interferenze politiche in misura sufficiente a consentirle l'assolvimento dei suoi compiti, fra i quali può logicamente rientrare la politica del cambio e degli interventi valutari. La questione di come la formulazione e l'attuazione della politica monetaria debbano essere adattate durante la transizione è stata lasciata in gran parte aperta nel rapporto del "Comitato Delors". Le poche proposte generali avanzate finora, come quella che suggerisce di collegare l'offerta di moneta a livello dei singoli paesi a una quantità di moneta della banca

centrale europea, hanno ricevuto scarsi consensi. Una questione connessa è come potrebbe essere assicurato – in assenza di una moneta comune o di un obiettivo in termini di aggregato monetario composito – un qualche ancoraggio monetario diverso dal marco tedesco. Infine, l'efficacia della politica monetaria potrebbe essere pregiudicata da andamenti destabilizzanti nell'ambito della finanza pubblica dei singoli paesi. Pare comunque esservi una grande riluttanza a integrare l'unione monetaria con la rinuncia a parte della sovranità in quest'area.

L'unione monetaria tedesca

I problemi di ordine generale connessi allo svilupparsi di economie di mercato nell'Europa orientale sono stati trattati nel Capitolo II. Sul piano monetario le questioni-chiave riguardano il modo in cui prezzi e salari reagiranno alla liberalizzazione, la rapidità con cui potranno entrare in funzione nuove strutture bancarie e i tempi richiesti per allestire un quadro di riferimento per la politica macroeconomica. Molto dipenderà dal ritmo con cui procederà la liberalizzazione delle transazioni con l'estero e dal tipo di politica del cambio seguita. È probabile che gli sviluppi nella Repubblica democratica tedesca si discostino per taluni aspetti da quelli degli altri paesi e che abbiano a esercitare notevoli effetti economici a breve termine nella Repubblica federale e in altri paesi comunitari. Le aspettative a questo riguardo si sono avvertite con particolare rilievo nel mercato delle obbligazioni.

Un accordo politico è stato raggiunto in merito all'unione monetaria, che dovrà realizzarsi con l'adozione del *Deutsche Mark* nella Repubblica democratica tedesca il 2 luglio 1990. Essa è destinata a stimolare la modernizzazione dell'economia di questo paese, anche se comporterà complesse questioni monetarie ed economiche. Un punto essenziale è stato quello del tasso di cambio che si dovrà applicare alle attività e passività finanziarie, ai salari e alle pensioni nella Repubblica democratica. L'intesa conclusa contempla un rapporto di conversione generale di M2 : DM1 per le attività e passività in essere, allo scopo di salvaguardare la capacità operativa delle imprese tedesco-orientali. Un rapporto di 1:1 sarà invece applicato alle disponibilità dei residenti nella Repubblica democratica tedesca in circolazione e depositi a risparmio fino a determinate soglie di ammontare, nonché ai salari al loro livello attuale (senza compensazione per le variazioni di prezzo che potranno intervenire dopo l'abolizione dei sussidi). Il connesso aumento immediato di circa il 10% della quantità di moneta in senso lato nella Repubblica federale non sarebbe superiore al previsto ampliamento del PNL nell'area monetaria unificata. Sebbene la conversione possa fortemente accrescere la domanda di beni prodotti nella Repubblica federale, la Bundesbank ritiene che gli assetti concordati non dovrebbero far sorgere problemi intrattabili sul piano monetario, assumendo che i residenti della RDT si avvarranno della più ampia gamma di opportunità disponibili per la detenzione di attività finanziarie.

L'unione monetaria deve essere accompagnata dall'adozione nella RDT del quadro giuridico necessario a un'economia di mercato e alla partecipazione delle imprese industriali e finanziarie, delle capacità professionali e dei capitali occidentali nel processo di trasformazione dell'economia. Come appare

Accordo sull'estensione del *Deutsche mark* nella Repubblica democratica tedesca

Vantaggi dell'unione monetaria e presupposti per un esito soddisfacente

dall'enorme eccedenza esterna di parte corrente, il risparmio nella RFT dovrebbe poter fornire un contributo sostanziale al finanziamento degli investimenti necessari; tuttavia, affrontare l'impatto sulle finanze pubbliche degli investimenti sociali e delle erogazioni previdenziali occorrenti per preservare o innalzare i livelli di vita nella RDT potrà rivelarsi un impegno arduo, e si dovrà approfittare di tutto il margine disponibile per ridurre la spesa statale in altri settori. Nel più lungo periodo, il corso degli sviluppi economici e il tasso di disoccupazione nella RDT dipendono in modo cruciale dalla misura in cui i salari, dato il livello relativamente basso della produttività, rimarranno tali da incoraggiare gli investimenti.

VII. Il sistema monetario internazionale

Aspetti salienti

Gli aspetti che hanno caratterizzato la scena monetaria internazionale nel 1989 e nei primi mesi del 1990 sono stati i ripetuti episodi di forza del dollaro, in particolare rispetto allo yen, i sensibili movimenti nei rapporti di cambio fra le monete diverse dal dollaro e, a tratti, una presenza molto attiva delle banche centrali sui mercati valutari.

Proseguendo una tendenza già osservata nel 1988, nel periodo in esame il dollaro è stato più volte soggetto a pronunciate spinte al rialzo, malgrado il restringimento dei differenziali d'interesse, l'ampio, ancorché decrescente disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti e gli ulteriori interventi delle banche centrali per frenarne l'apprezzamento. In effetti, sono stati compiuti ripetutamente interventi concertati su vastissima scala, che hanno presentato aspetti in parte nuovi, come il ruolo molto più importante svolto dalle autorità statunitensi rispetto agli anni precedenti. Tuttavia, data la crescente incertezza dei mercati circa l'impegno di cambio delle autorità, il dollaro si è nettamente apprezzato nei confronti dello yen.

Negli ultimi mesi del 1989, la forza complessiva del dollaro è stata temporaneamente affievolita dalla sostenutezza del marco, che ha beneficiato del rapido succedersi degli avvenimenti nell'Europa orientale. Ciò ha comportato non solo un recupero del marco maggiore delle perdite precedentemente subite nei confronti del dollaro, ma anche un forte apprezzamento della moneta tedesca e di altre valute partecipanti al meccanismo di cambio dello SME rispetto allo yen e alla sterlina.

Nonostante la temporanea, ma assai pronunciata, sostenutezza del marco e l'ulteriore rimozione di controlli valutari, la situazione all'interno dello SME è rimasta per lo più calma, anche in virtù della convergenza degli andamenti economici fra Francia e Germania, due paesi-chiave del sistema. Inoltre, l'importanza economica del sistema stesso si è rafforzata con l'ingresso, a metà 1989, della peseta nel meccanismo di cambio sulla base di una banda allargata di oscillazione e con l'abbandono da parte delle autorità italiane, all'inizio del 1990, dei margini ampliati e l'adozione della banda stretta per la lira.

Lo scorso anno l'oro ha continuato a perdere parte della sua attrattiva come bene-rifugio. In un contesto di forza del dollaro, di tassi d'interesse a lunga in aumento e di espansione dell'offerta di oro, neppure l'instabilità di alcuni fra i maggiori mercati azionari del mondo e le crescenti pressioni inflazionistiche hanno potuto impedire che le quotazioni del metallo calassero ulteriormente, toccando talvolta il livello più basso da metà 1986.

Nel 1989 gli andamenti delle riserve internazionali sono stati influenzati da fattori che si sono controbilanciati. Da un lato, le cospicue acquisizioni di marchi

e yen da parte delle autorità statunitensi, nonché gli interventi sui mercati dei cambi nell'ambito dello SME, hanno condotto a una fortissima crescita delle riserve in valute diverse dal dollaro. Dall'altro, le ingenti vendite ufficiali di dollari da parte di un certo numero di paesi industriali, appena compensate da incrementi nelle riserve in dollari di alcuni paesi industriali minori e in via di sviluppo, insieme a un ulteriore calo delle posizioni di riserva sul FMI, hanno impedito l'espansione delle altre attività di riserva. Il risultato netto di questi sviluppi è stato un aumento nel valore in dollari correnti delle riserve non auree ufficiali pari al 60%, ossia leggermente inferiore al tasso di crescita del commercio internazionale nel 1989, e un ulteriore spostamento, in parte di natura incidentale, verso un sistema di riserve multivalutario. In particolare, la quota del marco sul totale delle riserve ufficiali in valuta è nettamente aumentata, passando dal 16,5 al 20% circa.

Oltre alla rassegna degli sviluppi recenti sulla scena monetaria internazionale, questo capitolo comprende un paragrafo speciale in cui sono riassunti i risultati di un'ampia indagine sull'attività dei mercati dei cambi condotta dalle autorità monetarie di ventun paesi, che concorrono alla maggior parte delle transazioni valutarie complessive.

I mercati valutarî

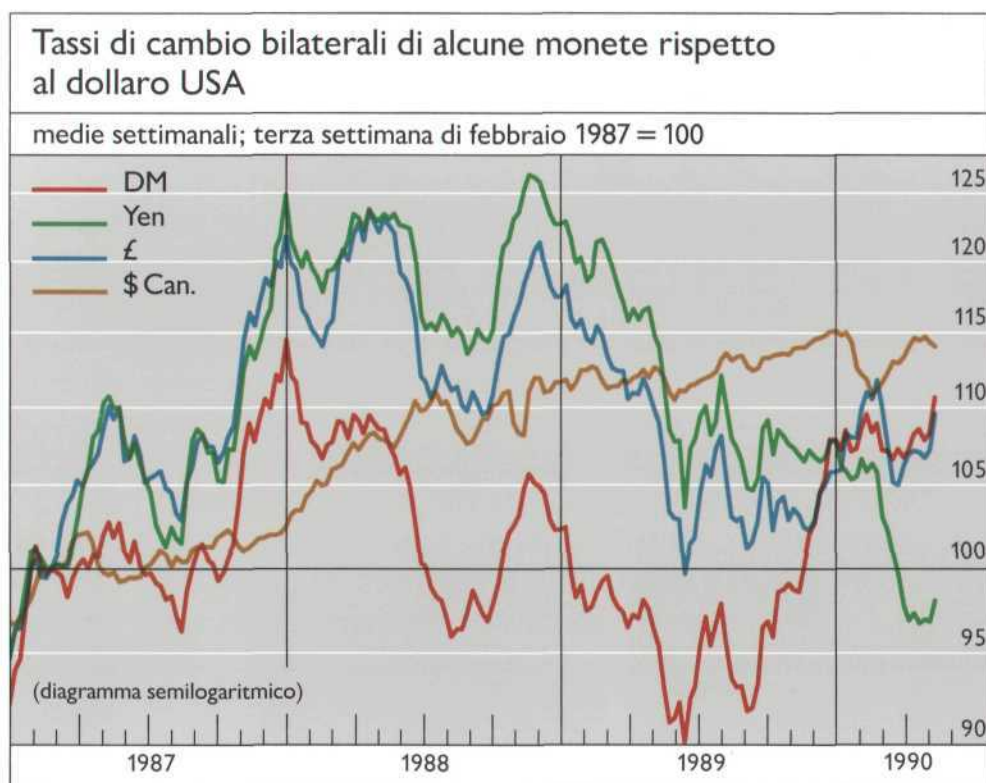
Gli andamenti sul mercato del dollaro USA

Ripetuti episodi
di forza del
dollaro ...

Il periodo sotto rassegna è stato caratterizzato da ripetuti episodi di forza del dollaro, contrastati da decisi interventi ufficiali sui mercati dei cambi e, in alcune occasioni, da aggiustamenti di politica monetaria. Dato che la bilancia commerciale degli Stati Uniti registrava un ulteriore miglioramento e le prospettive a più lungo termine per il dollaro non erano più offuscate dai timori di una forte recrudescenza dell'inflazione, i mercati dei capitali statunitensi sono tornati a essere attraenti per gli investitori esteri. Di conseguenza, gli afflussi netti di capitali negli Stati Uniti hanno ripetutamente superato l'ammontare del disavanzo corrente USA, esercitando in tal modo una pressione al rialzo sul tasso di cambio della moneta americana.

... danno luogo
a crescenti timori
delle autorità e ...

Nella Relazione annuale precedente era già stato esaminato il netto rafforzamento del dollaro durante la primavera del 1989. Incoraggiati dalla relativa stabilità della moneta americana nel 1988, i mercati si erano sentiti sempre più rassicurati circa le sue prospettive a lungo termine. Di conseguenza, l'alto livello dei tassi d'interesse statunitensi aveva cominciato a influire in misura sempre più accentuata sulla struttura dei flussi internazionali di capitali. La dichiarazione del Gruppo dei Sette agli inizi di aprile, con cui si sottolineava la netta opposizione a un ulteriore rafforzamento della moneta USA, e le vendite ufficiali di dollari da parte della Banca del Giappone – le prime dal quarto trimestre del 1985 – unitamente a una serie di rialzi dei tassi d'interesse in Germania e in vari altri paesi europei alleviavano la situazione solo temporaneamente. Verso la fine di aprile, le pressioni al rialzo sul dollaro riprendevano con rinnovato vigore. Nonostante un pronunciato restringimento dei differenziali d'interesse, il 22 maggio il dollaro sfondava la barriera di DM 2,00 e di yen 140. La liquidazione di posizioni di copertura a fronte del dollaro, l'impatto psicologico della pubblicazione di una serie di dati positivi sulla bilancia commerciale USA e il forte interesse degli investitori



per i titoli a lungo termine denominati in dollari, a seguito delle aspettative di un calo dei tassi USA a lunga, sembrano essere stati importanti fattori all'origine di questa nuova ripresa della domanda di dollari.

Temendo le ripercussioni di un eccessivo apprezzamento del dollaro sul processo di aggiustamento, le autorità si sentivano obbligate a intervenire. Negli Stati Uniti, in particolare, le autorità hanno reagito con interventi che per essere erano di dimensioni senza precedenti: fra il 12 e il 31 maggio hanno venduto un totale di \$ 5,8 miliardi, di cui \$ 2 miliardi in soli due giorni. Inoltre le autorità giapponesi intensificavano il loro sostegno allo yen, e alla fine del mese la Banca del Giappone aumentava il saggio ufficiale di sconto dal 2,5 al 3,25%, il primo incremento da nove anni.

Verso la fine di maggio e nei primi giorni di giugno, l'intervento concertato al ribasso nei confronti del dollaro, questa volta con la partecipazione della Bundesbank, si traduceva in un certo allentamento delle tensioni sul mercato. Si trattava tuttavia di un successo effimero. Il 5 giugno il clima di mercato si è ancora una volta orientato repentinamente a favore del dollaro, in quanto si riteneva che gli eventi politici in Cina avrebbero provocato un esodo di capitali dai paesi dell'Est asiatico in cerca di un rifugio sicuro. Le incertezze politiche nello stesso Giappone accentuavano la spinta al rialzo sul dollaro, balzato da circa yen 141 a oltre yen 151 nell'arco di dieci giorni. A metà giugno, il dollaro era salito a livelli che superavano del 29 e 24% i minimi storici di inizio gennaio 1988 nei confronti rispettivamente del marco e dello yen, mentre in termini di media ponderata in base all'interscambio il suo apprezzamento ammontava al 15% circa.

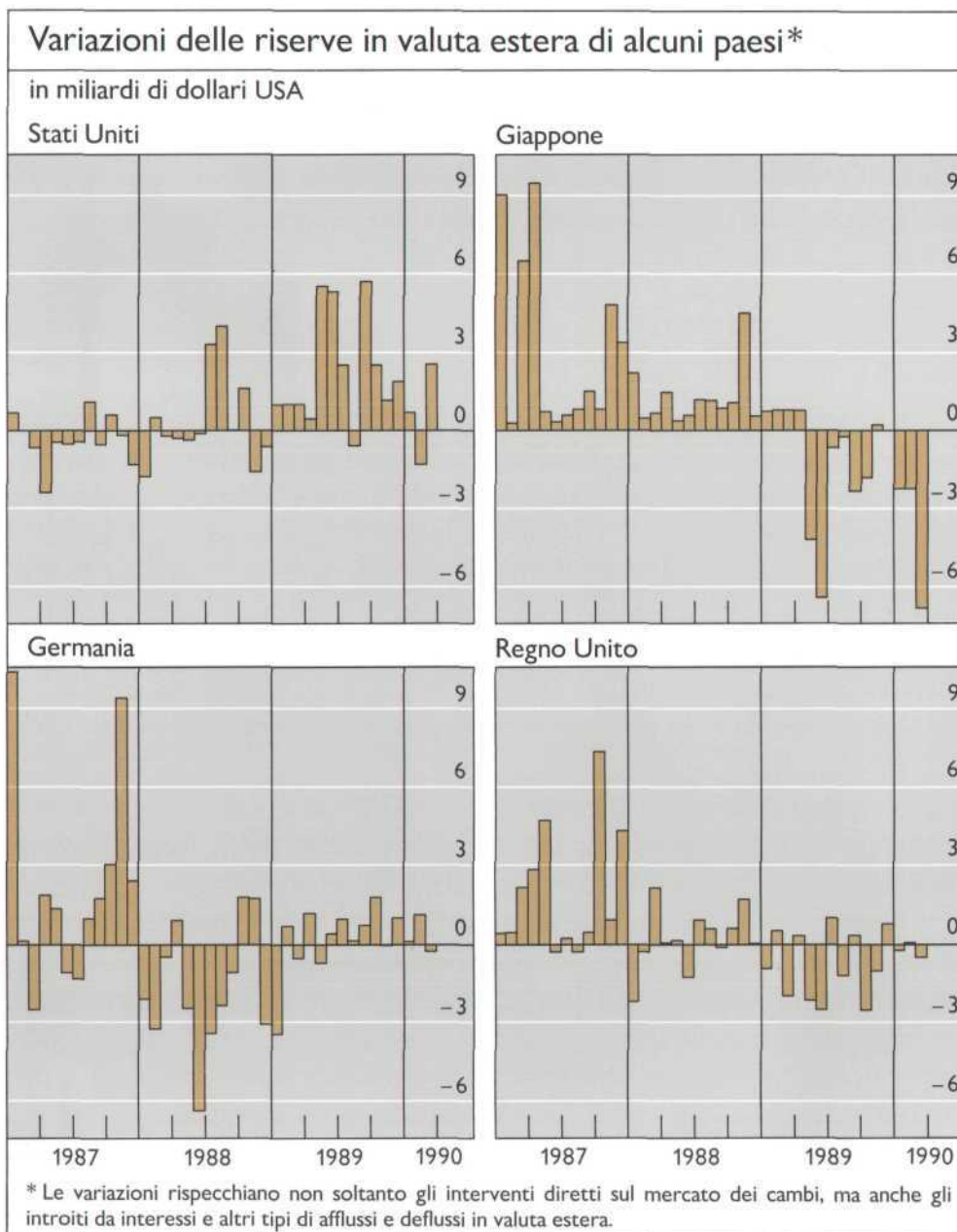
Tuttavia, a questo punto gli operatori di mercato cominciavano a percepire il rischio di una correzione al ribasso del dollaro, e le vendite di realizzo

... a massicci interventi sui mercati dei cambi ...

... che non impediscono tuttavia un forte rialzo del dollaro rispetto allo yen

Arresto temporaneo delle spinte al rialzo sul dollaro ...

innescavano un regresso della moneta americana. Le vendite persistenti, massicce e coordinate di dollari, persino dopo la sua inversione di tendenza a metà mese, e il ruolo preminente della Riserva federale in queste operazioni contribuivano a ripristinare la fiducia del mercato nella determinazione delle autorità di impedire un rialzo del dollaro. Fra il 6 e il 30 giugno le autorità statunitensi hanno venduto ulteriori \$ 5 miliardi, e nello stesso mese le riserve ufficiali giapponesi sono diminuite di \$ 6,4 miliardi. Per converso, in questo periodo le autorità tedesche sono state relativamente inattive, e anzi in giugno le riserve ufficiali tedesche hanno segnato addirittura un leggero incremento. Fattori ciclici hanno altresì contribuito a contenere la forza di fondo del dollaro. I crescenti segni di indebolimento dell'economia statunitense, unitamente alla vigorosa crescita economica e a più chiari segnali di pressioni inflazionistiche all'estero, hanno suscitato aspettative di un ulteriore restringimento dei differenziali d'interesse a favore del dollaro. Verso la fine di giugno la Bundesbank e diverse altre banche centrali



europee rialzavano i tassi attivi ufficiali. In luglio gli incipienti sintomi di un nuovo rafforzamento del dollaro sono stati neutralizzati con successo mediante vendite relativamente modeste di dollari da parte delle autorità statunitensi.

In agosto e agli inizi di settembre le indicazioni che l'economia americana era meno debole di quanto temuto e l'ulteriore contrazione sia del disavanzo commerciale USA che dell'eccedenza giapponese provocavano un ulteriore rafforzamento del dollaro. Nella seconda settimana di settembre, nonostante i ripetuti interventi concertati, il dollaro si avvicinava ai valori massimi raggiunti tre mesi prima. A questo livello sono nuovamente subentrate prese di beneficio e, in aggiunta, le congetture sull'esito dell'imminente riunione del Gruppo dei Sette, prevista per il 23 settembre, inducevano i mercati a una certa cautela.

In quell'occasione, i Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali ribadivano la loro comune volontà di cooperare strettamente sui mercati dei cambi, affermando che il rialzo del dollaro negli ultimi mesi era stato incoerente con le grandezze economiche fondamentali di più lungo periodo e che un suo ulteriore apprezzamento, o un eccessivo calo, avrebbe potuto influenzare negativamente le prospettive dell'economia mondiale. Se paragonate a dichiarazioni precedenti, queste espressioni non erano particolarmente energiche, ma hanno successivamente ricevuto il sostegno di interventi risoluti e concertati sui mercati valutari, volti a porre fine alla tendenza al rialzo del dollaro. Utilizzando alcune tecniche nuove e persistendo nelle vendite di dollari su quello che talvolta era già un mercato al ribasso, nei giorni successivi le autorità hanno spinto il dollaro a circa il 6% al disotto dei valori massimi di metà settembre. Nell'arco di soli tre giorni, dal 25 al 27 settembre, le banche centrali hanno venduto, secondo stime, \$ 4 miliardi.

Ciò nonostante, queste vendite di dollari non hanno esercitato un influsso duraturo sul clima di mercato, benché fossero affiancate da un ulteriore restringimento dei differenziali d'interesse. Infatti, il dollaro si è nuovamente rafforzato nella prima metà di ottobre. Il 5 ottobre, la Bundesbank ha rialzato i tassi attivi ufficiali, soprattutto per motivi interni, e il suo esempio è stato seguito da altre otto banche centrali europee. Una settimana dopo la Banca del Giappone aumentava il proprio saggio ufficiale di sconto di 1/2 punto percentuale. Nel contempo, taluni indicatori segnalavano una certa decelerazione dell'attività economica negli Stati Uniti, alimentando speranze di un allentamento della politica monetaria interna. Nonostante questi sviluppi, il clima di mercato non è mutato se non dopo la forte caduta dei corsi azionari USA, il 13 ottobre. Alcuni giorni dopo, la pubblicazione di dati deludenti sull'interscambio USA per il mese di agosto contribuiva a ridurre ulteriormente l'attrattiva del dollaro.

Questo indebolimento della moneta USA si è peraltro manifestato in gran parte nei confronti del marco e di alcune altre valute dell'Europa continentale. Sotto l'impatto degli sviluppi sempre più rapidi nell'Europa orientale e del continuo movimento al rialzo dei tassi d'interesse tedeschi, che per la prima volta dagli inizi degli anni settanta si è tradotto in un differenziale d'interesse positivo nei confronti degli Stati Uniti, il marco ha iniziato ad apprezzarsi fortemente rispetto al dollaro. Tra la seconda settimana di ottobre e gli ultimi giorni di dicembre, il dollaro è calato del 12% circa rispetto al marco, mentre il suo tasso di cambio ponderato in base al commercio estero è diminuito del 5%. Benché

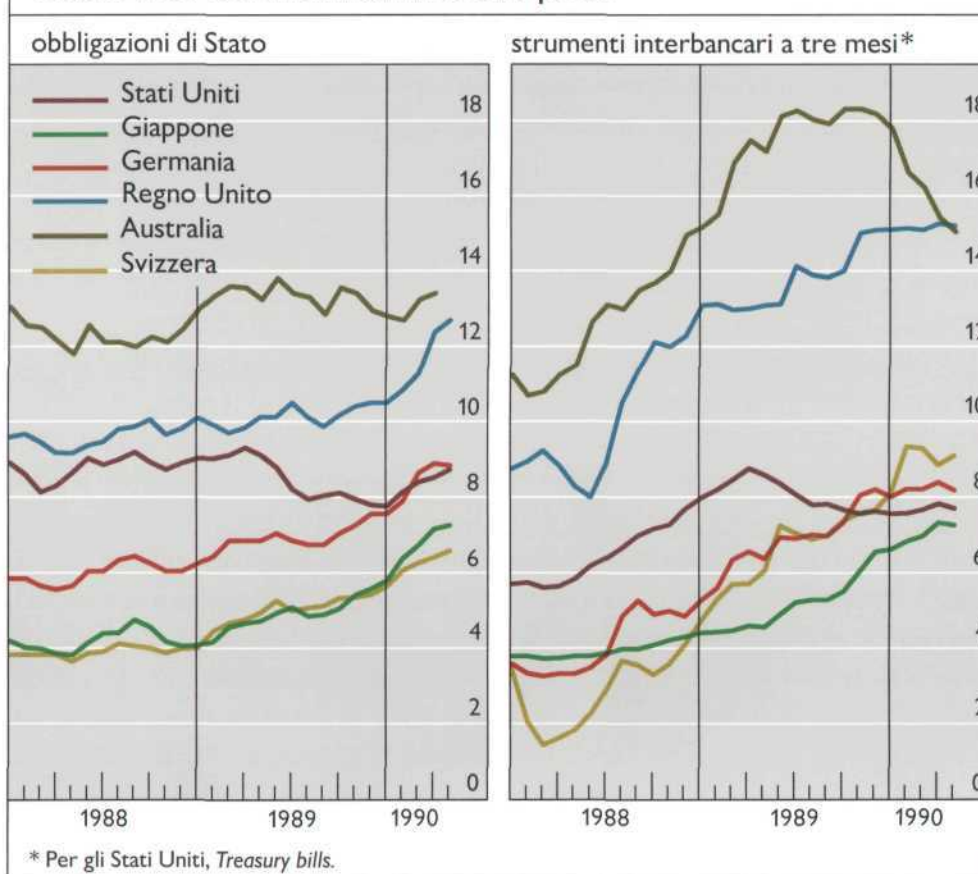
... seguito da una fase di rinnovato vigore alla fine dell'estate

Riunione del Gruppo dei Sette seguita da massicci interventi

La tendenza al rialzo del dollaro prosegue fino a metà ottobre

Pronunciato vigore del marco

Tassi d'interesse nominali in alcuni paesi



successivamente il dollaro abbia dato segni di rinnovato vigore, nei primi mesi del 1990 il marco ha mantenuto il terreno appena guadagnato, soprattutto in quanto nella prima settimana di gennaio un altro incipiente rialzo del dollaro era stato contrastato da un pronto e tempestivo intervento della Bundesbank e di varie altre banche centrali.

Il dollaro rimane forte nei confronti dello yen...

Nei confronti dello yen, tuttavia, il dollaro è rimasto forte per tutto l'autunno del 1989 e nei primi mesi del 1990. Nonostante un certo movimento al rialzo dei tassi giapponesi, i differenziali d'interesse sono rimasti decisamente a favore degli Stati Uniti, e incertezze politiche interne hanno altresì esercitato un effetto frenante sullo yen. Pur avendo continuato a essere sporadicamente sostenuto dalle autorità giapponesi e statunitensi, lo yen si è ulteriormente indebolito negli ultimi mesi del 1989. Nonostante un nuovo rialzo del saggio di sconto giapponese verso la fine di dicembre e una diminuzione dei *prime rates* statunitensi nei primi giorni del nuovo anno, la pressione al ribasso sullo yen si è accentuata in gennaio, e sono nettamente aumentati gli acquisti ufficiali di sostegno.

In febbraio la sostenutezza del dollaro è tornata a essere più generalizzata, in quanto i timori circa le conseguenze economiche per la Repubblica federale di Germania, derivanti dall'unione monetaria con la Repubblica democratica tedesca, hanno indebolito in certa misura il marco. Indicazioni di un ulteriore calo sia del disavanzo commerciale USA che dell'eccedenza giapponese, nonché le incertezze circa un eventuale nuovo aumento del saggio di sconto giapponese dopo le elezioni parlamentari di febbraio, hanno altresì contribuito a rafforzare il dollaro. Non raffrenata dal massiccio intervento coordinato, la moneta statuni-

...in presenza di incertezze politiche ed economiche in Giappone

tense si è nettamente rafforzata negli ultimi giorni di febbraio e, nel contesto di un mercato azionario giapponese sempre più debole e instabile, ha continuato ad apprezzarsi rispetto allo yen per tutto il mese di marzo. L'aggiustamento verso l'alto del saggio di sconto giapponese, quando ha finalmente avuto luogo, nella seconda metà di marzo, ha apportato ben poco sollievo. Dopo una riunione, prontamente convocata, fra i Ministri delle finanze statunitense e giapponese, da cui non è peraltro scaturita alcuna nuova iniziativa, il dollaro ha raggiunto agli inizi di aprile un nuovo massimo di yen 160. L'entità degli interventi ufficiali in questi mesi è in parte rispecchiata dalla variazione nelle riserve valutarie giapponesi, diminuite in febbraio e in marzo di \$ 2,3 e 6,8 miliardi rispettivamente.

Ai primi di aprile la pressione al rialzo sul dollaro si è in parte allentata con l'approssimarsi della riunione di Parigi del Gruppo dei Sette. Tuttavia, il comunicato emesso in tale occasione si limitava a notare le conseguenze indesiderabili per il processo di aggiustamento globale della flessione dello yen e riaffermava l'impegno al coordinamento delle politiche economiche, compresa la cooperazione sui mercati dei cambi. Nondimeno, con l'ausilio di interventi ufficiali coordinati, lo yen si è successivamente stabilizzato al basso livello prevalente, e i mercati del dollaro sono rimasti insolitamente calmi fino alle riunioni delle istituzioni di Bretton Woods agli inizi di maggio. Benché in questa occasione i paesi del Gruppo dei Sette abbiano solo ribadito le loro precedenti dichiarazioni, nei giorni seguenti il dollaro ha dato evidenti segni di cedimento. I principali fattori all'origine di questa inversione del clima di mercato sembrano essere stati i dati molto favorevoli sull'interscambio tedesco e giapponese, la ripresa della borsa di Tokyo e i segni di indebolimento dell'economia statunitense, con conseguenti aspettative di una flessione dei tassi d'interesse sul dollaro.

Diversamente dalle altre principali valute, il dollaro canadese è rimasto sostenuto nei confronti del dollaro USA per quasi tutto il 1989. Dopo un certo rialzo fra giugno e dicembre, la moneta canadese ha concluso l'anno con un aumento del 3% rispetto al livello raggiunto dodici mesi prima, portando così al 20% il suo apprezzamento cumulativo nei confronti del dollaro da fine 1986. Sebbene in Canada la domanda sia rimasta su livelli sostenuti nel 1989 e agli inizi del 1990, la fiducia nell'orientamento antinflazionistico della politica monetaria era evidentemente alquanto generalizzata. Tale fiducia era anche corroborata da elevati e crescenti differenziali d'interesse. Tuttavia, una certa fragilità della situazione è diventata palese agli inizi del nuovo anno quando, in seguito a una flessione dei *prime rates* USA, è bastato un calo relativamente modesto dei tassi d'interesse ufficiali in Canada per provocare un improvviso regresso del dollaro canadese che ha temporaneamente annullato tutto il terreno guadagnato nel 1989 rispetto al dollaro USA. Gli interventi ufficiali sui mercati valutari e un nuovo rialzo dei tassi d'interesse canadesi sono infine riusciti a invertire la tendenza all'indebolimento di questa moneta.

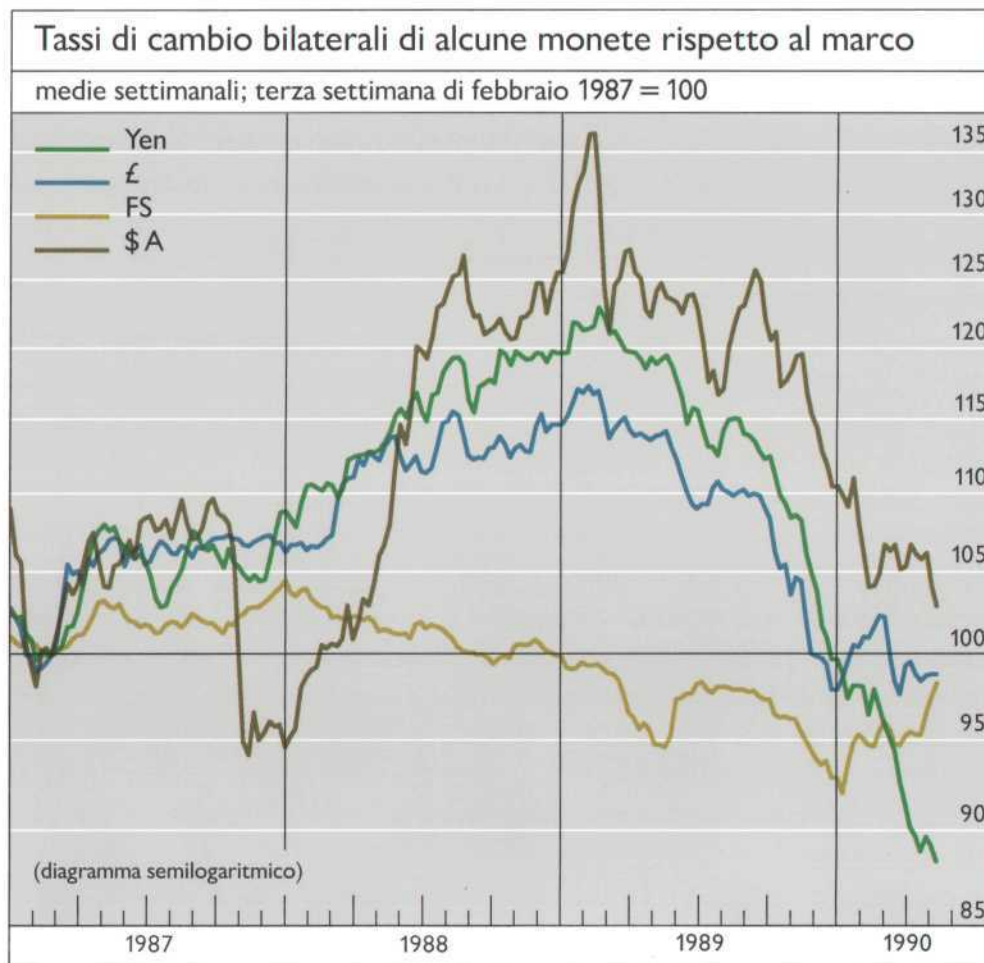
Gli andamenti dei tassi di cambio incrociati

Lo scorso anno la Relazione annuale aveva posto in rilievo il considerevole apprezzamento dello yen rispetto al marco, pari al 22%, nel periodo intercorso tra la conclusione dell'Accordo del Louvre e metà febbraio 1989. Nel periodo successivo è intervenuta un'inversione di tendenza che ha portato lo yen, a metà

Mercati del dollaro calmi in aprile, ma indebolimento della moneta USA agli inizi di maggio

Interruzione solo temporanea della tendenza al rafforzamento del dollaro canadese

Discesa dello yen nei confronti del marco superiore al suo precedente apprezzamento



maggio 1990, a un livello inferiore di circa il 25% al suo precedente massimo del 1989 nei confronti della moneta tedesca.

Le cause della
forza del marco...

Tre fattori principali concorrono a spiegare questo andamento. In primo luogo, i tassi d'interesse a breve tedeschi, che avevano già superato quelli giapponesi nel 1988, hanno continuato a salire agli inizi del 1989 e il differenziale a favore della moneta tedesca è rimasto eccezionalmente ampio durante l'intero periodo in esame. In secondo luogo, gli sviluppi politici mondiali – gli eventi in Cina e l'apertura nell'Est europeo – sono stati percepiti dai mercati come fattori sfavorevoli allo yen, ma positivi per il marco. In terzo luogo, il rapporto di cambio fra la moneta tedesca e il dollaro USA è stato indirettamente sostenuto all'interno del meccanismo di cambio dello SME da acquisti ufficiali intramarginali di marchi da parte di altri paesi partecipanti al meccanismo stesso.

La flessione dello yen rispetto al marco si è sostanzialmente articolata in tre fasi. La prima è andata da fine maggio alla prima metà di giugno quando, nonostante l'aumento del saggio di sconto giapponese e i massicci interventi della Banca del Giappone e della Riserva federale, lo yen si è fortemente indebolito nei confronti del dollaro. La seconda ha coinciso con l'ultimo trimestre dell'anno, allorché il marco, rinvigorito dalla prospettiva della riunificazione tedesca, si è nettamente apprezzato rispetto al dollaro. Infine, nei primi mesi del 1990, mentre il marco è rimasto relativamente stabile nei confronti del dollaro, lo yen ha continuato a perdere terreno. Oltre che dagli sfavorevoli differenziali d'interesse e dall'attrattiva specifica del marco, l'andamento della moneta giapponese è

stato a tratti influenzato da incertezze politiche interne e dalla percezione che i prezzi di alcune attività in Giappone fossero divenuti eccessivamente elevati rispetto ad altri paesi. Benché le autorità giapponesi abbiano continuato a intervenire massicciamente sul mercato valutario, esse hanno esitato a innalzare i tassi d'interesse ufficiali, evidentemente per timore di provocare un'iperreazione dei prezzi di tali attività. E quando, il 20 marzo, il saggio di sconto è stato infine rialzato – questa volta di un intero punto percentuale – è mancata una reazione dei mercati valutari in favore dello yen.

... e della
debolezza dello
yen

Nei primi mesi del 1989 la *sterlina* ha continuato a beneficiare degli elevati tassi d'interesse nel Regno Unito. Tuttavia tale situazione non si è protratta. Gli andamenti di altre valute in questo periodo avevano evidenziato alcuni dei rischi che comporta l'investimento in monete di paesi con elevati tassi d'interesse e d'inflazione. Le crescenti pressioni inflazionistiche nel Regno Unito e il forte deterioramento del suo saldo esterno di parte corrente hanno gradualmente iniziato a influenzare l'atteggiamento degli investitori. In maggio la *sterlina* ha subito pressioni al ribasso, e le autorità britanniche hanno reagito inducendo un aumento dal 13 al 14% dei *base rates* delle banche e intervenendo sui mercati dei cambi. Tuttavia, la situazione era piuttosto inconsueta, in quanto il bilancio era ampiamente in attivo. Alla luce di ciò, l'allora Cancelliere dello Scacchiere ha ritenuto di poter considerare il disavanzo della bilancia dei pagamenti come un problema che riguardava meramente il settore privato e che si sarebbe corretto automaticamente a tempo debito. In ogni caso, egli ha ribadito che il permettere un deprezzamento del cambio non rappresentava un rimedio.

La *sterlina* sotto
pressione ...

Il suo successore assumeva una posizione leggermente diversa. Benché all'inizio di ottobre le autorità britanniche abbiano seguito l'esempio della Bundesbank, rialzando ancora una volta i tassi d'interesse di un intero punto percentuale, nel quarto trimestre si è consentito che la *sterlina* si indebolisse in misura alquanto netta, con una perdita di oltre l'11% rispetto al marco fra l'ultima parte di settembre e fine dicembre. Continuavano a essere motivo di preoccupazione le prospettive inflazionistiche, l'ampio disavanzo esterno e le palesi divergenze all'interno della compagine governativa su alcune questioni fondamentali di politica economica. Le autorità sono intervenute occasionalmente a sostegno della *sterlina*, allorché essa ha toccato minimi storici nei confronti del marco. Le pressioni si sono allentate agli inizi del 1990, poiché il nuovo Cancelliere aveva posto l'accento sul perdurante impegno delle autorità nella lotta all'inflazione ed era stato registrato un temporaneo miglioramento dei dati sul commercio estero. In marzo, tuttavia, quando le autorità locali hanno iniziato a fissare i livelli della nuova imposta municipale (*poll tax*), l'instabilità politica provocata dalla violenta opposizione all'entrata in vigore di questa nuova imposta ha dato l'avvio a una nuova fase di debolezza della *sterlina*, che ha temporaneamente spinto la moneta britannica a nuovi minimi storici (poco al di sopra di DM 2,70) e alla quale è seguita una certa stabilizzazione nel corso di aprile.

... nonostante
i più elevati tassi
d'interesse

Dopo un periodo di forza, il *dollaro australiano* è bruscamente calato nel febbraio dello scorso anno, in seguito alla pubblicazione di dati deludenti sulla bilancia di parte corrente. Nondimeno, poiché il differenziale d'interesse rispetto al dollaro USA continuava ad ampliarsi, gli investitori sono stati nuovamente indotti ad assumersi rischi di cambio nell'aspettativa di elevati rendimenti.

Successo delle
autorità nel
frenare il vigore
del dollaro
australiano

Inconsueta
debolezza del
franco svizzero ...

... e risposta
sul piano della
politica
monetaria

Ritorno all'asset-
to dei tassi di
cambio nominali
prevalente agli
inizi del 1987 ...

Tuttavia, al fine di evitare un ulteriore deterioramento della competitività internazionale e della bilancia di parte corrente del paese, le autorità sono state riluttanti a consentire un nuovo rafforzamento del cambio. A seguito di un forte movimento al rialzo del dollaro australiano in agosto, si è potuto osservare un intervento al ribasso della Reserve Bank in settembre. Successivamente, la scarsa disponibilità delle autorità a tollerare un nuovo rafforzamento del dollaro australiano ha trovato ampio sostegno nella crescente forza del marco. Rispetto a quest'ultimo, la moneta australiana è calata di quasi il 20% fra metà settembre 1989 e metà maggio 1990.

Il *franco svizzero* ha registrato una brusca e impreveduta fase di debolezza nella primavera dello scorso anno. Questa tendenza si è comunque ampiamente invertita a fine maggio, in seguito al passaggio, da parte della Banca Nazionale Svizzera, a una fissazione giornaliera del tasso variabile sulle anticipazioni. Ciò ha comportato un aumento alquanto pronunciato dei tassi d'interesse sul franco svizzero, che nel corso dell'estate si è attestato su 86-87 centesimi circa rispetto al marco, ossia a un livello leggermente inferiore a quello di inizio anno.

A partire da ottobre, il franco svizzero ha poi attraversato una seconda fase di debolezza, più pronunciata, rispetto al marco, e nella prima settimana del gennaio 1990 ha toccato un minimo inferiore dell'8% al livello di un anno prima, segnando la quotazione più bassa dal maggio 1981. La Banca Nazionale Svizzera aveva reagito già in dicembre aumentando il saggio flessibile sulle anticipazioni fino a 2 punti percentuali al disopra dei tassi sul denaro a vista. I tassi d'interesse sul franco svizzero si rafforzavano considerevolmente, salendo nel segmento a breve ben al disopra di quelli sugli strumenti denominati sia in dollari che in marchi, una configurazione che non ha riscontro nel passato. Di conseguenza, il franco svizzero ha successivamente cominciato a recuperare le perdite precedenti e a metà maggio 1990 è tornato al livello di inizio 1989 rispetto al marco. Con un'inflazione ben al disopra di quella tedesca, e alla luce degli sviluppi nel resto dell'Europa, sia orientale che occidentale, il franco svizzero sembra avere temporaneamente perso in parte il suo status speciale. Benché l'inasprimento della politica monetaria sia riuscito a invertire la precedente flessione della moneta svizzera nei confronti del marco, ciò è stato ottenuto a prezzo di tassi d'interesse eccezionalmente elevati rispetto ai parametri svizzeri.

L'evoluzione dei tassi di cambio in un'ottica di più lungo periodo

Dalla fine del 1988 i movimenti dei tassi di cambio *nominali*, quanto meno di alcune fra le maggiori valute, hanno fatto sì che vi sia stato un certo riavvicinamento all'assetto dei cambi prevalente all'epoca dell'Accordo del Louvre del febbraio 1987. Ciò vale in particolare per lo yen, il cui tasso di cambio rispetto al dollaro, verso la fine del 1988, superava di circa il 25% quello raggiunto in occasione dell'Accordo del Louvre, mentre a metà maggio di quest'anno era ridisceso a tale livello. Nello stesso periodo, il tasso di cambio della sterlina nei confronti del dollaro è passato da una maggiorazione di quasi il 20% a una del 10% rispetto al livello del febbraio 1987. Quanto al marco, dopo essere sceso, a metà 1989, di circa il 10% al disotto del livello degli Accordi del Louvre rispetto al dollaro, è risalito a tale livello in novembre, e a metà maggio di quest'anno lo superava di quasi il 12%.

Tralasciando per ora di considerare la questione se sia ancora appropriato

l'assetto dei cambi nominali prevalente all'epoca dell'Accordo del Louvre, va subito osservato che il quadro muta in certa misura se visto in termini di tassi *effettivi reali*, come si può notare dal grafico di pagina 203. È pur vero che il tasso di cambio effettivo reale del marco è rimasto notevolmente stabile, mentre il suo recente leggero apprezzamento rispetto al livello prevalente all'epoca dell'Accordo del Louvre sembrerebbe appropriato in considerazione della persistente ampia eccedenza esterna della Germania e degli accadimenti nell'Europa orientale. Analogamente, dopo un rafforzamento agli inizi del 1989, il ritorno del dollaro su livelli leggermente più bassi in termini reali, a partire dalla metà dello scorso anno, sembra essere stato un movimento nella giusta direzione, dato il perdurare del disavanzo USA di parte corrente. D'altro lato, la flessione della sterlina dagli inizi del 1989 è stata assai contenuta in termini reali, mentre lo yen è passato da un tasso di cambio reale superiore di quasi il 10% al livello dell'Accordo del Louvre agli inizi del 1988 a uno inferiore di quasi il 20% a tale livello nell'aprile di quest'anno.

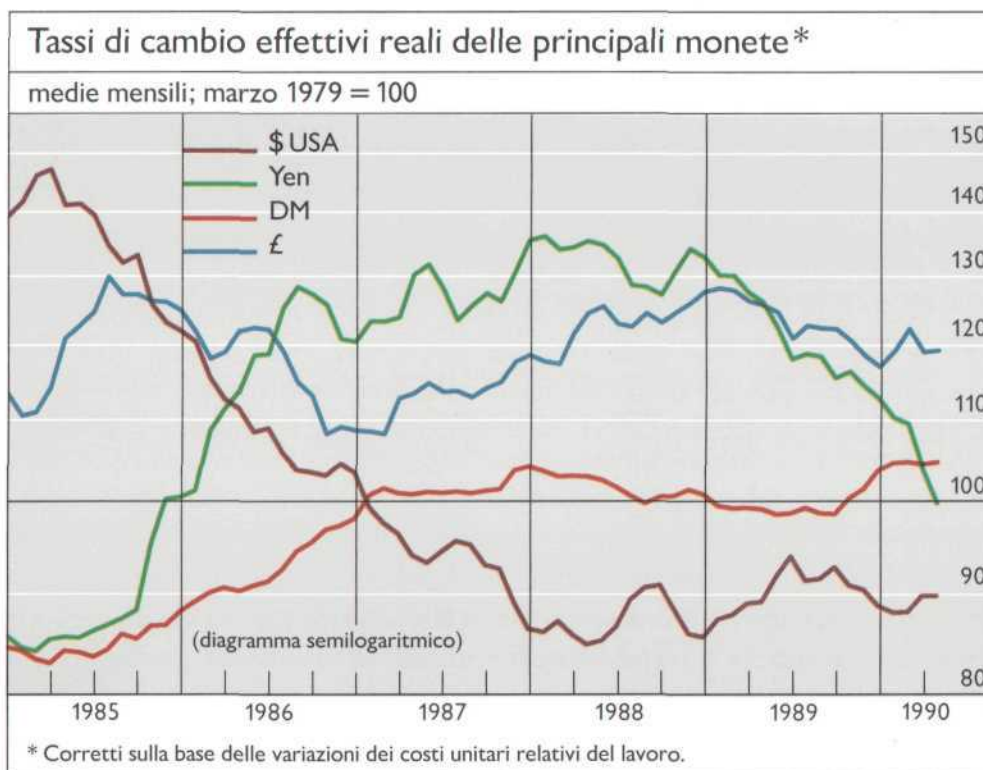
... ma iper-correzione verso il basso dello yen in termini reali

Alla luce di questo quadro sommario degli andamenti dei tassi di cambio, quali conclusioni si possono trarre dai tentativi degli ultimi tre anni volti a promuovere una maggiore stabilità dei cambi? Anzitutto, come mostrano i grafici di pagina 194 e 199, l'attuale vicinanza dei cambi nominali ai livelli vigenti all'epoca dell'Accordo del Louvre è pur sempre il risultato netto di fluttuazioni piuttosto ampie e frequenti avvenute da allora. Inoltre tali fluttuazioni sottostimano l'intensità delle pressioni prodottesi in questo periodo sui mercati valutari, dato che in molti casi queste ultime sono state contrastate da massicci interventi ufficiali. Ciò nonostante, l'ampiezza delle oscillazioni dei cambi dagli inizi del 1987 è stata palesemente inferiore a quella del precedente periodo di fluttuazione, e la recente evoluzione dell'economia mondiale fa ritenere che le fluttuazioni dei cambi non abbiano costituito in definitiva un ostacolo decisivo a una forte crescita economica. Ciò detto, non si può escludere naturalmente che una configurazione dei cambi sempre più instabile possa prima o poi diventare deleteria, così come suggerisce la teoria.

Limitato successo dell'Accordo del Louvre nel ridurre le fluttuazioni dei cambi

Una caratteristica saliente degli andamenti dei cambi a partire dal febbraio 1987 è costituita dal fatto che talvolta alcuni paesi con un saggio d'inflazione relativamente elevato e una bilancia delle partite correnti in deterioramento hanno avuto monete comunque forti. In assenza – anche temporanea – di gravi timori circa l'evoluzione dei cambi, gli alti livelli dei tassi d'interesse nominali in questi paesi hanno talora costituito una forte attrattiva per i capitali esteri. Gli afflussi che ne sono derivati hanno provocato un sensibile apprezzamento del cambio, che ha contribuito sia a occultare la gravità dei problemi inflazionistici interni che a stimolare un orientamento di politica monetaria più accomodante, concorrendo nel contempo a un ulteriore deterioramento della posizione di fondo di parte corrente. Siffatti sviluppi – per cui il movimento al rialzo del tasso di cambio corrente tende al tempo stesso, attraverso le sue ripercussioni macroeconomiche, a spingere verso il basso il livello di equilibrio a più lungo termine del cambio stesso – possono condurre all'accumularsi di gravi distorsioni nell'assetto dei cambi e a squilibri di bilancia dei pagamenti nel lungo periodo, con tutto il potenziale di instabilità e di perturbazioni a livello di politiche che ciò può verosimilmente comportare.

Effetti perturbatori della stabilizzazione dei cambi nominali sulla dinamica dei flussi internazionali di capitali



Crescente rischio di distorsioni dei tassi di cambio reali

Si pone altresì il problema di vedere se, in considerazione degli sviluppi di natura macroeconomica e politica intervenuti nel frattempo, sia ancora appropriato un assetto dei cambi paragonabile a quello vigente all'epoca dell'Accordo del Louvre. Ad esempio, tenuto conto dei differenziali d'inflazione in termini di costi unitari del lavoro, il tasso di cambio reale del marco, sia effettivo che bilaterale rispetto al dollaro USA, non è molto più alto ora che all'epoca dell'Accordo del Louvre. Nel contempo, l'attivo di parte corrente tedesco si è ampliato nonostante il forte aumento della domanda interna. Ciò solleva l'interrogativo se non sia auspicabile un ulteriore apprezzamento reale del marco. Lo stesso dicasi dello yen, che in termini reali si è sensibilmente deprezzato rispetto al livello raggiunto all'epoca dell'Accordo del Louvre. Benché l'eccedenza corrente giapponese sia pure fortemente diminuita dal 1987, sussiste il rischio che, qualora dovessero persistere i recenti livelli dei cambi, essa riprenda ad ampliarsi.

Gli interventi ufficiali sul mercato dei cambi: il loro ruolo sul piano teorico...

Da ultimo, vi è la questione del ruolo e dell'utilità degli interventi ufficiali sui mercati valutari negli ultimi tre anni. È pur vero che la disponibilità delle autorità a intervenire sui mercati per rendere più stabili i cambi aveva costituito una parte essenziale dello stesso Accordo del Louvre. Tuttavia, l'idea di fondo era che questa disponibilità dichiarata delle autorità a intervenire, ove sostenuta da appropriati aggiustamenti delle politiche, avrebbe di per sé esercitato un effetto stabilizzante sui mercati dei cambi, riducendo così la necessità di un intervento effettivo. Di fatto, la determinazione delle autorità nel sostenere l'assetto dei cambi esistente è stata ripetutamente e rigorosamente messa alla prova dai mercati negli ultimi tre anni. L'entità senza precedenti degli interventi ufficiali e il perdurare di forti fluttuazioni dei cambi – benché di ampiezza leggermente ridotta – indicano che il tentativo di stabilizzare i mercati è riuscito solo in parte.

Inoltre, pur essendo molto probabile che, in assenza di un deciso intervento ufficiale di sostegno sul mercato valutario, la flessione dello yen negli ultimi

quindici mesi circa sarebbe stata ancor più pronunciata, vi sono state indicazioni che l'impatto degli interventi cominciava ad attenuarsi e che in molte occasioni si erano resi necessari interventi sempre più massicci per ottenere lo stesso risultato. Nel contempo, gli interventi ufficiali coordinati hanno assunto nuove dimensioni lo scorso anno, sia perché le autorità statunitensi hanno ripetutamente svolto un ruolo-guida nel determinarne i tempi e il volume, sia in quanto sono state adottate strategie più aggressive, quali le vendite su un mercato in ribasso, gli interventi sui mercati all'estero e gli interventi sequenziali concertati nell'arco delle ventiquattro ore.

... e le limitazioni nella pratica

Probabilmente una delle cause dell'effetto piuttosto limitato degli interventi ufficiali nello scorso anno risiede nel fatto che non sempre le autorità hanno dato l'impressione di essere pienamente concordi fra di loro. Poiché la maggior parte dei paesi temeva un surriscaldamento dell'economia interna e una recrudescenza dell'inflazione, piuttosto che la recessione, non vi era piena simmetria di interessi, e nessun paese desiderava un tasso di cambio realmente debole. Tuttavia, senza prospettare la minaccia di una sensibile correzione verso il basso del cambio, può essere molto difficile arrestare l'apprezzamento di una moneta, in particolare quando i differenziali d'interesse nominali sono a suo favore. Inoltre, in alcuni ambienti ufficiali si tendeva a sostenere che gli interventi avevano scarse probabilità di successo fintanto che i differenziali d'interesse rimanevano molto ampi. Questa tesi è corretta, tuttavia, solo assumendo che gli interventi non siano in grado di influenzare le aspettative di cambio, il che, ovviamente, è il loro principale obiettivo. Infine, i mercati non soltanto hanno percepito a volte una certa discordanza di opinioni a livello internazionale, ma hanno anche riscontrato divergenze di pareri diffusamente pubblicizzate fra le autorità all'interno dei singoli paesi circa il tipo di strategie di cambio e tasso d'interesse da adottare.

Alcuni segni di discordanza

D'altro lato, lo scorso anno la situazione macroeconomica si è per lo più evoluta nella direzione giusta, in parte per merito del coordinamento delle politiche. Mentre l'economia statunitense è nettamente rallentata, quelle di Germania e Giappone hanno mantenuto un ritmo molto sostenuto, e i differenziali d'interesse negativi nei confronti degli Stati Uniti si sono ristretti o addirittura annullati. Vi è pertanto motivo di dubitare che l'incapacità degli interventi ufficiali di esercitare un'influenza più profonda sul clima di mercato lo scorso anno possa spiegarsi meramente in termini di mancanza di credibilità e di insufficiente comunanza di intenti. Piuttosto, dopo quasi tre anni e mezzo dall'Accordo del Louvre potrebbe essere tempo di riconsiderare le strategie ufficiali in materia di tassi di cambio e il coordinamento internazionale delle politiche, nonché di valutare i modi in cui sia possibile rafforzarne la coerenza e l'efficacia.

Eventuale opportunità di una riconsiderazione delle strategie di tasso di cambio

Gli sviluppi nell'ambito dello SME

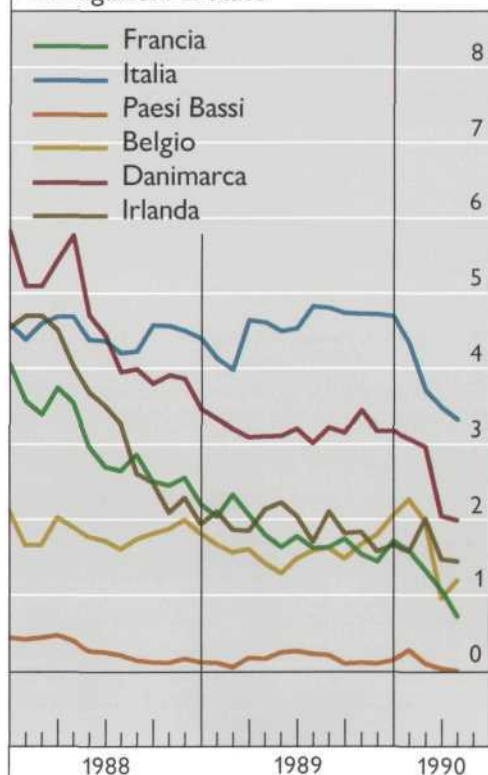
La relativa calma all'interno del meccanismo di cambio dello SME, già rilevata nella Relazione annuale dello scorso anno, è perdurata per gran parte del periodo sotto rassegna, nonostante la progressiva liberalizzazione dei controlli valutari in Francia, Italia e Irlanda, la soppressione del doppio mercato dei cambi in Belgio-Lussemburgo, l'eccedenza corrente ancora ampia della Germania e la sostenutezza del marco negli ultimi mesi del 1989. Due importanti fattori all'origine di quest'evoluzione sembrano essere stati l'iniziale forza del dollaro e il

Stabilità relativa nel meccanismo di cambio dello SME ...

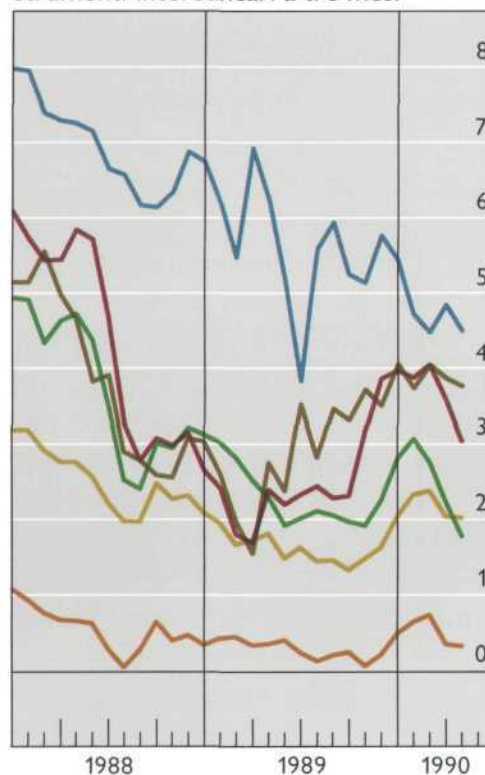
Differenziali dei tassi d'interesse nominali nei paesi partecipanti al meccanismo di cambio dello SME

rispetto ai tassi d'interesse tedeschi, in punti percentuali

obbligazioni di Stato*



strumenti interbancari a tre mesi



* Per la Danimarca, tutte le obbligazioni quotate.

... per effetto
della perdurante
convergenza
economica

fermo impegno delle autorità francesi a evitare qualsiasi cambiamento del tasso centrale bilaterale tra il marco e il franco francese, impegno che ha contribuito a far scendere il tasso d'inflazione francese al livello tedesco. L'accresciuta fiducia derivante da questo ulteriore progresso nella convergenza economica durante lo scorso anno è rispecchiata dal fatto che il differenziale fra tassi d'interesse a lungo termine francesi e tedeschi ha continuato a restringersi e che, nella primavera del 1990, la Francia ha potuto ridurre i tassi ufficiali, nonostante la tendenza al rialzo dei tassi in Germania.

Ingresso della lira
nella banda
stretta

La prima parte del periodo in esame è stata inoltre caratterizzata dall'ulteriore graduale apprezzamento della lira, che a fine luglio 1989 ha oltrepassato il limite superiore della banda ristretta. Il ripetuto intervento al ribasso sulla lira da parte della Banca d'Italia è parso fornire un primo segnale dell'intenzione delle autorità di abbandonare la banda di oscillazione più ampia consentita alla moneta italiana, intenzione poi concretizzatasi il 5 gennaio 1990. Questa scelta temporale, tuttavia, ha fatto sì che potesse essere effettuato un aggiustamento verso il basso della lira entro la banda più ampia prima che entrasse in vigore il nuovo regime. In particolare, le autorità monetarie italiane hanno manifestamente evitato di seguire l'esempio di molti altri paesi europei, allorché questi hanno aumentato i tassi d'interesse ufficiali il 5 ottobre 1989. Di conseguenza, fra metà settembre e la fine dell'anno la lira è passata dall'1,5% circa al disopra del centro della banda a quasi il 3% al disotto di esso. Pertanto, il riallineamento

è avvenuto senza contraccolpi. La nuova parità centrale della lira – che comportava una svalutazione del 3,7% nei confronti di tutti gli altri tassi centrali bilaterali all'interno del meccanismo di cambio – è stata collocata in prossimità della quotazione di mercato, mantenendo il margine inferiore della sua nuova banda ristretta invariato rispetto a quello della precedente banda larga. Subito dopo il riallineamento, la lira è salita al limite superiore della nuova banda.

Un altro evento di rilievo è costituito dalla decisione delle autorità spagnole di far entrare la peseta nel meccanismo di cambio il 19 giugno 1989. Per un certo tempo la moneta spagnola ha mostrato una notevole tenuta, data la parità centrale scelta per il suo ingresso, e a metà agosto si è avvicinata al suo scostamento massimo del 6% dalla moneta più debole del sistema, la corona danese.

Il tentativo concertato di manovrare al ribasso il dollaro, dopo le riunioni del FMI e del Gruppo dei Sette in settembre, si è associato ad alcune tensioni nello SME e a voci di un imminente riallineamento. In ottobre, la Banca Nazionale di Danimarca è stata costretta a intervenire pesantemente a sostegno della corona, che era scesa al suo limite inferiore rispetto al marco, e a fine mese ha rialzato i tassi d'interesse ufficiali. Nel frattempo, anche la peseta si era considerevolmente indebolita, scendendo a un livello appena al disopra del limite superiore della banda stretta, e in novembre il franco francese e la sterlina irlandese sono scesi nella parte inferiore della banda. Nel corso di dicembre, la sostenezza del marco ha provocato cospicui interventi intramarginali e le autorità francesi e irlandesi hanno aumentato i tassi attivi ufficiali.

Agli inizi del 1990, dopo che il riallineamento della lira era servito a disinnescare le aspettative di un aggiustamento più generalizzato delle parità centrali, i livelli nominali dei tassi d'interesse sono tornati a essere un fattore determinante dei flussi di capitali, e le pressioni al rialzo sul marco si sono allentate e sono persino divenute di segno opposto. Benché gli afflussi di fondi abbiano contribuito a un certo restringimento dei differenziali d'interesse italiani, la lira è rimasta la moneta di gran lunga più forte all'interno della banda stretta, obbligando le autorità a intervenire massicciamente e a più riprese. Questa forza della lira dopo il riallineamento ha creato una situazione favorevole, alla luce della quale le autorità nazionali hanno ritenuto di poter abolire tutti i residui controlli valutari a metà maggio, ossia con un anticipo di due mesi rispetto al termine previsto. Senza essere negativamente influenzata da questa manovra, la lira si è mantenuta al limite superiore della banda. Dopo la soppressione dei controlli valutari sugli afflussi di capitali la peseta, moneta con i tassi d'interesse più elevati all'interno del meccanismo di cambio, si è fortemente apprezzata fra aprile e maggio.

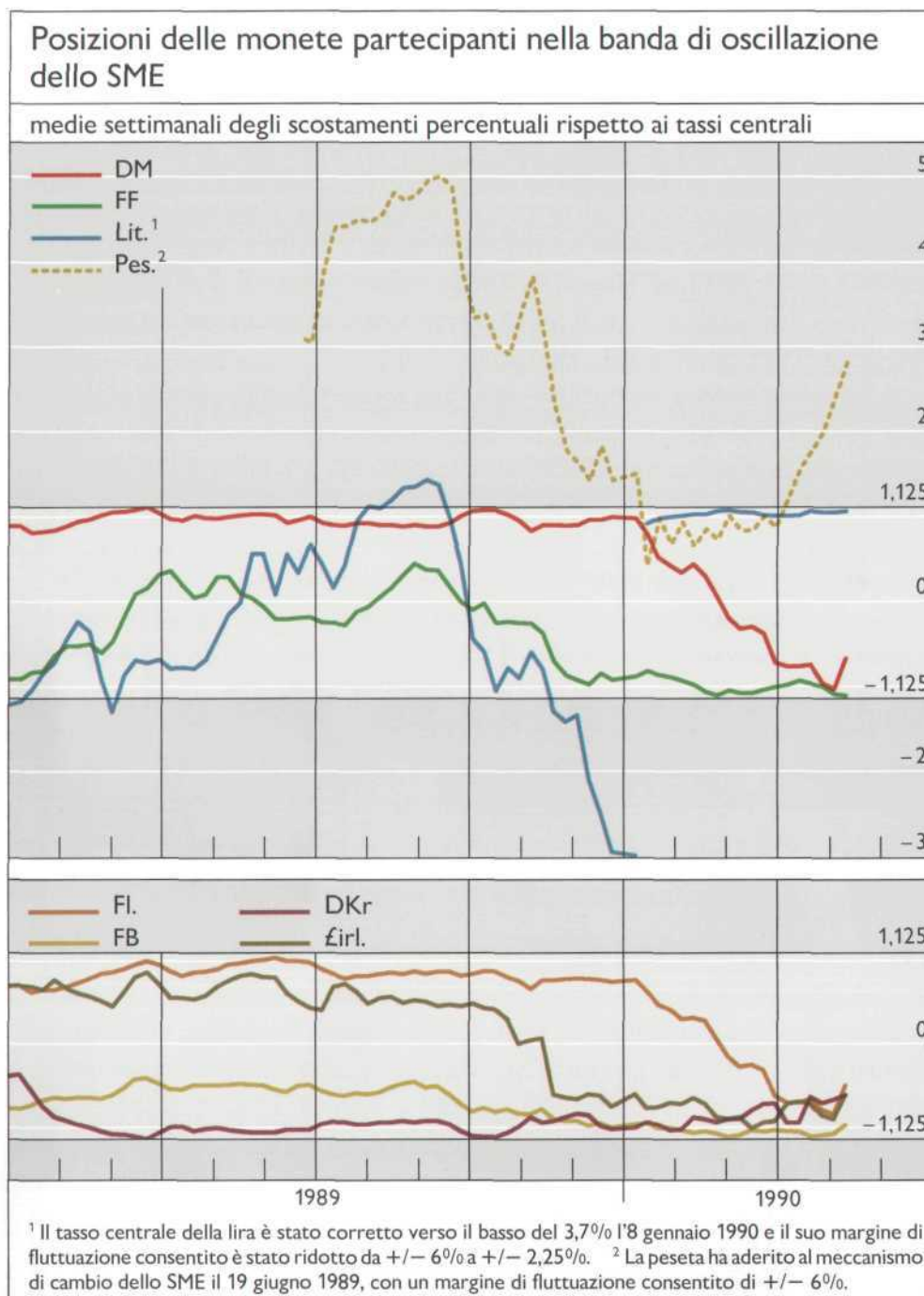
Analogamente, in Francia la pronta abolizione di tutti i residui controlli valutari all'inizio del nuovo anno è stata interpretata dal mercato come un segnale positivo. La pressione al ribasso sul franco francese si è rapidamente allentata e le autorità sono state in grado di riacquistare riserve a mano a mano che la moneta si rafforzava rispetto al marco, il quale a sua volta stava ormai allontanandosi dal margine superiore della banda. In marzo e aprile, con l'annullarsi del differenziale d'inflazione francese rispetto alla Germania, le autorità francesi hanno potuto annunciare una riduzione dei tassi attivi ufficiali, senza alcuna ripercussione sul rapporto di cambio franco/marco. Di fatto, nonostante il restringimento dei differenziali d'interesse e i ripetuti, ampi interventi di sostegno da

Adesione della peseta al meccanismo di cambio dello SME

Temporanee tensioni dovute alla pronunciata sostenezza del marco...

... ma recupero della lira...

... e del franco francese nei primi mesi del 1990



parte di alcuni altri paesi partecipanti al meccanismo di cambio, il marco si è mosso verso il basso all'interno della banda nell'arco dei primi quattro mesi del 1990, e agli inizi di maggio raggiungeva temporaneamente il franco francese e il franco belga in prossimità del limite inferiore.

La produzione e il mercato dell'oro

Forte incremento dell'offerta di oro sui mercati

Nel 1989 le forniture di oro si sono accresciute di oltre il 25%, salendo a 2.190 tonnellate, il più elevato livello registrato dagli inizi degli anni sessanta. La causa principale di questo forte incremento è stata la netta inversione di tendenza nelle transazioni ufficiali, ma non vanno neppure trascurati fattori quali l'ulteriore espansione nella produzione delle miniere occidentali e l'incremento delle

vendite dell'Unione Sovietica, della Cina e di alcuni paesi dell'Europa orientale. Benché la domanda di oro per oreficeria e per altri usi industriali sia rimasta sostenuta, essa non è stata sufficiente, in presenza di una così ampia offerta, a impedire un calo delle quotazioni nei primi nove mesi dell'anno, soprattutto perché in questo periodo la sostenutezza del dollaro ha contribuito a scoraggiare la domanda di oro a scopi di investimento. In autunno, un leggero cedimento del dollaro, episodi di turbolenza sui mercati finanziari e l'incertezza provocata dai profondi mutamenti nell'Europa orientale hanno concorso a risvegliare l'interesse degli investitori per l'oro, il cui prezzo in dollari è fortemente risalito, ma solo per poi ridiscendere nella primavera 1990.

Lo scorso anno la produzione mineraria totale ha continuato ad aumentare nella maggior parte dei paesi produttori, a eccezione del Sudafrica. Nel complesso, la produzione delle miniere occidentali è salita a 1.655 tonnellate, rispetto a 1.550 del 1988. I più forti incrementi produttivi si sono avuti negli Stati Uniti, in Australia e Canada. In Australia la produzione è stata stimolata dalla prospettiva che gli utili delle compagnie minerarie sarebbero stati soggetti a imposizione societaria nel 1991. Congiuntamente questi tre paesi producono attualmente altrettanto oro quanto il Sudafrica, mentre all'inizio del decennio la loro produzione aggregata ammontava a solo il 15% circa di quella sudafricana.

I sensazionali mutamenti intervenuti lo scorso anno nell'Europa orientale hanno inciso sia sulla domanda che sull'offerta di oro. In parte a causa dei timori circa il valore reale delle attività denominate in rubli, in Unione Sovietica la domanda interna di oro ha segnato un forte rialzo. Le quantità disponibili per acquisti interni privati, soprattutto sotto forma di prodotti di oreficeria, non sono state comunque sufficienti a soddisfare la domanda effettiva, che è rimasta elevata nonostante un pronunciato incremento dei prezzi fissati in via amministrativa. Le vendite di oro sui mercati occidentali da parte dell'Unione Sovietica si sono accresciute a causa del pressante fabbisogno di valuta estera e delle opzioni *call* vendute da esportatori sovietici, che risultano essere state esercitate quando, verso la fine dell'anno, le quotazioni di mercato sono temporaneamente salite. Parte dell'oro immesso sul mercato proveniva altresì dalla Cina e da paesi minori dell'Europa orientale. Complessivamente, si stima che nel 1989 l'offerta attribuibile a queste varie fonti sia ammontata a circa 300 tonnellate.

Produzione mineraria in forte crescita, tranne che in Sudafrica

Massicce vendite di oro da parte dell'Unione Sovietica

Mercato dell'oro: fonti e impieghi (stime)					
Voci	1985	1986	1987	1988	1989
	tonnellate				
Produzione	1.235	1.295	1.385	1.550	1.655
Altri fornitori ¹	250	400	300	260	300
Variazioni nelle disponibilità auree ufficiali dovute a operazioni di mercato ² (= aumento)	-165	-10	95	-240	185
Nuovi prestiti netti di oro			70	150	50
Totale (= impieghi non monetari)	1.320	1.685	1.850	1.720	2190

¹ Unione Sovietica, Cina, Corea del Nord e alcuni paesi dell'Europa orientale. ² Le variazioni delle riserve auree del Sudafrica sono state escluse dai movimenti delle disponibilità auree ufficiali evidenziate in questa tabella, dato che si ritiene che esse abbiano in gran parte rispecchiato la costituzione o la liquidazione di *swaps* in oro fra la banca centrale sudafricana e le banche commerciali di altri paesi.

Cospicue cessioni di oro da parte di detentori ufficiali

In netto contrasto con il 1988, quando gli acquisti ufficiali di oro erano stati considerevoli, nel 1989 i detentori ufficiali hanno ridotto le proprie disponibilità di circa 185 tonnellate, di cui gran parte è stata attinta dalle riserve internazionali dei paesi, mentre le disponibilità auree delle istituzioni internazionali sono diminuite solo in misura modesta. Inoltre, la riduzione delle riserve auree ufficiali non si è limitata ai paesi industriali, che complessivamente avevano già mostrato una tendenza a ridurre le disponibilità negli anni precedenti, ma ha riguardato anche i paesi in via di sviluppo, le cui riserve ufficiali aggregate erano andate aumentando per gran parte degli anni ottanta. Nel 1989 la flessione più pronunciata è stata registrata dal Belgio, le cui disponibilità auree ufficiali sono diminuite di 107 tonnellate a seguito della decisione, agli inizi dell'anno, di modificare la composizione delle riserve internazionali. Il Messico ha ridotto le proprie riserve auree ufficiali di oltre la metà, ossia di più di 47 tonnellate. Il Canada, che segue da anni la politica di ridurre gradualmente le proprie riserve di oro monetario, ha venduto 32 tonnellate. L'Austria ha trasferito 15 tonnellate dalle proprie riserve alla zecca nazionale. La Colombia ha ridotto le sue disponibilità di 15 tonnellate, e le Filippine hanno notificato una flessione di 12 tonnellate. Il solo incremento netto di un certo rilievo nelle disponibilità auree ufficiali è quello di 52 tonnellate registrato dalla Spagna, a seguito della decisione di portare la quota di oro sulle riserve ufficiali maggiormente in linea con la media comunitaria.

Decrescente importanza dei prestiti di oro

Lo scorso anno è diminuita l'importanza dei prestiti di oro, che avevano considerevolmente alimentato l'offerta al mercato nel 1988. Si può stimare che, a seguito dei cospicui rimborsi di prestiti precedenti, l'ammontare netto di oro di questa provenienza immesso sul mercato a pronti sia sceso a meno di 50 tonnellate, rispetto alle 150 dell'anno precedente.

Perdurante sostenezza della domanda per usi industriali

Nel 1989 la domanda di oro per usi industriali è rimasta sostenuta. L'ulteriore crescita dei redditi e la debolezza delle quotazioni dell'oro nel corso dell'estate hanno alimentato la già vivace domanda di prodotti di oreficeria, in particolare nell'Estremo Oriente e in Europa. In Giappone la sostituzione in aprile di un'imposta del 15% sui beni di lusso con un prelievo del 3% ha incentivato gli acquisti di articoli di gioielleria e di analoghi prodotti in oro. Per converso, l'uso complessivo di oro da conio è ammontato a sole 100 tonnellate circa, livello ben inferiore al massimo di oltre 300 tonnellate del 1986.

Temporaneo rafforzamento della domanda a scopi di investimento

La domanda di oro a scopi di investimento sembra essere stata alquanto più generalizzata nel 1989 rispetto all'anno precedente, quando le acquisizioni si erano fortemente concentrate in Estremo Oriente. Dopo una fase di palese indifferenza, verso la fine dell'anno gli investitori europei e nordamericani hanno cominciato a mostrare un rinnovato interesse, seppure transitorio, per l'oro. Le importazioni non monetarie dichiarate di Taiwan sono ammontate a 160 tonnellate, contro oltre 170 nel 1988. Anche le importazioni giapponesi, pari a 287 tonnellate, si sono situate a un livello leggermente inferiore a quello dell'anno precedente, nonostante la decisione delle autorità di consentire alle compagnie giapponesi di assicurazione non del ramo vita di investire in oro fino al 3% del totale delle loro attività. Le acquisizioni giapponesi di strumenti finanziari collegati all'oro si sono invece accresciute. Per effetto dei margini di garanzia meno stringenti, di modifiche nelle procedure negoziali, nonché della flessione dello yen, il numero giornaliero di contratti *futures* sul chilo di oro alla Borsa Merci di

Produzione mondiale di oro								
Paesi	1953	1970	1980	1985	1986	1987	1988	1989
	tonnellate							
Sudafrica	371	1.000	675	672	640	607	621	608
Quota sulla produzione mondiale di oro	49,1	78,6	70,2	54,4	49,4	43,9	40,0	36,8
Stati Uniti	61	54	31	80	118	155	201	259
Australia	33	20	17	59	75	111	157	197
Canada	126	75	52	90	106	117	135	158
Brasile	4	9	35	72	67	84	100	97
Filippine	15	19	22	37	39	40	39	37
Papua-Nuova Guinea	0	1	14	31	36	34	37	34
Colombia	14	7	17	26	27	33	33	31
Cile	4	2	9	21	22	21	25	26
Zimbabwe	16	15	11	15	15	15	15	16
Venezuela	1	1	1	12	15	16	20	15
Giappone	7	8	7	9	14	14	14	11
Altri paesi	103	62	71	112	122	136	154	164
Produzione mondiale ¹	755	1.273	962	1.236	1.296	1.383	1.551	1.653
Per memoria:	medie annue, in dollari USA per oncia							
prezzi di mercato dell'oro								
in dollari USA correnti	35,00	35,94	612,76	317,30	367,59	446,63	437,09	381,54
in dollari USA costanti ²	35,00	24,78	199,03	78,96	89,77	105,21	98,93	82,38

¹ Esclusi l'Unione Sovietica, altri paesi dell'Europa orientale, Cina e Corea del Nord. ² Dati deflazionati in base all'indice dei prezzi al consumo (1953 = 100).
Fonte: Gold Fields Mineral Services Ltd. (Londra).

Tokyo è balzato da circa 3.000 unità nel settembre 1989 a oltre 100.000 agli inizi del 1990, per poi riscendere tuttavia al disotto di 20.000 agli inizi di aprile.

In un contesto di quotazioni sostenute delle azioni e di altre attività, di forza del dollaro USA e di crescente fiducia nella possibilità di tenere sotto controllo l'inflazione, il prezzo in dollari dell'oro ha continuato a calare nei primi nove mesi del 1989. Dopo essere sceso da un massimo quinquennale di \$ 503 per oncia di fino a metà dicembre 1987 a circa \$ 410 a fine 1988, esso è slittato di un ulteriore 13% fino a un minimo di \$ 356 a metà settembre 1989. Il ricupero iniziato a questo punto è stato piuttosto pronunciato e a fine novembre ha portato la quotazione dell'oro a quasi \$ 418, il più elevato livello dell'anno. Questa inversione di tendenza era dovuta a una concomitanza di fattori. Fra questi, i più importanti sono stati gli *shocks* che hanno scosso i mercati dei capitali da ottobre in poi, l'incertezza provocata dai mutamenti radicali in Europa orientale e la debolezza del dollaro rispetto alle valute dell'Europa continentale. Insieme alla sostenuta domanda per usi industriali e alla diminuzione delle scorte dei fornitori, questi fattori hanno accresciuto l'interesse degli investitori, e alla fine dell'anno le quotazioni dell'oro sono risalite quasi al livello degli inizi del 1989. Esse sono rimaste piuttosto instabili nei mesi successivi, pur mantenendosi ampiamente nell'intervallo di \$ 400–420. Tuttavia, verso la fine di marzo del 1990 i prezzi sono repentinamente calati, scendendo al disotto di \$ 370 a fine mese per effetto delle massicce vendite nel Medio Oriente, del rinnovato vigore del dollaro e dei

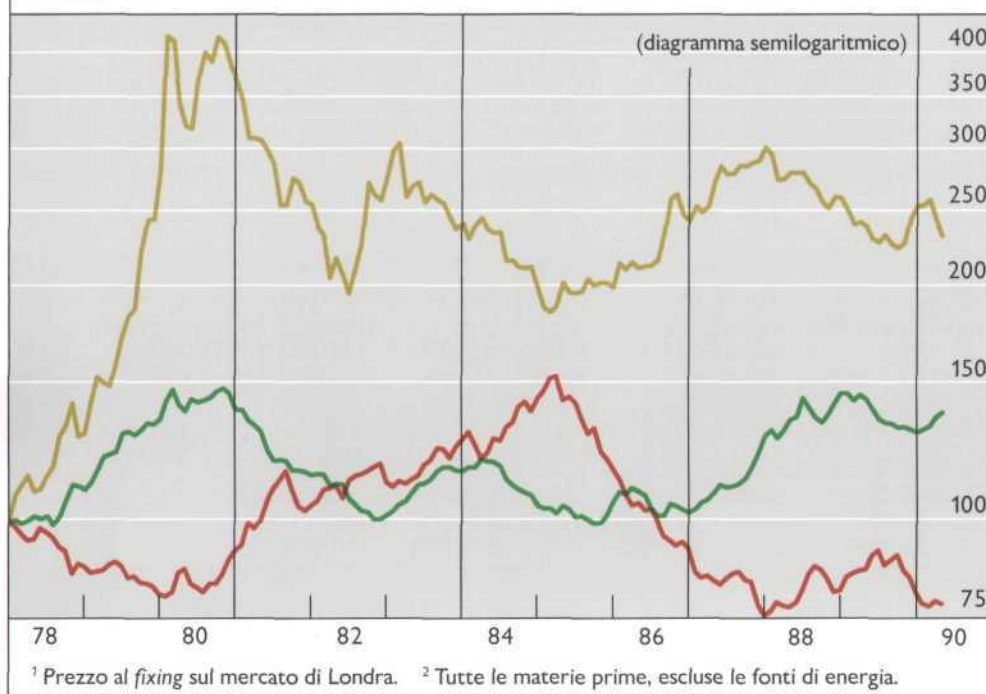
Gli andamenti del prezzo dell'oro

Temporanea sostenutezza delle quotazioni nell'autunno 1989

Prezzi dell'oro e delle materie prime e tasso di cambio DM/\$ USA

medie mensili; dicembre 1977 = 100

- prezzo di mercato dell'oro¹
- indice HWWA dei prezzi delle materie prime²
- tasso di cambio DM/\$ USA



più elevati tassi d'interesse, fluttuando successivamente entro un intervallo di \$ 367–380 fin oltre la metà maggio.

Dalla metà degli anni settanta il prezzo in dollari dell'oro ha segnato forti oscillazioni, toccando un massimo di \$ 850 nel 1980, per poi ridiscendere a valori compresi tra \$ 300–500. Pur tendendo a muoversi approssimativamente in linea con i prezzi medi delle materie prime non energetiche, l'oro ha subito oscillazioni di ampiezza assai maggiore. È degno di nota il fatto che, parzialmente in contrasto con il tradizionale andamento ciclico, la flessione del prezzo dell'oro da fine 1987 si sia verificata nel contesto di una prolungata sostenutezza dei corsi delle materie prime. Ciò è riconducibile in parte al fatto che, a partire dal 1983, si è avuta una relazione inversa piuttosto stretta fra il prezzo in dollari dell'oro e la forza della moneta statunitense rispetto alle principali valute europee. Alcuni investitori con base patrimoniale non in dollari sembrano considerare l'oro come un'alternativa alle attività finanziarie denominate nella moneta americana, intensificando gli acquisti del metallo allorché il dollaro si indebolisce. Per converso, la graduale ripresa del dollaro dal 1988 pare aver scoraggiato la domanda di oro a fini di investimento.

La liquidità internazionale

Nel 1989 il valore in dollari correnti delle riserve ufficiali internazionali non auree è aumentato del 6%, ossia di \$ 44 miliardi, passando a un totale di \$ 768 miliardi. Questa espansione, benché superiore a quella del 1988, è modesta

Crescente influenza del dollaro sul prezzo dell'oro

Ulteriore crescita delle riserve internazionali nel 1989

Crescita delle riserve non auree totali e del commercio estero						
Anni	Totale riserve non auree ¹	Riserve in valuta estera ^{1,2}	di cui: detenute in dollari USA ³	Tasso annuo di crescita delle riserve non auree totali		Crescita del com- mercio estero in DSP
				in dollari USA correnti	in DSP	
		in miliardi di dollari USA		in percentuale		
1967	35,2	29,4	..			
1973	140,7	122,7	76,2	26,0 ⁴	22,1 ⁴	14,4 ⁴
1980	406,8	309,8	68,0	16,4 ⁵	15,5 ⁵	18,3 ⁵
1981	381,8	288,1	70,6	-6,1	2,8	9,2
1982	360,4	270,8	70,0	-5,6	-0,4	-0,1
1983	376,5	276,1	71,2	4,5	10,1	0,7
1984	395,0	300,8	69,9	4,9	12,1	10,8
1985	440,7	336,5	65,3	11,6	-0,5	2,0
1986	507,3	391,6	68,3	15,1	3,4	-4,9
1987	713,8	565,0	65,1	40,7	21,3	6,8
1988	723,8	595,6	63,2	1,4	6,9	10,3
1989	767,6	645,2	59,1	6,1	8,6	12,7

¹ Esclusi i paesi dell'Europa orientale. ² Esclusi gli ecu ufficiali. ³ Esclusi i dollari oggetto di swaps contro ecu. ⁴ Tasso medio di crescita per il periodo 1967-1973. ⁵ Tasso medio di crescita per il periodo 1973-1980.

se raffrontata all'incremento eccezionalmente forte, pari al 41%, registrato nel 1987, quando i detentori ufficiali avevano finanziato la maggior parte del disavanzo corrente USA. Dato che nel 1989 il dollaro si è mediamente apprezzato, l'aumento delle riserve risulta leggermente maggiore se si escludono gli effetti di cambio. In termini di DSP, l'espansione delle riserve non auree internazionali nel 1989 è ammontata a quasi il 9%, rispetto al 7% nel 1988 e al 21% nel 1987. Analogamente al 1988, l'incremento delle riserve ufficiali non ha tenuto il passo con l'espansione del commercio internazionale, pur non annullando del tutto il notevole incremento del rapporto riserve/interscambio verificatosi nel 1986-87. Inoltre, come si è detto nella Relazione annuale precedente, la continua globalizzazione dei mercati dei capitali e le opportunità di finanziamento esterno che ad essa si accompagnano hanno teso a ridurre la rilevanza generale della correlazione fra crescita delle riserve e commercio internazionale.

Nel 1989 il valore in dollari correnti delle disponibilità auree ufficiali è diminuito del 3%, ossia di \$ 11 miliardi, passando a \$ 375 miliardi. Questa contrazione è ascrivibile a un calo del 2% nella quotazione di mercato dell'oro tra fine 1988 e fine 1989, nonché ad alcune vendite nette ufficiali.

Analogamente agli anni precedenti, nel 1989 l'espansione delle riserve non auree si è fortemente concentrata nelle disponibilità in valuta. In effetti, l'incremento di quasi \$ 50 miliardi delle attività in valuta, escludendo gli ecu ufficiali, è stato superiore all'aumento nel totale delle riserve non auree. Misurata a tassi di cambio costanti, questa espansione risulta ancora maggiore (\$ 53 miliardi, ossia il 9%). L'ulteriore forte incremento di questa componente della liquidità internazionale ne ha portato la quota sul totale delle riserve non auree all'84% nel 1989 rispetto al 77% registrato tre anni prima.

Ulteriore incremento nella quota delle attività in valuta

Le acquisizioni di valuta di entità senza precedenti da parte delle autorità USA...

Il principale fattore che ha influito sulla composizione e distribuzione geografica della crescita delle riserve in valuta è costituito dall'interagire fra le pressioni sui mercati dei cambi e le politiche d'intervento dei principali paesi industriali. Tuttavia l'aspetto nuovo dello scorso anno è costituito dall'attivissima presenza delle autorità monetarie statunitensi sui mercati valutari. Nel tentativo di frenare il rialzo del dollaro, gli Stati Uniti hanno infatti acquistato ingenti quantitativi di marchi e di yen. È stata questa la causa principale dell'incremento di \$ 27,2 miliardi nelle riserve valutarie statunitensi, che ha fatto aumentare di oltre il 150% le disponibilità ufficiali USA e ha rappresentato ben oltre la metà della crescita complessiva delle riserve nel 1989. Di conseguenza, le riserve valutarie ufficiali USA, pari a \$ 44,6 miliardi, sono ora le più cospicue dopo quelle di Giappone, Taiwan e Germania.

... hanno limitato le perdite nelle riserve ufficiali in dollari di altri paesi

Qualora la maggiore simmetria fra Stati Uniti e altri paesi dovesse diventare una caratteristica costante dei mercati valutari, ciò avrebbe notevoli ripercussioni sul sistema monetario internazionale. Anzitutto, verrebbe allentato il nesso quasi automatico fra disavanzi della bilancia dei pagamenti USA o indebolimento del dollaro e crescita delle riserve totali. Le riserve complessive potrebbero espandersi, o comunque non contrarsi, anche quando, come nel 1989, il dollaro è forte e la bilancia dei regolamenti ufficiali USA è in attivo. In effetti, lo scorso anno la crescita delle riserve ufficiali in valuta degli Stati Uniti ha più che compensato le perdite di riserve di paesi come il Giappone e il Regno Unito, con monete soggette a persistenti pressioni al ribasso, i quali hanno quindi attinto alle proprie riserve in dollari. Inoltre, dato che gli Stati Uniti detengono necessariamente le loro riserve in valuta in monete diverse da quella nazionale, la crescente presenza di questo paese sui mercati valutari comporta automaticamente un ruolo di maggior rilievo di altre valute come strumenti di riserva e di altri paesi come centri a moneta di riserva.

Gli interventi nello SME contribuiscono alla forte crescita delle riserve in valute diverse dal dollaro

Un secondo fattore che ha contribuito all'espansione relativamente forte delle riserve ufficiali in valuta nel 1989 è rappresentato dagli interventi intrapresi dai paesi partecipanti agli Accordi di cambio dello SME. Ad esempio, di fronte a massicci afflussi di capitali, le autorità italiane hanno sensibilmente incrementato le loro riserve in valuta nei primi nove mesi del 1989. Il fatto che tali interventi nel contesto del meccanismo di cambio dello SME assumano in gran parte la forma di acquisti di valute diverse dal dollaro, ossia prevalentemente monete di altri paesi membri, come il marco, comporta, anziché una mera redistribuzione delle riserve in dollari fra paesi membri, un incremento nella crescita complessiva delle riserve. In un caso come quello sopra citato, le riserve italiane in marchi aumentano, mentre le riserve tedesche in dollari non si contraggono, anzi potrebbero persino espandersi. In effetti, nonostante alcune vendite ufficiali di dollari a sostegno del marco, le riserve ufficiali in valuta della Germania (esclusi gli ecu ufficiali) si sono accresciute lo scorso anno di \$ 5,1 miliardi, in gran parte per effetto di introiti per interessi sulle attività di riserva.

Un terzo fattore che lo scorso anno ha esercitato un notevole influsso sulla crescita complessiva delle riserve in valuta è costituito dall'accumulazione di riserve da parte di diversi paesi in via di sviluppo e di alcuni paesi industriali minori che non fanno parte del Gruppo dei Dieci, né del meccanismo di cambio dello SME, come Portogallo, Turchia e Jugoslavia.

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							
1987	-1,4	69,8	93,0	0,3	3,2	21,8	118,3
1988	-1,9	-56,9	19,5	-3,0	0,3	-15,3	1,5
1989	-4,4	- 8,5	25,8	-0,9	-0,5	- 1,1	23,3
Consistenze ²	728,9	292,3	296,1	22,2	20,7	53,5	392,5
Altri paesi industriali ³							
1987	-1,9	7,1	28,5	0,5	0,5	5,0	34,5
1988	-4,2	- 7,9	12,8	0,3	-0,1	2,7	15,7
1989	0,5	- 0,5	8,5	0,3	0,1	0,2	9,1
Consistenze ²	78,4	31,5	107,3	3,6	2,5	8,6	122,0
Paesi in via di sviluppo							
1987	0,3	11,8	51,9	0,6	1,2	-	53,7
1988	6,6	- 6,7	-1,7	-3,8	-1,7	-	-7,2
1989	-2,0	- 2,0	15,3	-4,0	0,1	-	11,4
Consistenze ²	127,3	51,0	241,8	7,7	3,6	-	253,1
di cui:							
paesi fortemente indebitati ⁴							
1987	-1,5	2,6	4,1	-	0,9	-	5,0
1988	1,1	- 2,1	-6,2	-0,7	-1,1	-	-8,0
1989	-1,9	- 1,1	2,2	-	-0,1	-	2,1
consistenze ²	31,7	12,7	29,8	0,1	0,6	-	30,5
PVS esportatori di petrolio del Medio Oriente ⁵							
1987	-0,2	2,2	4,0	0,5	0,4	-	4,9
1988	0,1	- 1,7	-3,8	-2,9	-0,3	-	-7,0
1989	-	- 0,2	1,8	-4,1	0,2	-	-2,1
consistenze ²	22,8	9,2	36,9	5,6	1,6	-	44,1
Totale ³							
1987	-3,0	88,7	173,4	1,4	4,9	26,8	206,5
1988	0,5	-71,5	30,6	-6,5	-1,5	-12,6	10,0
1989	-5,9	-11,0	49,6	-4,6	-0,3	- 0,9	43,8
Consistenze ²	934,6	374,8	645,2	33,5	26,8	62,1	767,6

¹ Riserve auree valutate a prezzi di mercato. ² A fine 1989. 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.

Lo scorso anno le riserve ufficiali non auree, escluse quelle in valuta, sono calate di quasi \$ 6 miliardi, di cui \$ 2,3 miliardi circa vanno peraltro imputati a effetti di cambio. Inoltre la leggera contrazione di \$ 0,9 miliardi nelle riserve ufficiali in ecu è da ricollegarsi alla diminuzione di prezzo dell'oro: le disponibilità di ecu ufficiali sono mantenute rinnovando *swaps* di dollari e di oro a prezzi collegati a quelli di mercato, e nel 1989 il prezzo di riferimento utilizzato dal Fondo

Flessione delle altre attività di riserva dovuta...

... alla diminuzione degli *swaps* contro ecu ...

europeo di cooperazione monetaria (FECOM) per *swaps* di oro è diminuito di circa il 7,5%. In aggiunta, le disponibilità auree ufficiali aggregate dei paesi partecipanti si sono leggermente contratte, nonostante l'adesione dell'Istituto Monetario Lussemburghese al FECOM. Questi effetti sono stati solo in parte controbilanciati dalla creazione di ecu a seguito dell'incremento nelle disponibilità in dollari dei paesi membri.

... e alla riduzione delle posizioni di riserva sul Fondo

Dopo una flessione del 15% nel 1988, lo scorso anno il totale delle posizioni di riserva sul Fondo monetario internazionale ha segnato un ulteriore calo del 12%, ossia di \$ 4,6 miliardi, e la sola Arabia Saudita ha registrato una contrazione pari a \$ 4 miliardi. Ciò va principalmente attribuito al fatto che, per il quarto anno consecutivo, i rimborsi di crediti al Fondo (DSP 5,9 miliardi) hanno continuato ad eccedere i nuovi prelievi (DSP 3,5 miliardi), il che ha comportato un minor ricorso da parte del FMI alle valute dei paesi membri, e quindi una contrazione delle posizioni di riserva sul Fondo dei paesi stessi. Tuttavia, lo scorso anno si è registrato anche un sensibile aumento dei nuovi accordi di finanziamento del Fondo, in parte a seguito della decisione, presa in maggio, di fornire un sostegno a operazioni di riduzione del debito in essere e del connesso servizio. Nel corso del 1989 gli impegni di finanziamento del Fondo a favore dei paesi membri sono più che raddoppiati, passando a \$ 18,1 miliardi, mentre gli importi non utilizzati si sono quasi triplicati, salendo a \$ 13,3 miliardi. I prelievi nell'ambito degli "Extended Facility Arrangements", destinati all'assistenza di paesi con problemi di bilancia dei pagamenti a medio termine, sono balzati da \$ 0,3 a 1,5 miliardi, mentre i prestiti in essere verso paesi a basso reddito nell'ambito delle "Structural Adjustment Facilities" e "Enhanced Structural Adjustment Facilities" sono aumentati di \$ 1,3 miliardi, passando a \$ 2,4 miliardi.

Decrescente ruolo dei DSP

Il volume di DSP, espresso in termini di questa unità di conto, ha registrato un aumento trascurabile nel 1989, mentre il calo di \$ 0,3 miliardi nel valore in dollari USA delle disponibilità complessive è interamente dovuto all'apprezzamento della valuta statunitense. Alla fine dell'anno, i DSP costituivano soltanto il 3,5% circa del totale delle riserve non auree, rispetto al 4,7% di tre anni prima. La progressiva riduzione della quota dei DSP sul totale della liquidità internazionale è dovuta al fatto che è stata ritenuta adeguata la crescita di altri strumenti di riserva e che non è stato possibile raggiungere un accordo su nuove assegnazioni. Nel corso degli anni si è assistito a un certo cambiamento nelle modalità d'uso dei DSP. Non sono state effettuate operazioni su designazione e tutti i trasferimenti recenti sono stati volontari.

Nel maggio 1990 il Comitato interinale del FMI ha convenuto che le quote del Fondo dovessero essere aumentate del 50%, fino a DSP 135 miliardi (equivalenti a circa \$ 180 miliardi). Questo incremento dovrà essere accompagnato da una revisione dei diritti di voto di alcuni dei maggiori paesi industriali, in modo da riflettere i cambiamenti nella loro importanza economica relativa. Il Giappone e la Germania condivideranno il secondo posto dopo gli Stati Uniti, mentre il Regno Unito e la Francia si collocheranno entrambi al quarto posto. È stato inoltre raggiunto un accordo sul modo di rafforzare la strategia da seguire per risolvere il problema degli arretrati sui crediti del FMI. In primo luogo, si è subordinato l'incremento delle quote a un emendamento degli Statuti del Fondo per consentire di sospendere il diritto di voto e i diritti correlati dei paesi membri

manifestamente non disposti a cooperare con il Fondo stesso per ridurre i propri arretrati. In secondo luogo, è stato approvato un nuovo approccio per aiutare gli undici PVS attualmente in mora a eliminare le loro obbligazioni arretrate per \$ 4,2 miliardi.

Considerando la distribuzione geografica della crescita totale delle riserve nel 1989, le disponibilità non auree ufficiali dei paesi del Gruppo dei Dieci sono aumentate di \$ 23,2 miliardi, ovvero del 6%. Analogamente al 1988, questa crescita aggregata è stata il risultato netto di cospicue acquisizioni da parte di alcuni paesi, controbilanciate da sostanziali prelievi di riserve da parte di altri. L'espansione di gran lunga maggiore si è avuta negli Stati Uniti, dove le riserve ufficiali si sono accresciute del 73%, passando a quasi \$ 64 miliardi, il livello più elevato mai registrato da questo paese. Per il quarto anno consecutivo, l'Italia ha conseguito un forte incremento delle riserve (\$ 12 miliardi). La Germania, dopo aver pesantemente attinto alle proprie riserve internazionali nel 1988 e nel primo semestre del 1989, allorché il marco era stato ripetutamente soggetto a pressioni al ribasso, ha accresciuto di \$ 5 miliardi le proprie riserve ufficiali non auree nel secondo semestre dell'anno, quando la moneta tedesca è rimasta sostenuta nei confronti non solo dello yen, ma anche del dollaro. Incrementi minori delle riserve sono stati registrati da Belgio, Svezia, Svizzera, Canada e Paesi Bassi.

All'interno del Gruppo dei Dieci, la maggiore flessione nelle riserve, in termini assoluti, si è avuta in Giappone, dove i ripetuti interventi a sostegno dello yen sono stati la causa primaria del calo di \$ 13 miliardi, ossia del 13%, nelle riserve ufficiali non auree. Il Regno Unito, che è anche intervenuto massicciamente a sostegno della propria moneta, ha segnato la più forte flessione relativa (del 21%, ossia \$ 9 miliardi) delle sue riserve.

Nel complesso, gli altri paesi industriali hanno accresciuto le proprie riserve non auree di \$ 9,1 miliardi. Gli incrementi più cospicui sono stati registrati da Portogallo (\$ 4,9 miliardi, ossia 96%), Spagna (\$ 4,4 miliardi, 12%), Turchia (\$ 2,4 miliardi, 100%) e Jugoslavia (\$ 1,8 miliardi, 78%). Per converso, la Danimarca, la cui moneta ha talvolta subito forti pressioni nel meccanismo di cambio dello SME, ha accusato una diminuzione di oltre il 40% delle proprie disponibilità ufficiali, passate a \$ 6,4 miliardi.

Un aspetto saliente della configurazione globale delle acquisizioni di riserve nel 1989 è la ripresa della crescita delle disponibilità ufficiali dei paesi in via di sviluppo. Dopo essere diminuite di \$ 7,2 miliardi nel 1988, le riserve non auree di questi paesi si sono accresciute di \$ 11,4 miliardi, ossia di quasi il 5%. Gli incrementi più consistenti si sono avuti in Thailandia (\$ 3,4 miliardi), Singapore (\$ 3,3 miliardi) e Corea del Sud (\$ 2,9 miliardi). Benché diversi paesi abbiano accumulato arretrati sul loro debito estero a un ritmo senza precedenti, le riserve dei quattordici paesi fortemente indebitati interessati dal piano Baker sono aumentate di appena \$ 2,1 miliardi. Il solo Messico, che lo scorso anno aveva ceduto considerevoli importi di oro, ha accresciuto di \$ 1,1 miliardi le sue riserve non auree.

Fra i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente, l'Arabia Saudita ha accusato un'ulteriore contrazione di \$ 3,8 miliardi nelle proprie riserve. Quanto agli altri paesi, le riserve dell'India, già fortemente calate nel 1988, sono ulteriormente diminuite di \$ 1 miliardo, fino a scendere a soli \$ 3,9 miliardi, pari al 60%

Ulteriore crescita delle disponibilità complessive dei paesi del Gruppo dei Dieci...

... cui hanno concorso cospicue acquisizioni di riserve negli Stati Uniti e in Italia...

... solo in parte controbilanciate dalle perdite di riserva del Giappone e del Regno Unito

Cospicue acquisizioni di riserve in altri paesi industriali...

... e nei PVS

Variazioni nelle riserve ufficiali non auree di singoli paesi*				
Paesi	Variazioni			Consi- stenze a fine 1989
	1987	1988	1989	
	in miliardi di dollari USA			
Paesi industriali	152,8	17,2	32,4	514,5
Stati Uniti	-2,7	2,0	26,8	63,6
Altri paesi del Gruppo dei Dieci	121,0	- 0,5	- 3,5	328,9
Giappone	38,8	15,7	-12,8	84,0
Germania	26,9	-20,3	2,4	60,7
Italia	10,2	4,5	12,2	46,7
Regno Unito	23,3	2,4	- 9,3	34,8
Svizzera	5,7	- 3,3	1,0	25,2
Francia	1,6	- 7,6	- 0,8	24,6
Paesi Bassi	4,8	0,0	0,5	16,5
Canada	4,0	8,1	0,7	16,0
Belgio	4,1	- 0,3	1,5	10,8
Svezia	1,6	0,3	1,1	9,6
Altri paesi industriali	34,5	15,7	9,1	122,0
Spagna	15,9	6,4	4,4	41,5
Portogallo	1,9	1,8	4,9	10,0
Danimarca	5,1	0,7	- 4,4	6,4
Turchia	0,4	0,6	2,4	4,8
Iugoslavia	-0,8	1,6	1,8	4,1
Paesi in via di sviluppo	53,7	- 7,2	11,4	253,1
Economie di nuova industrializzazione	33,0	7,7	5,5	108,7
Taiwan	30,4	- 2,9	- 0,7	73,2
Singapore	2,3	1,8	3,3	20,3
Corea del Sud	0,3	8,8	2,9	15,2
Paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente	4,9	- 7,0	- 2,1	44,1
Arabia Saudita	4,4	- 2,1	- 3,8	16,7
Kuwait	-1,4	- 2,2	1,2	3,1
Altri paesi in via di sviluppo	15,8	- 7,9	8,0	100,3
Cina	4,9	2,2	- 0,6	18,0
Tailandia	1,2	2,1	3,4	9,5
Messico	6,8	- 7,2	1,1	6,3
Indonesia	1,5	- 0,5	0,4	5,5
Israele	1,2	- 1,9	1,3	5,3
Venezuela	-0,5	- 2,9	1,0	4,1
India	0,1	- 1,6	- 1,0	3,9
Totale	206,5	10,0	43,8	767,6

* Compresse le posizioni in ecu ufficiali, ma esclusi i paesi dell'Europa orientale.

* Comprese le posizioni in ecu ufficiali, ma esclusi i paesi dell'Europa orientale.

del livello di due anni prima. La Cina, che aveva considerevolmente accresciuto le sue riserve nei due anni precedenti, le ha ridotte di \$ 0,6 miliardi nel 1989.

Una delle caratteristiche di rilievo per quanto riguarda la composizione delle acquisizioni di riserve nel 1989 è l'ulteriore, pronunciata espansione delle disponibilità ufficiali in valute diverse dal dollaro. Infatti, mentre le attività in dollari sono aumentate di poco più dell'1%, quelle denominate in altre valute si

sono ampliate del 20%. Le riserve in marchi si sono accresciute di circa \$ 30 miliardi, passando a \$ 128 miliardi, e le disponibilità ufficiali di ecu privati sono balzate a oltre \$ 20 miliardi, con un incremento di quasi il 60%. Come osservato in precedenza, la crescente quota di disponibilità in valute diverse dal dollaro è stata in gran parte una conseguenza degli interventi volti a frenare il rialzo del dollaro USA, che hanno comportato acquisizioni di attività non in dollari da parte degli Stati Uniti e cessioni di dollari da parte di altri paesi del Gruppo dei Dieci. Tuttavia, essa rispecchia altresì gli interventi sui mercati valutari nel contesto del meccanismo di cambio dello SME e una tendenza più generalizzata alla diversificazione delle riserve.

Forte crescita delle riserve in valute diverse dal dollaro, in particolare in marchi...

Negli ultimi quindici anni la quota delle disponibilità investite in valute di riserva secondarie, specie in marchi, si è ampliata costantemente. Dai dati disponibili emerge che nel 1975 solo il 9% circa delle riserve valutarie mondiali era detenuto in marchi, mentre a fine 1989 questa quota era salita al 20%. All'incirca nello stesso periodo, ossia tra fine 1973 e fine 1989, la quota del dollaro si è contratta da circa il 76% a meno del 60%, con un decremento di quattro punti percentuali nel 1989.

... e ulteriore diminuzione della quota del dollaro

Nei primi tre mesi del 1990 le riserve non auree dei paesi del Gruppo dei Dieci sono diminuite di \$ 6 miliardi, ovvero di \$ 2,5 miliardi in termini di dollari costanti. Ciò è dovuto al fatto che le flessioni piuttosto cospicue registrate da Giappone, Svizzera, Canada e Regno Unito non sono state del tutto controbilanciate dalle acquisizioni di riserve di altri paesi. In particolare, il Giappone, che era massicciamente intervenuto sui mercati valutari a sostegno dello yen, ha attinto alle proprie riserve non auree per \$ 10,4 miliardi. Per contro la lira, dopo l'aggiustamento della sua parità centrale in gennaio, ha mostrato un notevole vigore e l'Italia ha incrementato di \$ 4,6 miliardi le proprie riserve internazionali nel tentativo di impedire alla lira di fuoriuscire dalla banda ristretta adottata di recente. Benché il dollaro sia rimasto alquanto sostenuto, specie nei confronti dello yen, gli interventi degli Stati Uniti sono stati molto più contenuti che nel primo semestre del 1989, e le riserve internazionali di questo paese sono aumentate di soli \$ 1,7 miliardi.

Indagine conoscitiva sui mercati dei cambi nel 1989

Lo scorso anno ventuno banche centrali e autorità monetarie hanno effettuato un'indagine approfondita sulle transazioni in cambi nei rispettivi paesi, al fine di ottenere un quadro esauriente delle dimensioni e della natura dell'attività sui mercati valutari. Le banche e gli altri principali operatori primari sono stati invitati a fornire informazioni sul valore nominale di tutte le contrattazioni a pronti, a termine e su strumenti derivati concluse in aprile, considerato come un mese rappresentativo. Poiché doveva essere contabilizzata ciascuna operazione, ma una volta soltanto, non si è tenuto conto di eventuali meccanismi di compensazione o di regolamento vigenti, ma ci si è sforzati di eliminare le duplicazioni che sorgono allorché entrambe le controparti notificano una stessa transazione. Nonostante talune differenze nel campo di rilevazione e nella metodologia e alcune carenze, come la mancanza di dati sul volume delle operazioni per la Germania, quest'indagine è la più completa che sia stata finora condotta e

Campo di rilevazione dell'indagine

Attività sul mercato dei cambi nell'aprile 1989

Paesi e voci	Volume netto delle transazioni ¹	di cui ² :			Volume netto delle transazioni a pronti ¹	Quota delle operazioni identificate in dollari USA sul volume lordo delle transazioni
		operazioni con la clientela	operazioni interbancarie nette sull'interno	operazioni interbancarie sull'estero		
		volume medio giornaliero delle transazioni in miliardi di dollari USA					in percen- tuale
Regno Unito	187 ³	26	54 ³	107 ³	(119)	89,6
Stati Uniti	129 ³	10	45 ³	71 ³	81	96,0
Giappone	115	34	31	47	46	95,2
Svizzera ⁴ [85 ⁰ / ₀]	57	9,0	11	36	30	75,0
Singapore	55	(6,0)	8,0	(41)	(31)	95,2
Hong Kong	49	5,4	11	33	(30)	93,2
Australia	30	6,0	7,0	15,0	18	97,3
Francia ⁴ [95 ⁰ / ₀]	26 ³	5,0	6,0 ³	15 ³	(15)	71,9
Canada	15	4,0	2,7	7,8	6,1	94,4
Paesi Bassi	13 ³	1,5	3,1 ³	8,5 ³	7,2	68,8
Danimarca ⁴ [90 ⁰ / ₀]	13	1,3	1,8	10	(6,4)	80,0
Svezia	13	1,6	1,4	8,7	9,5	100,0
Belgio ⁴ [90 ⁰ / ₀]	10	1,3	1,6	7,6	5,2	81,7
Italia ⁴ [75 ⁰ / ₀]	10	1,4	0,8	8,0	7,6	53,6
Altri paesi ⁵	22	1,6	4,4	15	16	80,7
Totale	744	114	189	431	428	89,9
Aggiustamento per duplicazioni internazionali	-204				-123	
Totale volume netto segnalato	540				305	
Entità stimata delle omissioni	100				55	
Volume globale stimato delle transazioni	640				360	

Nota: le cifre fra parentesi tonde sono stime approssimate. Il totale può non coincidere con la somma delle singole voci a causa di arrotondamenti.

¹ I dati per singoli paesi evidenziano il volume delle transazioni al netto delle duplicazioni derivanti da operazioni interbancarie interne. I totali in fondo alla tabella sono stime del volume delle transazioni al netto delle duplicazioni derivanti dalle operazioni interbancarie sia interne che internazionali.

² La somma delle poste non coincide sempre con il volume netto totale delle transazioni a causa di partite non classificate. ³ Basate su stime delle operazioni interbancarie interne e internazionali concluse tramite *brokers*. ⁴ I dati non sono corretti per tener conto delle lacune nella rilevazione; fra parentesi quadrate è indicato il grado stimato di copertura statistica. ⁵ Bahrain, Finlandia, Grecia, Irlanda, Norvegia, Portogallo e Spagna.

Fonte: BRI, Survey of Foreign Exchange Market Activity, febbraio 1990.

fornisce una base per procedere a una stima dell'attività complessiva sui mercati valutari a livello globale in un mese relativamente esente da quegli *shocks* che possono comportare distorsioni nel volume e nella struttura delle operazioni.

Uno degli aspetti di maggior rilievo che emergono da questa indagine è costituito dalle dimensioni stesse del mercato dei cambi. Al netto di tutte le

Enorme volume
giornaliero di
operazioni ...

uplicazioni, e tenuto conto approssimativamente delle lacune nelle segnalazioni, si può stimare che il totale delle operazioni in cambi abbia raggiunto un volume giornaliero di circa \$ 650 miliardi, equivalente a quasi quaranta volte il valore medio giornaliero delle esportazioni mondiali di beni e servizi all'epoca dell'indagine. Ciò implica che, pur tenendo conto del fatto che una singola operazione commerciale può dar luogo a tutta una sequenza di operazioni valutarie, il commercio estero di per sé può spiegare solo una modesta parte dell'attività complessiva sui mercati dei cambi. Il contributo preponderante deriva evidentemente dai flussi internazionali di capitali e dalle continue operazioni di copertura, arbitraggio e assunzione di posizioni collegate alle moderne strategie di gestione del rischio.

... in gran parte imputabile alle transazioni finanziarie

Un altro aspetto saliente del mercato è costituito dalla forte concentrazione delle transazioni in alcuni paesi. Il Regno Unito, gli Stati Uniti e il Giappone, cioè i principali centri nelle zone orarie europea, americana e asiatica, hanno concorso assieme a quasi il 60% del totale delle contrattazioni globali segnalate. Se si includono i tre maggiori centri che seguono in ordine di importanza (Svizzera, Singapore e Hong Kong), questa percentuale sale all'80%.

Elevata concentrazione geografica dell'attività

L'indagine mostra che le operazioni a pronti sono tuttora predominanti sul mercato dei cambi. Anche nell'accezione ristretta, cioè considerando solo le operazioni per regolazione immediata concluse nel mese in questione ed escludendo la contropartita a pronti degli *swaps* e i contratti a termine in scadenza, l'attività netta sul mercato a pronti è ammontata al 56% del totale stimato delle transazioni complessive. Questa quota varia dal 40 al 64% nei centri maggiori, mentre è sensibilmente più elevata nei mercati minori, ove i vincoli valutari e il regime fiscale talora impediscono o scoraggiano le transazioni a termine, i *futures* e le opzioni in cambi.

Benché sul mercato valutario sia divenuto sempre più difficile distinguere fra operazioni "interbancarie" e quelle effettuate con la "clientela", si può affermare con certezza che le prime prevalgono. Oltre i tre quarti delle transazioni nette notificate, escludendo le duplicazioni, sono stati conclusi fra banche e altri intermediari situati nel medesimo paese o all'estero. A livello aggregato, le transazioni condotte con le banche all'estero sono superiori alle operazioni interbancarie interne. Tuttavia, quest'ultimo tipo di attività è particolarmente rilevante nei tre maggiori mercati valutari, presumibilmente perché numerose banche estere trovano conveniente effettuare gran parte delle loro operazioni in cambi e di gestione del rischio tramite affiliate operanti nei centri principali.

Preponderanza delle operazioni interbancarie

Il dollaro USA è la valuta predominante sul mercato dei cambi, in quanto funge da contropartita in circa il 90% di tutte le transazioni concluse. Yen e marco seguono in ordine d'importanza, con una quota, per ciascuna delle monete, di poco più di un quarto sul totale delle negoziazioni, a fronte del dollaro e di valute terze. Le monete locali, come il dollaro negli Stati Uniti e lo yen in Giappone, sono utilizzate in poco più di metà delle transazioni complessive. L'importanza della valuta locale varia sensibilmente tra i paesi: negli Stati Uniti riguarda oltre il 95% di tutte le transazioni, a fronte di solo il 10% circa nel Bahrain, a Singapore e Hong Kong. Soltanto in una parte trascurabile delle transazioni non figura né la moneta locale né alcuna delle tre valute più attivamente trattate.

Predominanza del dollaro USA

L'espansione nel totale delle transazioni in cambi fra il marzo 1986, data alla

Crescita delle transazioni in cambi, del commercio estero e dell'attività bancaria internazionale					
Paesi	Volume delle transazioni in cambi: variazioni percentuali fra marzo 1986 e aprile 1989			Esportazioni e importazioni di beni e servizi: variazioni percentuali fra primo trimestre 1986 e primo trimestre 1989	Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI: variazioni percentuali tra fine marzo 1986 e fine marzo 1989
	Volume netto delle transazioni	Transazioni con la clientela	Transazioni a pronti		
Regno Unito	108	221	81	62	40
Stati Uniti	120	134	134	39	39
Giappone	140	111	142	82	203
Canada	58	38	53	44	-4
Totale	116	136	104	54	76

Rapida crescita del volume delle transazioni

quale risale l'ultima indagine, e l'aprile 1989 appare di entità straordinaria. L'ammontare netto totale delle operazioni nei quattro paesi (Canada, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti) che hanno effettuato rilevazioni sia nel 1986 che nel 1989 si è accresciuto di circa il 116⁰/₁₀₀, ossia a un tasso più che doppio rispetto all'espansione dell'interscambio di questi paesi e pari a una volta e mezzo l'incremento delle operazioni internazionali "a bilancio" delle banche nei rispettivi mercati. La crescita dell'attività in cambi è stata maggiore nei paesi che hanno segnato il più forte incremento delle operazioni bancarie internazionali, a riprova del fatto che gran parte delle transazioni in parola è di origine finanziaria. Nonostante una certa diversificazione nella gamma di valute negoziate, nonché la comparsa e lo sviluppo di mercati dei *futures* e delle opzioni, che ora concorrono a quasi il 3⁰/₁₀₀ del volume lordo segnalato, negli ultimi tre anni la tipologia dell'attività sul mercato dei cambi sembra essere divenuta più omogenea tra i principali centri di mercato. Ciò è rispecchiato, ad esempio, dalla minore dispersione delle quote del mercato interbancario.

Implicazioni per l'efficacia degli interventi ufficiali sul mercato dei cambi

Benché il volume delle operazioni sui mercati dei cambi a livello globale sia estremamente elevato – con contrattazioni nell'arco di un solo giorno quasi equivalenti alla consistenza totale delle riserve ufficiali in valuta estera – ciò non consente di trarre conclusioni circa l'efficacia degli interventi ufficiali sui mercati dei cambi. Anzitutto, i tassi di cambio sono determinati dalla domanda netta delle singole monete e non dal volume lordo – per quanto ingente – di acquisti e cessioni che spesso si compensano. Inoltre, anche interventi ufficiali di portata limitata, se effettuati al momento opportuno e con accortezza, possono avere un notevole impatto sulle aspettative e sul clima di mercato. Ciò è tanto più probabile quando essi sono concertati e forniscono ai mercati un segnale univoco. Naturalmente, gli interventi sono di per sé destinati ad avere una rilevanza solo limitata nel più lungo periodo e per questa ragione vanno visti piuttosto come uno dei vari strumenti da impiegare nell'ambito di una strategia generale di politica economica, tesa a garantire una stabilità fondamentale e durevole delle condizioni macroeconomiche.

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, sia ai lavori del Comitato interinale del Consiglio dei governatori del FMI per il Sistema monetario internazionale sia alle riunioni dei Ministri finanziari 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 del 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 il ruolo delle banche internazionali in un contesto finanziario in rapido mutamento.

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, già denominato Comitato per la regolamentazione bancaria e le procedure di vigilanza, ha proseguito la sua azione volta a incoraggiare la cooperazione nella vigilanza prudenziale sulle banche internazionali. Gran parte del suo lavoro è stato dedicato alla sorveglianza dell'applicazione dell'accordo internazionale sulla valutazione del patrimonio e sui coefficienti patrimoniali minimi, raggiunto nel luglio 1988 dai Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci. Il Comitato ha anche compiuto ulteriori progressi nell'elaborazione di uno schema di vigilanza prudenziale per la valutazione del rischio di cambio, del rischio di posizione nelle negoziazioni in titoli e del rischio di interesse. Nel settembre 1989 il Comitato ha tenuto una seconda riunione a Basilea con i rappresentanti degli organi di controllo del mercato mobiliare dei paesi del Gruppo dei Dieci. Esso ha inoltre continuato a mantenere stretti contatti con gruppi di autorità di vigilanza di altri paesi. Nell'aprile 1990 il Comitato ha pubblicato un supplemento al Concordato del 1983 sui "Criteri di vigilanza sugli stabilimenti bancari esteri", destinato a facilitare una maggiore cooperazione pratica a livello mondiale tra le autorità che esercitano la vigilanza sulle banche internazionali.

Il Gruppo di esperti sui sistemi di pagamento ha continuato a fornire il contesto in cui i rappresentanti delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci tengono le loro regolari riunioni per lo scambio di informazioni sugli sviluppi intervenuti nei mezzi e nei sistemi di pagamento dei rispettivi paesi. Sotto l'egida della BRI, il Gruppo ha pubblicato nel dicembre 1989 la prima di una nuova serie regolare di statistiche sui sistemi di pagamento. Di riflesso alla crescente attenzione prestata dal Gruppo alle questioni attinenti ai sistemi di compensazione e di regolamento, esso ha altresì pubblicato, nel maggio 1990, uno studio sui sistemi di trasferimento di fondi di grande ammontare nei paesi del Gruppo dei Dieci.

Dopo il "Rapporto sugli schemi di *netting*", preparato nel febbraio 1989 dal Gruppo di esperti sui sistemi di pagamento, nella primavera dello scorso anno i Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci hanno istituito un Comitato *ad hoc* ad alto livello sugli schemi interbancari di *netting* per vagliare le questioni di ordine generale che possono sorgere da tali schemi, e che il Gruppo di esperti ha individuato nel suo rapporto. Le questioni che il Comitato sta esaminando, con l'ausilio dei rapporti elaborati da diversi gruppi di lavoro, comprendono le implicazioni degli schemi di *netting* per quanto concerne i mercati interbancari, la politica monetaria, le pratiche di vigilanza e varie operazioni delle banche centrali, nonché le basi e implicazioni giuridiche di tali schemi. È previsto che il Comitato concluda i suoi lavori nell'estate del 1990 e che un rapporto in materia sia pubblicato nella seconda parte dell'anno.

Il Gruppo di esperti di informatica ha continuato a considerare in via prioritaria i problemi di sicurezza, e in particolare il fenomeno dei "virus informatici". Il Gruppo ha anche prestato attenzione agli eventi che potrebbero perturbare il funzionamento dei sistemi elettronici di trasferimento dei fondi e ha esaminato talune misure volte a evitare il verificarsi di tali anomalie o a limitarne eventualmente gli effetti. Un'ulteriore importante parte del lavoro del Gruppo è stata dedicata all'esigenza di adattare i servizi di elaborazione dei dati delle banche centrali all'evoluzione del contesto tecnologico e dei rapporti con gli utenti.

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. È stato sperimentato con successo l'aggiornamento tecnologico dei canali di telecomunicazione per la segnalazione dei dati e l'accesso ai medesimi, in particolare allo scopo di realizzare ulteriori progressi nello scambio di dati su base giornaliera. Le banche centrali e la BRI hanno avviato diverse iniziative per ampliare il numero delle serie statistiche, soprattutto in relazione ai dati sui mercati obbligazionari e creditizi internazionali. È proseguito l'impegno volto ad allargare il campo di rilevazione delle serie macroeconomiche in paesi esterni al Gruppo dei Dieci. Sono stati esaminati i modi atti a realizzare tale obiettivo, tra cui talune iniziative che potrebbero seguire da accordi bilaterali per lo scambio automatizzato di dati fra la BRI e le banche centrali di paesi non appartenenti al Gruppo dei Dieci.

Sono proseguite a Basilea le riunioni del Comitato dei Governatori delle banche centrali degli Stati 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 periodicamente le politiche monetarie perseguite dagli Stati membri, il loro coordinamento e le ripercussioni degli sviluppi nel campo della finanza pubblica.

Una parte notevole dell'attività del Comitato dei Governatori, e conseguentemente dei suoi sottocomitati e gruppi di esperti, ha riguardato il funzionamento dello SME, il coordinamento delle politiche monetarie e i preparativi per la prima fase dell'unione economica e monetaria nella Comunità, il cui inizio è previsto per il 1° luglio 1990. In vista di tale evento, con Decisione del Consiglio del 12 marzo 1990 è stata modificata la Decisione adottata dal Consiglio stesso l'8 maggio 1964, riguardante la cooperazione tra le banche centrali degli Stati membri della Comunità economica europea, con cui veniva istituito il Comitato dei Governatori. Al tempo stesso, il Comitato ha rafforzato la propria struttura e le procedure operative esistenti, al fine di intensificare la cooperazione tra le banche centrali della Comunità e il coordinamento delle politiche monetarie.

Al Consiglio dei Governatori del FECOM è stata sottoposta la richiesta, da parte della Banca Nazionale Austriaca e della Banca di Norvegia, 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 luglio e del novembre 1989. La designazione di queste due banche centrali porta a cinque il numero degli Altri Detentori di ecu ufficiali, in quanto la BRI, la Banca Nazionale Svizzera e la Banca Centrale di Malta avevano ottenuto tale status in precedenza.

2. Le funzioni di Agente e di Fiduciario

Durante lo scorso esercizio 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 1973*. Queste concernono da un lato, il funzionamento dello SME e dall'altro, l'esecuzione delle operazioni finanziarie connesse con l'attività creditizia della Comunità a sostegno delle bilance dei pagamenti degli Stati membri della CEE.

Nel periodo dal 1° aprile 1989 al 31 marzo 1990 gli interventi compiuti dalle banche centrali dello SME nelle valute di altri paesi membri hanno dato luogo a operazioni di finanziamento a brevissimo termine per il tramite del FECOM per un ammontare di circa ecu 1,5 miliardi.

* 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 della Comunità firmatarie dell'Accordo del 13 marzo 1979 e con l'Istituto Monetario Lussemburghese è sceso da ecu 52,7 miliardi al 1° aprile 1989 a ecu 49,4 miliardi al 31 marzo 1990. Questa contrazione di ecu 3,3 miliardi nel corso dell'anno è dovuta principalmente al ribasso del prezzo in ecu dell'oro e alla flessione del tasso di cambio del dollaro USA rispetto all'ecu, ma anche al calo delle contribuzioni in dollari USA di alcune banche centrali della CEE.

I trasferimenti di ecu tra i conti "Riserve in ecu" delle banche centrali CEE e di Altri Detentori di ecu sono ammontati a circa ecu 3,2 miliardi nel periodo sotto rassegna; essi sono principalmente riferibili a operazioni di riacquisto di ecu da parte di una banca centrale al fine di regolare la propria posizione debitoria netta in ecu pari a circa ecu 2,6 miliardi. Per il resto, i trasferimenti hanno riguardato operazioni tra le banche centrali comunitarie e Altri Detentori, nonché 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.

La tabella che segue riporta, alla data del 31 marzo 1990, il totale in essere delle operazioni finanziarie attive e passive della Comunità.

Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1990					
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.

Dal maggio 1987 il sistema è stato aperto alla partecipazione di nuovi istituti bancari membri dell'Associazione i quali, dopo averne fatto formalmente

¹ Con decorrenza 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.

richiesta, hanno ottenuto dall'ABE la designazione di banche di compensazione. Diciannove banche sono entrate a far parte del sistema nel 1987, sette nel 1988 e dodici nel 1989, portando il totale delle banche partecipanti a quarantacinque alla data del 31 marzo 1990, rispetto a 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 preso parte a tre crediti di prefinanziamento annunciati pubblicamente:

a) nel contesto dell'iniziativa Brady, nell'agosto del 1989 è stata offerta alla Banca del Messico una linea di credito a breve termine per \$ USA 2.000 milioni a titolo di prefinanziamento delle erogazioni nel quadro della "Extended Fund Facility" del FMI e di tre prestiti della Banca Mondiale legati a misure di politica economica. Parallelamente a un finanziamento su base bilaterale per \$ USA 1.000 milioni, concesso dalle autorità monetarie degli Stati Uniti, è stata istituita una linea creditizia multilaterale per \$ USA 1.000 milioni, alla quale la BRI (con la garanzia di dieci banche centrali partecipanti) ha contribuito nella misura di \$ USA 700 milioni; la parte restante è stata messa a disposizione dalle autorità statunitensi (\$ USA 250 milioni) e dalla Banca di Spagna (\$ USA 50 milioni).

La Banca del Messico ha di fatto attinto solo \$ USA 672,6 milioni nel quadro della facilitazione multilaterale il 25 settembre 1989, di cui \$ USA 470,8 milioni sono stati forniti dalla BRI. L'esposizione è stata ridotta in fasi successive, e l'ultimo rimborso è stato effettuato il 15 febbraio 1990, data di scadenza della facilitazione.

b) Nel dicembre 1989 è stata posta in essere a favore della Banca Nazionale della Polonia una linea creditizia per \$ USA 500 milioni: la BRI, con la garanzia di dodici banche centrali partecipanti, ha impegnato un ammontare massimo di \$ USA 300 milioni, mentre il saldo di \$ USA 200 milioni è stato messo a disposizione dalle autorità monetarie statunitensi. Tale credito di prefinanziamento, collegato a erogazioni previste nel quadro di un accordo *standby* del FMI e di vari prestiti della Banca Mondiale, doveva essere utilizzato in diverse *tranches* entro l'inizio del maggio 1990.

La prima *tranche* di \$ USA 215 milioni è stata attinta il 28 dicembre 1989 e rimborsata anticipatamente il 9 febbraio 1990. La quota della BRI ammontava a \$ USA 129 milioni. La linea di credito è stata estinta agli inizi di maggio del 1990 senza che siano stati effettuati ulteriori prelievi.

c) Nel marzo 1990 la BRI ha preso parte a una linea di credito per \$ USA 400 milioni a favore della Banca Centrale del Venezuela, a titolo di prefinanziamento delle erogazioni previste entro la fine di aprile nel quadro della "Extended Fund Facility" del FMI e di prestiti della Banca Mondiale collegati all'aggiustamento strutturale e al commercio estero. La BRI ha messo a disposizione \$ USA 296 milioni (con la garanzia di sei banche centrali partecipanti) da utilizzarsi in tre *tranches*, parallelamente a una linea creditizia per \$ USA 104 milioni accordata dalle autorità monetarie statunitensi.

Nel quadro di tale facilitazione è stato effettuato un unico prelievo di \$USA 96 milioni il 30 marzo 1990; la quota della BRI è ammontata a \$USA 71 milioni. Il credito è stato integralmente rimborsato a scadenza, il 30 aprile 1990.

4. Operazioni del Dipartimento bancario

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1990, certificati dai Revisori dei conti, sono riportati alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro*.

Alla fine dell'esercizio finanziario 1989-90, chiuso al 31 marzo 1990, il totale di bilancio ammontava a F. oro 41.291.112.116
contro, al 31 marzo 1989 F. oro 42.233.811.401
Vi è stata quindi una flessione di F. oro 942.699.285

ossia del 2,2%, che sarebbe stata sensibilmente maggiore se non fosse intervenuto un apprezzamento, in termini di franchi oro, della maggior parte delle monete diverse dal dollaro USA. Va menzionato che questa flessione è intervenuta dopo una serie di aumenti registrati dalla fine dell'esercizio finanziario 1981-82.

La contrazione del totale di bilancio durante l'esercizio sotto rassegna è il risultato di un calo delle risorse in oro e in valuta ricevute dalle banche centrali e da altri depositanti.

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	in percentuali	
1986	26.558	+3.706	+16
1987	29.944	+3.386	+13
1988	38.151	+8.207	+27
1989	42.234	+4.083	+11
1990	41.291	- 943	- 2

Nel Bilancio non sono compresi:

- gli effetti e gli altri titoli detenuti in custodia per conto delle 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 1990 ammontava all'equivalente di 1.413 milioni di franchi oro, con un consistente aumento rispetto alla fine del precedente esercizio, quando tale posta ammontava a 1.238 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				
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
1990	1.476	38.673	1.142	41.291

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 1989-90 F. oro 622.416.157

contro 600,8 milioni di franchi oro al 31 marzo 1989; la differenza di 21,6 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 1989-90 F. oro 39.530.055

Ciò equivale a un incremento di 4 milioni di franchi oro rispetto al 31 marzo 1989, quando questo Fondo era stato portato a 35,5 milioni di franchi oro. L'attribuzione prevista, mediante trasferimento dall'utile netto, è conforme alle disposizioni dell'articolo 51(4) dello Statuto.

4) Fondo di riserva libero

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1989-90 F. oro 488.466.872

contro 442,1 milioni di franchi oro al 31 marzo 1989. È stato proposto di trasferire a questo Fondo, sempre dall'utile netto, un ammontare di 46,4 milioni di franchi oro.

Le riserve totali della Banca hanno pertanto registrato un incremento di 72 milioni dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1989-90

e ammontano a F. oro 1.180.483.397
contro 1.108,5 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio precedente.

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
	1989	1990	
	in milioni di franchi oro		
Depositi di banche centrali	38.385	37.374	-1.011
Depositi di altri depositanti	1.490	1.299	- 191
Totale	39.875	38.673	-1.202

I "Depositi di banche centrali" sono diminuiti del 2,6% e i "Depositi di altri depositanti" del 12,8%. Queste flessioni percentuali sarebbero state maggiori senza gli effetti di cambio che hanno influito su entrambe le voci.

La diminuzione dei "Depositi di altri depositanti" è principalmente dovuta a un calo dei fondi depositati da varie organizzazioni internazionali.

Nel corso dell'esercizio finanziario è stato registrato un forte calo dei depositi in dollari USA; per contro, le risorse nella maggior parte delle altre valute sono aumentate, talvolta in misura consistente. Nondimeno, i depositi in dollari USA continuano a rappresentare la posta più importante, seguiti da quelli in marchi.

Al 31 marzo 1990 la quota dei "Depositi di banche centrali" rappresentava il 96,6% del totale delle risorse esterne, mentre quella dei "Depositi di altri depositanti" ammontava solo al 3,4%. Alla fine dell'esercizio finanziario 1988-89 le rispettive quote erano del 96,3 e 3,7%.

I depositi a vista sia in oro che in valuta sono diminuiti. Hanno registrato un leggero incremento i depositi fino a tre mesi, mentre sono calati sensibilmente quelli in valuta con scadenza a oltre tre mesi.

BRI: natura e scadenza delle risorse finanziarie esterne									
Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valute			Totale		
	esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		varia- zione	esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		varia- zione	esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		varia- zione
	1989	1990		1989	1990		1989	1990	
	in milioni di franchi oro								
A vista	4.654	4.454	-200	2.885	2.482	- 403	7.539	6.936	- 603
Fino a tre mesi	21	14	- 7	30.523	30.938	+ 415	30.544	30.952	+ 408
A oltre tre mesi	-	-	-	1.792	785	-1.007	1.792	785	-1.007
Totale	4.675	4.468	-207	35.200	34.205	- 995	39.875	38.673	-1.202

Le quote dei depositi in oro e di quelli in valuta sul totale dei fondi ricevuti in prestito sono rimaste alquanto stabili. I depositi in oro hanno concorso per l'11,6‰ e quelli in valuta per l'88,4‰, a fronte dell'11,7 e 88,3‰ rispettivamente al 31 marzo 1989.

Le variazioni sono peraltro più pronunciate se si esamina la composizione delle risorse in termini di scadenza. La quota dei depositi a vista è infatti ammontata al 17,9‰ a fronte del 18,9‰, e quella dei depositi fino a tre mesi all'80,1‰ a fronte del 76,6‰; i depositi a oltre tre mesi rappresentano invece una quota molto modesta, ossia del 2‰, rispetto al 4,5‰ alla fine dell'esercizio finanziario precedente.

a) *Depositi in oro* F. oro 4.468.357.623

contro 4.675 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio 1988–89, con una flessione di 207 milioni che va principalmente ascritta ai depositi a vista.

b) *Depositi in valuta* F. oro 34.204.695.776

contro 35.200 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio precedente. La contrazione di 995 milioni di franchi oro, ossia del 2,8‰, è dovuta alla variazione nei depositi a vista e a oltre tre mesi. Come si è notato in precedenza, la flessione nel totale delle risorse in questione riflette principalmente il calo dei depositi in dollari USA, solo in parte compensato dall'afflusso di depositi in altre valute.

C. *Altre passività*

a) *Sistema previdenziale del personale* F. oro 129.504.330

contro 106 milioni di franchi oro al 31 marzo 1989. Questa posta è denominata in franchi svizzeri e rappresenta le passività della Banca a titolo di pensioni per il personale. L'ammontare in franchi svizzeri di questa voce è aumentato durante l'esercizio; l'equivalente in franchi oro si è accresciuto anche in seguito all'apprezzamento del franco svizzero in termini di franchi oro.

b) *Partite varie* F. oro 980.037.341

contro 823 milioni di franchi oro al 31 marzo 1989. L'incremento di questa voce va in parte attribuito alle variazioni di cambio che hanno influito sulle poste denominate in monete diverse dal dollaro USA.

c) *Dividendo pagabile il 1° luglio 1990* F. oro 32.330.524

È stato proposto di accantonare questo importo dall'utile netto per l'esercizio 1989–90 a fronte di un dividendo di 200 franchi svizzeri per azione, rispetto a 175 franchi svizzeri nel 1988 e 1989. Lo scorso anno era stato accantonato a tale scopo un importo di 25,9 milioni di franchi oro. La differenza di 6,4 milioni di franchi oro rispecchia l'aumento del dividendo per azione e l'apprezzamento del franco svizzero in termini di franchi oro.

L'utile netto per l'esercizio finanziario 1989–90, prima della ripartizione, ammonta a 104.330.524 franchi oro, a fronte di 94.885.615 franchi oro nell'esercizio finanziario 1988–89. 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	
	1989		1990			
	in milioni di franchi oro					
Attività a vista						
Oro	5.175		4.981		- 194	
Valute	15	5.190	15	4.996	-	- 194
Buoni del Tesoro		2.057		905		-1.152
Depositi vincolati e anticipazioni						
Oro	210		206		- 4	
Valute	29.824	30.034	28.203	28.409	-1.621	-1.625
Titoli di Stato e altri titoli		4.938		6.887		+1.949
Partite varie		15		94		+ 79
Totale						
Oro	5.385		5.187		- 198	
Valute	36.849	42.234	36.104	41.291	- 745	- 943

a) Oro F. oro 4.980.936.505

contro 5.175 milioni di franchi oro al 31 marzo 1989. La contrazione riflette principalmente un calo dei depositi in oro affluiti dalle banche centrali.

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F. oro 15.096.809

Questa posta è rimasta sostanzialmente invariata rispetto all'esercizio precedente.

c) Buoni del Tesoro F. oro 905.177.602

contro 2.057 milioni di franchi oro al 31 marzo 1989. Il significativo calo registrato in questa posta è derivato da una diminuzione nella maggior parte dei portafogli in buoni del Tesoro acquistati su vari mercati.

d) Depositi vincolati e anticipazioni F. oro 28.408.902.082

contro 30.034 milioni di franchi oro al 31 marzo 1989, con una flessione di 1.625 milioni.

La diminuzione di questi impieghi e la contrazione nel portafoglio di buoni del Tesoro, di cui al precedente punto c), riflettono il calo delle risorse, ma anche

un trasferimento di impieghi verso collocamenti sotto forma di acquisti di titoli di Stato e altri titoli a più lungo termine (si veda il punto seguente).

Va menzionato che, parallelamente all'evoluzione nelle risorse, sono sensibilmente diminuiti gli impieghi in dollari USA, pur continuando a rappresentare la posta più importante; seguono gli impieghi in marchi e, per importi molto più modesti, quelli in yen, sterline, franchi svizzeri ed ecu.

e) *Titoli di Stato e altri titoli*

F. oro 6.886.534.100

Questa posta ha registrato una netta espansione rispetto all'ammontare di 4.938 milioni di franchi oro raggiunto il 31 marzo 1989. L'aumento di 1.949 milioni di franchi oro è principalmente dovuto alle accresciute disponibilità di titoli del Tesoro, ma ha anche rispecchiato gli acquisti di titoli del settore privato effettuati 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
	1989	1990	
	in milioni di franchi oro		
Fino a tre mesi	29.886	30.023	+137
A oltre tre mesi	5.086	5.273	+187
Totale	34.972	35.296	+324

La composizione degli impieghi in base alla scadenza è rimasta relativamente stabile. La quota degli impieghi fino a tre mesi è ammontata all'85,1%, a fronte dell'85,5%, mentre quella degli impieghi con vita residua superiore a tre mesi è leggermente salita, passando al 14,9% contro il 14,5% al 31 marzo 1989.

f) *Partite varie*

F. oro 94.465.018

rispetto a 15,1 milioni di franchi oro al 31 marzo 1989. La variazione in questa posta riflette, in particolare, gli effetti di cambio sulle operazioni a termine concluse in valuta.

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 56.823.607
rispetto a un saldo negativo di 48,3 milioni di franchi oro al 31 marzo 1989. Questa variazione è dovuta a un aumento delle operazioni comportanti il rimborso di un quantitativo di oro alla scadenza da parte della Banca.

5. Ripartizione dell'utile netto

I conti relativi al sessantesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1990, presentano un risultato netto di gestione di 126.845.080 franchi oro, a fronte di 106.213.792 franchi oro per l'esercizio precedente. I principali fattori all'origine dell'aumento dell'eccedenza per l'esercizio sotto rassegna sono stati l'accresciuto volume dei fondi mediamente a disposizione della Banca per impieghi e l'elevato livello dei tassi d'interesse percepiti su vari mercati.

Il risultato di gestione è al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 31.023.829 franchi oro. Il moderato aumento rispetto all'importo di 30.135.891 franchi oro dell'esercizio precedente rispecchia il calo 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 oltre l'8%.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 9.014.556 franchi oro all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione, 5.000.000 franchi oro all'Accantonamento per immobili, istituito di recente (per far fronte alle spese connesse all'acquisto da parte della Banca di un immobile destinato all'ampliamento della propria sede) e di integrare – mediante un ulteriore trasferimento di 8.500.000 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 104.330.524 franchi oro, contro 94.885.615 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 104.330.524 franchi oro nel modo seguente:

- (1) un importo di 32.330.524 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 200 franchi svizzeri per azione;
- (2) un importo di 21.600.000 franchi oro al Fondo di riserva generale;
- (3) un importo di 4.000.000 franchi oro al Fondo speciale di riserva per i dividendi; e
- (4) un importo di 46.400.000 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 1990 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1990.

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 1990 e gli utili conseguiti nell'eser-

cizio chiuso a questa data. La relazione dei revisori Price Waterhouse & Co. è riportata in calce al Bilancio.

6. I cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione

Lo scorso anno la Banca ha subito una dolorosa perdita con il decesso del Prof. Paolo Baffi, avvenuto il 4 agosto. Il Prof. Baffi, che dagli anni cinquanta era associato con attribuzioni diverse all'attività della Banca, aveva ricoperto per oltre quattordici anni la carica di Sostituto in seno al Consiglio. Egli ne divenne membro di diritto nel 1975 con la nomina a Governatore della Banca d'Italia; dopo aver lasciato questo incarico quattro anni più tardi, egli aveva continuato a ricoprire la carica di Consigliere e, dal novembre 1988, di Vice Presidente.

Il Signor Bernard Clappier è stato eletto Vice Presidente del Consiglio, succedendo al Prof. Baffi con decorrenza 12 settembre 1989.

Il Barone de Strycker ha rassegnato le dimissioni dalla carica di Consigliere alla fine del giugno 1989. Il mese successivo il Barone Godeaux ha cessato di far parte del Consiglio, avendo lasciato la carica di Governatore della Banca Nazionale del Belgio e il suo successore, Signor Alfons Verplaetse, è divenuto membro di diritto del Consiglio. Il Dott. Lamberto Dini e il Barone Godeaux sono stati nominati membri del Consiglio rispettivamente il 27 ottobre e il 1° novembre 1989. Il Signor Bengt Dennis è stato rieletto in seno al Consiglio nel marzo 1990, e il mandato di Consigliere di Lord Richardson of Duntisbourne è stato riconfermato nell'aprile del 1990.

Nel gennaio 1990 il Dott. Ciampi ha designato il Dott. Antonio Fazio a esercitare le funzioni di suo Sostituto. Il Signor Jacques Waitzenegger ha lasciato la Banca di Francia alla fine del gennaio 1990 e il Signor Philippe Lagayette gli è subentrato nell'incarico di Sostituto del Signor de Larosière. Nel marzo 1990 il Signor Pöhl ha designato il Dott. Hans Tietmeyer a esercitare le funzioni di suo Sostituto.

Per quanto concerne la Direzione della Banca, il Signor Yukio Iura è stato promosso al grado di Condirettore nel settembre 1989.

Conclusioni

Considerando gli sviluppi intervenuti dalla primavera dello scorso anno in una prospettiva temporale più ampia, parrebbe che nel complesso le tendenze già osservabili da qualche tempo si siano confermate o addirittura accentuate. L'unica sequenza di eventi completamente nuova e inaspettata è la rivoluzione politica nell'Europa orientale, le cui implicazioni economiche sono state esaminate alquanto diffusamente nei Capitoli I e II e non richiedono qui un'ulteriore trattazione. Vi è una tendenza che si distingue in particolare, in quanto le sue implicazioni sono per lo più positive e poiché essa pare costituire in larga misura il risultato di efficaci politiche attuate in passato: si tratta dell'andamento della crescita economica nei paesi industriali. Il loro potenziale di sviluppo era evidentemente maggiore di quanto ipotizzato agli inizi degli anni ottanta: quella che fu allora ritenuta un'intrattabile debolezza strutturale delle economie industriali "mature" può adesso essere riguardata come una condizione transitoria che non si sarebbe dovuta estrapolare.

In quale misura siamo oggi in grado di capire le forze alla base della più vigorosa dinamica economica nei paesi industriali? Ci si potrebbe domandare: in virtù di che cosa la politica economica è riuscita laddove essa aveva mancato in precedenza? Posta in questi termini la questione è chiaramente troppo semplicistica. Anzitutto, la crescita reale non è determinata dalla politica economica soltanto; inspiegati mutamenti nel clima imprenditoriale possono parimenti svolgere un ruolo importante. In secondo luogo, le politiche spesso non ottengono risultati istantanei. Pare in effetti che nella seconda metà degli anni ottanta siano stati in larga misura raccolti i frutti dei risoluti sforzi compiuti in precedenza dalle autorità per abbassare i tassi d'inflazione e per imbrigliare la finanza pubblica. Queste politiche hanno stimolato gli investimenti privati soprattutto perché, quando si erano manifestati i loro primi successi, avevano condotto a una netta moderazione degli incrementi dei salari nominali e reali. Unendosi al ribasso dei prezzi del petrolio e all'accelerazione della crescita, ciò si è tradotto in un miglioramento della redditività aziendale. Nella seconda parte degli anni ottanta i livelli di profitto sono stati ristabiliti praticamente in tutti i paesi industriali.

Le prospettive dell'investimento possono non essere direttamente correlate ai profitti correnti (prescindendo dal fatto, in sé importante, che questi ultimi forniscono risorse investibili); tuttavia, come i tassi d'inflazione correnti hanno un ruolo preminente nella formazione delle aspettative inflazionistiche, così i profitti correnti sono determinanti nel formare le aspettative di profitto. Elevati tassi attesi di rendimento sul capitale investito costituiscono il fattore-chiave nello stimolare gli investimenti privati, e questi rappresentano ovviamente la componente di spesa che più contribuisce a sostenere la crescita economica.

Gli investimenti privati non soltanto innalzano il saggio di sviluppo corrente, ma ampliano altresí la capacità produttiva e/o accrescono la produttività. Al tempo stesso, essi sono la componente piú instabile della domanda finale. Si potrebbe quasi dire che, mentre ognuno deve consumare, nessuno è costretto a investire; o quanto meno, che gli investimenti sovente possono essere differiti senza danni apparenti per periodi anche non brevi. Pertanto, gli investimenti privati dipendono dalla presenza di circostanze favorevoli assai piú che qualsiasi altra componente della crescita e vengono facilmente scoraggiati da un clima di incertezza.

Anche a questo riguardo nel corso degli anni ottanta vi è stato un graduale miglioramento per diversi aspetti. In primo luogo, non si è avuto nessuno *shock* esterno sfavorevole. Il clima politico generale è migliorato con l'allentarsi delle tensioni nei rapporti Est-Ovest. Le incertezze circa le relazioni di cambio sono state ridotte a seguito dell'Accordo del Plaza del 1985. I piú bassi saggi d'inflazione, oltre ad aver contribuito alla moderazione salariale, hanno favorito gli investimenti produttivi evitando la diversione di fondi investibili in impieghi improduttivi a fini di copertura contro l'inflazione. In molti paesi la politica fiscale è stata corretta allo scopo di ridurre sia i disavanzi di bilancio sia l'incidenza della spesa pubblica sul prodotto interno. La diminuita incertezza sul piano fiscale in conseguenza di strategie a medio termine e di un alleggerimento dell'onere tributario non solo ha un'influenza diretta sulle prospettive dell'investimento, ma giova altresí al clima economico generale. Un altro importante fattore delle decisioni d'investimento è ovviamente la domanda dei beni da produrre con la dotazione addizionale di capitale. L'innovazione tecnologica ed efficaci formule di *marketing* hanno dischiuso mercati promettenti a nuovi prodotti. La prospettiva di un mercato unico nella Comunità europea a partire dal 1993 ha poi indubbiamente esercitato un'importante funzione di stimolo sull'attività di investimento in Europa.

A questi risultati positivi si contrappone tuttavia una serie piuttosto lunga di tendenze ampiamente sfavorevoli che pongono a cimento i responsabili delle politiche sul piano sia interno sia internazionale. In certa misura tali tendenze sono senza dubbio una conseguenza della protratta fase di espansione economica. Alcune di esse sono altresí riconducibili in larga parte alla presenza di rigidità strutturali, di insufficienti saggi di risparmio privato e di ampi disavanzi pubblici. In questa sede ci si limiterà tuttavia a enunciare le tendenze in atto e a considerare le opzioni immediate di politica economica, senza tentare di individuare nessi, salvo in un caso, nel quale le due tendenze in questione non possono essere disgiunte. Particolare enfasi sarà posta su quei problemi che si situano direttamente o indirettamente entro l'ambito di competenza delle banche centrali. Le principali tendenze sfavorevoli che sono proseguite o che hanno assunto una connotazione ancor piú marcata sono le seguenti:

- i piú elevati tassi di crescita reale hanno ridotto significativamente i livelli di *disoccupazione*, ma non hanno eliminato i problemi cronici presenti in alcuni paesi sul mercato del lavoro;
- le *pressioni inflazionistiche* non sono state sradicate in nessuno dei paesi industriali; con il protrarsi della crescita economica esse sono riemerse laddove parevano scomparse, e si sono rafforzate laddove erano perdurate

nonostante i guadagni di natura eccezionale in termini di stabilità derivanti, in particolare, dal calo dei prezzi del petrolio;

– sebbene gli *squilibri esterni di parte corrente* degli Stati Uniti e del Giappone abbiano continuato a ridursi, e più di quanto sembrasse probabile un anno fa, vi sono scarse prospettive di un ulteriore miglioramento; e gli squilibri fra i paesi europei si sono ampliati in misura notevole. Tuttavia, i timori circa la sostenibilità del disavanzo corrente statunitense sembrano essersi attenuati;

– i *tassi di cambio* non soltanto sono rimasti instabili, ma hanno continuato a muoversi per lunghi periodi in direzioni sfavorevoli alla correzione degli squilibri, nonostante l'impegno, regolarmente riaffermato, dei maggiori paesi a coordinare le loro politiche al fine di favorire l'aggiustamento e una maggiore stabilità sul mercato dei cambi;

– le preoccupazioni circa la *fragilità dei mercati finanziari* in generale stanno crescendo, in parte in connessione con gli sviluppi osservabili su questi stessi mercati, e in parte a causa dell'evoluzione in atto nei mercati immobiliari. In tale contesto i crescenti indici di indebitamento e le politiche monetarie più restrittive forniscono ulteriori elementi di inquietudine;

– per quanto riguarda l'elevato *debito bancario dei paesi in via di sviluppo a medio reddito*, il suo contenimento è tutto quello che si è riusciti ad ottenere dall'insorgere della crisi debitoria nel 1982;

– i *paesi in via di sviluppo più poveri* hanno visto aggravarsi ulteriormente la loro posizione di arretratezza.

Per quel che concerne la *disoccupazione*, negli ultimi tempi gli sviluppi positivi sul mercato del lavoro hanno certamente sopravanzato quelli negativi; tuttavia in parecchi paesi industriali la disoccupazione, sebbene diminuita, rimane su livelli storicamente elevati, allorquando il grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria manifatturiera è vicino ai livelli massimi. È evidente che la dinamica della domanda totale non potrà apportare un significativo ulteriore contributo positivo se si vorrà evitare un surriscaldamento dell'economia. In alcuni casi ci si può attendere un certo alleviamento del problema della disoccupazione da una diminuzione delle forze di lavoro interne. Inoltre, un effetto favorevole della moderazione dei salari reali, che si è potuto osservare dapprima negli Stati Uniti e più di recente anche nell'Europa continentale, consiste nel fatto che a un dato tasso di crescita produttiva si accompagna ora un incremento dell'occupazione maggiore che in passato. Pertanto, una condizione essenziale per ridurre ulteriormente la disoccupazione è che continui la moderazione salariale in termini reali, la quale dipenderà a sua volta dal fatto che sia mantenuta sotto controllo l'inflazione. Molto resta da fare anche nel campo delle riforme strutturali, dall'accrescere la mobilità del lavoro, sul piano sia geografico sia delle mansioni, all'apprestare i corretti incentivi astenendosi nel contempo da quelli con effetti distorsivi. Una maggiore decentralizzazione nelle contrattazioni salariali, consentendo una più accentuata differenziazione retributiva, potrebbe parimenti contribuire a ridurre la disoccupazione strutturale in alcuni paesi, sebbene da un raffronto internazionale non emerga un'evidenza univoca al riguardo.

Passando a considerare il secondo punto elencato, si deve purtroppo constatare che la lotta contro l'*inflazione* non è affatto conclusa. Ciò fa

sorgere taluni interrogativi sulla conduzione della politica monetaria negli anni più recenti. Un allentamento eccessivo e troppo protratto della politica monetaria dopo la crisi borsistica dell'ottobre 1987, oppure soverchi timori per l'evoluzione del cambio, potrebbero essere adottati come elementi esplicativi. Ma errori di politica economica sono sempre possibili, e quello che può apparire perspicuo a posteriori, non era necessariamente ovvio al tempo in cui le decisioni furono prese. È più proficuo considerare le questioni fondamentali inerenti al vecchio problema della compatibilità fra differenti obiettivi economici. La tesi pessimistica secondo cui si può evitare un aumento dell'inflazione soltanto se la disoccupazione rimane al di sopra di un certo livello trova ancora ampio consenso. Tuttavia, poiché questo livello differisce da paese a paese e varia altresì nel tempo, si può sostenere che non ci troviamo dinanzi a una legge ferrea di determinazione dell'inflazione e che è compito della politica economica realizzare le condizioni che permetterebbero di conseguire al tempo stesso elevati livelli di occupazione e bassi saggi d'inflazione.

La politica monetaria si trova ovviamente in prima linea nella battaglia per contenere l'inflazione, ma non può conseguire da sola questo risultato, e ancor meno una buona combinazione dei due obiettivi. I fattori istituzionali nel mercato del lavoro, di cui già si è fatta menzione, svolgono un ruolo rilevante. Inoltre, nella maggior parte dei paesi e per la maggior parte del tempo la politica di bilancio influisce sulla crescita della quantità di moneta, sui tassi d'interesse e sull'inflazione, e deve quindi operare in sintonia con gli obiettivi della politica monetaria affinché non ne venga compromessa la realizzazione. Ma pur tenendo conto di tutte queste riserve, rimane sempre la questione dell'efficacia della politica monetaria in sé, la quale dipende dagli indicatori che ne guidano l'azione, dagli strumenti che essa impiega e dagli ingredienti essenziali per guadagnarle credibilità.

In alcune di queste aree hanno agito influssi negativi, mentre in altre sono osservabili netti miglioramenti. L'innovazione finanziaria e la globalizzazione dei mercati finanziari hanno reso più difficile l'individuazione da parte delle banche centrali degli indicatori in grado di fungere da parametri-guida affidabili. Ciò nonostante, gli aggregati monetari rimarranno senza dubbio le principali grandezze di riferimento poiché, malgrado tutte le difficoltà incontrate nel "leggerli", le alternative sono ancora più ambigue; fa eccezione, ovviamente, una strategia volta a collegare la moneta nazionale, attraverso il tasso di cambio, ad una valuta a bassa inflazione, ma ciò non costituisce un'opzione disponibile a tutti e non modifica la conclusione principale. Dopo tutto, il governo della moneta è l'essenza dell'operare della banca centrale e della politica monetaria, e nessuno dubita del fatto che nel medio e lungo periodo la stabilità dei prezzi è incompatibile con una forte espansione monetaria.

Per quanto riguarda gli strumenti, le differenze fra i paesi si sono ridotte: si è creato un ampio consenso sul fatto che il tasso d'interesse marginale al quale la banca centrale eroga riserve al sistema bancario costituisce il punto di leva della politica monetaria. Molte banche centrali convengono altresì che le procedure di assolvimento su base media periodale, stabilizzando la domanda di riserve, possono facilitare il governo dei tassi del mercato monetario. Il ricorso a massimali sugli impieghi e ad altri vincoli amministrativi è divenuto l'eccezione. Nell'area degli strumenti l'efficacia della politica monetaria è stata chiaramente potenziata.

Molti elementi fanno inoltre ritenere che nella maggior parte dei paesi le banche centrali hanno in complesso guadagnato di *credibilità*. La seconda metà degli anni ottanta ha dimostrato che è possibile non soltanto evitare tassi d'inflazione sempre maggiori, ma altresì contenere l'inflazione pure in periodi di crescita economica relativamente forte. In certa misura le banche centrali sono oggi più convincenti, poiché sono esse stesse più convinte che la stabilità dei prezzi debba essere il principale, se non l'unico, obiettivo della politica monetaria.

Come si può conciliare questa valutazione relativamente ottimistica dell'efficacia della politica monetaria con l'osservazione fatta dianzi, ossia che i tassi d'inflazione hanno ripreso a slittare costantemente verso l'alto dopo i minimi – in parte dovuti a circostanze fortuite – raggiunti nel 1986? Che cosa impedisce alle autorità di arrestare questa tendenza? Ci si potrebbe domandare se esse non abbiano un atteggiamento ambivalente: convinte sí dei benefici della stabilità dei prezzi in linea di principio, ma disposte ad adottare priorità ben diverse allorché, nel quotidiano operare, si trovano di fronte a sollecitazioni antagonistiche. Una ragione di tali ambiguità può essere il fatto che la stabilità dei prezzi non è mai stata definita in termini molto precisi. In parte a causa di problemi di misurazione statistica, è stata pratica comune il considerare tassi d'inflazione dell'1%, o persino del 2%, come rientranti in una zona di valori non distinguibile dalla stabilità. Di qui al qualificare tassi intorno al 3% come indicativi di un elevato grado di stabilità il passo è breve. Nell'attuale situazione, in particolare, dato che i tassi d'inflazione "sottostanti" non sono poi variati di molto e che ai guadagni fortuiti hanno fatto seguito perdite fortuite, si potrebbe persino argomentare che non vi sono stati grandi cambiamenti sul fronte dell'inflazione.

Muovendosi in senso contrario a tali inclinazioni alla compiacenza, alcune iniziative lanciate di recente – in seno al Congresso USA, come pure in Canada – prendono alla lettera l'espressione "stabilità dei prezzi" e suggeriscono che la politica monetaria debba mirare a un tasso d'inflazione nullo nel medio periodo. La convinzione di un tempo che un basso saggio d'inflazione comporta più vantaggi che svantaggi rispetto all'assoluta stabilità dei prezzi, in quanto facilita il cambiamento strutturale, è stata messa fortemente in dubbio. Allorquando i tassi d'inflazione vengono incorporati nelle aspettative, essi cessano di produrre effetti reali di tale tipo, così che rimangono soltanto le frizioni e le ingiustizie che si accompagnano a tassi d'inflazione anche relativamente bassi. Sono in molti a non dubitare che, una volta conseguita, la stabilità dei prezzi consentirebbe alle economie industriali di operare a livelli di prodotto e di occupazione non inferiori, o addirittura superiori agli attuali, il che dovrebbe fare della stabilità stessa un obiettivo per cui vale la pena di impegnarsi.

In che modo realizzarlo, e in quale arco temporale, è comunque la questione cruciale, specie nei paesi in cui il tasso d'inflazione è ora relativamente elevato. Una terapia d'urto comporta troppi rischi e trova perciò scarso favore. Un approccio gradualistico corre il pericolo di perdere l'orientamento lungo il percorso. La transizione non può essere indolore, e l'opzione "costi subito, benefici dopo" non esercita mai una forte attrattiva sul piano politico. Le banche centrali indipendenti sono apprezzate in quanto agiscono in un'ottica di più lungo periodo, ma anch'esse non operano in un vuoto politico. La generalità del

pubblico e in special modo le organizzazioni sindacali dovranno pervenire a una migliore comprensione di tutte le implicazioni inerenti, se si vorranno realizzare progressi verso saggi d'inflazione permanentemente piú bassi. Il primo passo in questa direzione, nonché l'esigenza piú pressante, consiste nello spezzare la tendenza ascendente dei tassi d'inflazione prima che essa metta solide radici.

Passando all'esame dei due successivi punti dell'elencazione, ossia gli *ampi e persistenti squilibri esterni correnti* ed i *connessi sviluppi sul mercato dei cambi*, vi è anzitutto da notare che il disavanzo cumulativo dei pagamenti correnti degli Stati Uniti dal 1983 ammonta a \$770 miliardi. Le eccedenze del Giappone e della Germania nell'arco dello stesso periodo settennale sono pari rispettivamente a \$415 e 220 miliardi. Rispetto ai massimi del 1987, il passivo annuo statunitense è diminuito di un quarto, mentre l'avanzo giapponese si è ridotto di un terzo. Il saldo attivo della Germania è ulteriormente aumentato, ma non trova piú corrispondenza diretta, se non in misura modesta, nel disavanzo degli Stati Uniti; la sua contropartita va piuttosto ricercata in Europa. Se si potesse essere certi che il progresso nella giusta direzione è destinato a continuare, non vi sarebbe granché motivo di inquietarsi. Ma ben pochi osservatori si attendono ulteriori sostanziali riduzioni di questi squilibri negli anni prossimi; anzi, secondo molte previsioni, in tutti e tre i casi essi potrebbero nuovamente ampliarsi nel 1990.

Tali squilibri destano l'attenzione soprattutto a causa del loro ammontare in termini assoluti, per quanto talune economie di minori dimensioni presentino sbilanci ancora piú ampi in rapporto al PNL. Il timore espresso in passato che squilibri di tale ordine di grandezza, se non prontamente corretti, avrebbero conseguenze dirompenti sull'economia mondiale attraverso il loro impatto sui mercati valutari o sui mercati finanziari in generale, si è attenuato. Nonostante l'elevata variabilità dei tassi di cambio e periodi di turbolenza nei mercati azionari, gli squilibri esterni hanno potuto persistere senza causare crisi di ampie proporzioni. Ci si può tuttavia domandare se continuerà a essere così negli anni a venire anche nel caso in cui non dovesse proseguire la tendenza verso l'aggiustamento negli Stati Uniti e in Giappone. È ben possibile, ma certo non indefinitamente. Con la progressiva rimozione degli ostacoli al libero fluire dei capitali si sono chiaramente attenuate le forze di mercato che premono per un aggiustamento delle partite correnti. Di fatto, in molti casi le monete di paesi con elevati disavanzi correnti si sono apprezzate e quelle di paesi eccedentari hanno subito un deprezzamento. Comunque, l'incertezza che permane è tale da aver convinto i responsabili delle politiche nei tre paesi maggiori a perseverare negli sforzi volti a conseguire una riduzione degli squilibri, la quale costituisce il loro dichiarato comune obiettivo fin dal 1985.

Questi sforzi si sono basati su tre approcci strategici: primo, il coordinamento delle politiche macroeconomiche per assicurare che esse siano coerenti con il desiderato aggiustamento delle partite correnti; secondo, l'intervento sul mercato valutario per determinare un assetto dei cambi reali propizio all'aggiustamento; terzo, la stabilizzazione dei cambi nominali per dare tempo alle economie di reagire alle variazioni intervenute nei tassi di cambio reali, per evitare correzioni a dismisura dei rapporti di cambio e per impedire che si determinino protratte distorsioni nella direzione opposta. Di questi tre elementi

strategici, il secondo è stato soppiantato dal terzo al tempo dell'Accordo del Louvre nel febbraio 1987, cosicché esso può sembrare oggi soltanto di interesse storico. È stato però argomentato che sarebbe del tutto logico ritornare a questa precedente strategia qualora gli squilibri non si riducessero a livelli accettabili a seguito delle variazioni dei cambi prodottesi fra il 1985 e il 1987.

A prescindere dal giudizio che si può portare su questa tesi, è ovvio che il primo elemento strategico, ossia il coordinamento delle politiche macroeconomiche, abbia incontrato difficoltà fin quasi dall'inizio. La politica di bilancio ha dimostrato di essere ovunque così concatenata al processo politico interno da non lasciare molto spazio di manovra per modificarla allo scopo di influire sulla bilancia dei pagamenti correnti. La politica fiscale di stimolo avviata in Giappone nella primavera del 1987 può essere stata l'eccezione alla regola. Il consolidamento della finanza pubblica ha costituito la linea di politica economica seguita più diffusamente nei paesi industriali, e ciò per buoni motivi. La politica monetaria è assai più flessibile, ma nel contesto dell'aggiustamento essa non può essere trattata come un fattore indipendente, in quanto troppo strettamente collegata agli interventi sul mercato valutario. Sebbene questi non impongano di per sé un cambiamento del corso della politica monetaria, non avrebbe senso vanificare gli interventi con politiche del tasso d'interesse che hanno effetti contrapposti. Qui risiede l'eventuale conflitto fra politiche del cambio "coordinate" e obiettivi interni. Di fronte a un siffatto conflitto, nell'ultimo quinquennio le autorità monetarie tedesche e ancor più quelle giapponesi hanno spesso optato per il coordinamento. È del tutto naturale che esse si debbano domandare se si è trattato di una scelta pagante, giacché i mercati dei cambi hanno continuato a essere instabili e gli squilibri esterni sono rimasti ampi, mentre esse hanno dovuto accettare tassi di espansione monetaria tali da consentire il generarsi di spinte inflazionistiche.

La stabilizzazione dei rapporti di cambio nominali comporta un'ulteriore problema, che non si pone soltanto al riguardo delle maggiori economie, bensì ogniquale volta vi sono paesi con differenti tassi d'inflazione. Sotto l'influsso sia dei mercati sia delle politiche, nei paesi ad alta inflazione, che tendono a essere anche quelli con ampi disavanzi esterni correnti, si hanno tipicamente elevati saggi d'interesse nominali. Laddove vi è un impegno credibile a mantenere stabili i tassi di cambio nominali – quanto meno per un certo periodo – gli alti tassi d'interesse nominali esercitano un'irresistibile attrazione sui flussi di capitali, fino al punto che monete fondamentalmente "deboli" si apprezzano, con pregiudizio per l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti correnti.

Ciò significa in sostanza che una politica volta a stabilizzare i tassi di cambio nominali in presenza di sensibili differenze nei tassi d'inflazione nazionali crea da sé le premesse della sua sconfitta. Il modo migliore di affrontare questo dilemma consiste ovviamente nell'assicurare che i tassi d'inflazione convergano verso lo zero. Una soluzione di ripiego per fornire una certa guida al tasso di cambio senza creare un circolo vizioso consiste nello stabilire obiettivi *mobili* di cambio nominale, ossia obiettivi di tasso di cambio formali o informali che contemplino esplicitamente aggiustamenti periodici dei cambi nominali in linea con i differenziali internazionali d'inflazione. È evidente tuttavia che ciò non risolverebbe il conflitto più fondamentale fra obiettivi interni ed esterni, il

quale può essere regolato soltanto attraverso una continua valutazione, ad opera di tutte le parti in causa, della priorità da attribuire ad essi in ciascuna situazione di fatto. Si è dovuto constatare che i tassi di cambio fluttuanti richiedono un certo grado di coordinamento internazionale delle politiche affinché le relazioni fra le monete non assumano un assetto fortemente distorto. Nondimeno, i costi di tale coordinamento devono essere mantenuti entro certi limiti. Un'espansione monetaria senza freni e una più elevata inflazione sarebbero certamente un prezzo troppo alto.

Ciò porta a considerare i crescenti timori circa la *fragilità dei mercati finanziari* in generale. Questi timori traggono origine da due distinti ordini di fattori, l'uno di carattere generico, l'altro più specifico. Il primo consiste nelle possibili implicazioni negative del rapido mutamento dei mercati finanziari nel corso dell'ultimo decennio. Si teme che l'ampio ventaglio di nuovi strumenti e di nuove procedure, nonché l'enorme espansione dell'attività sui mercati internazionali dei capitali, assieme ai livelli storicamente elevati raggiunti in molti paesi dall'indebitamento del settore privato, e in particolare delle famiglie, possa recare in sé pericoli che non sono ancora venuti alla superficie. La base giuridica di molti nuovi strumenti e transazioni non è ancora passata al vaglio di procedimenti giudiziali. Taluni prodotti finanziari sono sicuri fintanto che solamente un ristretto numero di operatori ne fa uso, ma possono dar luogo a problemi allorché vengono impiegati su vasta scala e quando tutti gli operatori cercano di collocarsi simultaneamente dallo stesso versante del mercato. Per esempio, alla diffusione di talune strategie automatiche di negoziazione sui mercati dei valori azionari e degli strumenti derivati, in particolare le tecniche di assicurazione del portafoglio, pare avere grandemente contribuito la sottovalutazione dei rischi ad esse inerenti. Il generale andamento favorevole dell'economia e la presenza di condizioni monetarie distese durante un periodo di più anni hanno creato un contesto propizio in cui hanno potuto prosperare molti strumenti finanziari, ma è difficile dire se questi sapranno reggere a un clima meno clemente.

La seconda fonte di timori è costituita da taluni sviluppi ed eventi effettivi nei mercati dei capitali o in determinati comparti del settore finanziario. Nonostante il ritmo sostenuto dell'espansione economica, certi segnali di stress si sono manifestati o sono divenuti più evidenti, a livello sia dei prezzi sia delle istituzioni finanziarie: la "mini-crisi" borsistica dell'ottobre 1989 e la successiva forte correzione dei corsi sul mercato azionario giapponese durante i primi mesi di quest'anno; il recente pronunciato rialzo dei tassi d'interesse; la lievitazione dei costi della crisi delle casse di risparmio negli Stati Uniti; le indicazioni – finora soprattutto negli Stati Uniti, ma anche nel Regno Unito e in Giappone – di perdite effettive e potenziali di intermediari finanziari, in particolare banche, derivanti dalla loro esposizione nel settore immobiliare; il collasso del mercato americano delle *junk bonds* e i problemi potenziali cui sono esposte le istituzioni creditizie pesantemente coinvolte nel finanziamento delle ristrutturazioni societarie attuate con ampio ricorso a capitale di prestito. A questi segni di stress fa da sfondo un problema debitorio internazionale ancora irrisolto, del quale si tratterà più avanti.

Tutti questi sviluppi, benché differiscano fra loro in termini di cause sottostanti e di importanza, concorrono ad alimentare i timori, in quanto possono essere

considerati indicativi di una crescente vulnerabilità del settore finanziario di fronte a un rallentamento dell'attività economica e ad eventuali ulteriori rialzi dei tassi d'interesse. Tali sviluppi intervengono inoltre nel momento in cui gli accadimenti nell'Europa orientale – fra cui i progressi verso l'unione monetaria ed economica tedesca – fanno sorgere la prospettiva di un accresciuto fabbisogno di risparmio mondiale. Qualora le difficoltà incontrate nel settore finanziario dovessero farsi più diffuse e più acute, esse potrebbero avere ripercussioni potenzialmente gravi sull'andamento dell'economia non soltanto nel mondo industrializzato, ma anche nei paesi in via di sviluppo.

La maggiore fragilità del settore finanziario pone una serie di sfide alle politiche sul piano sia macroeconomico sia strutturale. A livello della gestione macroeconomica vi è il rischio che le banche centrali vengano sollecitate in misura crescente a transigere con la priorità di lungo periodo assegnata all'inflazione, allo scopo di ottenere una maggiore stabilità a breve termine nel settore finanziario. Come mostra l'esperienza degli anni settanta e dei primi anni ottanta, una politica di questo genere non farebbe che serbare maggiori avversità per il futuro. In effetti, per lo meno in alcuni paesi, le attuali difficoltà sono in parte imputabili a una politica monetaria relativamente permissiva.

Per quanto concerne le politiche strutturali, si tratta di accrescere la capacità di resistenza del sistema finanziario agli *shocks* e di ridurre la probabilità che questi si verifichino, senza pregiudicare i benefici connessi alla liberalizzazione dei mercati e delle transazioni attuata negli ultimi anni. È questa un'area in cui molto è stato realizzato, come testimoniano il rafforzamento della base patrimoniale delle banche e le numerose iniziative volte ad adattare il quadro di regolamentazione e di vigilanza prudenziale al rapido mutare della fisionomia del sistema finanziario.

Che cos'altro dovrebbero fare le autorità per ridurre il rischio di instabilità? Esse non dovrebbero certo dare agli operatori del mercato un falso senso di sicurezza. Al contrario, un aspetto che merita ulteriore attenzione è come evitare assetti regolamentativi che comportano incentivi ad assumere soverchi rischi. Più in generale, in un mercato deregolamentato il grado di professionalità degli operatori deve essere tale da consentire loro una valutazione autonoma del rischio che accettano di assumere. Qualora essi dovessero chiaramente mostrare di non essere all'altezza di tale compito, potrebbe rendersi necessaria una "ri-regolamentazione" o qualche altra forma di disciplina ufficiale e di vigilanza allargata. Le autorità di molti paesi si stanno adoperando con il massimo impegno per trovare il giusto equilibrio a tale riguardo, non trascurando di trarre vicendevole insegnamento dalle esperienze rispettive.

Il *debito dei paesi in via di sviluppo a medio reddito* continua a figurare fra i problemi che i responsabili delle politiche sono chiamati a risolvere. La probabilità che i paesi indebitati e le banche creditrici compiano assieme significativi progressi, senza la presenza di un mediatore disposto a svolgere un ruolo che non sia meramente quello di mediatore, sembra essersi ridotta a poco o nulla. Gli elementi fondamentali della situazione debitoria sono stati descritti così spesso e sono cambiati così poco che non occorre dilungarsi al riguardo. Non vi può essere alcun progresso senza incessanti sforzi da parte dei paesi debitori medesimi. Un governo che non disponga di un solido mandato può raggiungere

assai presto i limiti della sua capacità di azione; e in un caso siffatto vi è ben poco che il mondo esterno possa fare di utile. Se invece un governo è in grado di impostare e di realizzare un programma economico, in linea di principio esso non dovrebbe più avere alcun dubbio sul da farsi.

Sul piano politico, tuttavia, resta difficile correggere il tasso di cambio di una moneta sopravvalutata, applicare prezzi realistici ai servizi pubblici e al tempo stesso riportare sotto controllo l'iperinflazione, ridurre un settore pubblico pletorico e mantenere la disoccupazione su livelli tollerabili, creare una sana base impositiva e promuovere lo sviluppo di un forte settore privato. Lo stesso vale a proposito degli obiettivi di stimolare il risparmio nazionale e di sviluppare mercati finanziari interni al fine di innalzare il saggio di investimento. Il realizzare tutto ciò più o meno contemporaneamente esige sforzi enormi e un'ampia base di consenso politico interno.

L'obiettivo finale di ripristinare l'affidabilità creditizia nei confronti del mondo esterno richiede però ancora di più: la dimensione e le condizioni del debito esterno devono essere ricondotte nei limiti della capacità del paese di onorarne il servizio *senza ricorrere a nuovi crediti bancari*. Il finanziare il servizio del debito accrescendo ancor più il livello dell'indebitamento crea un circolo vizioso, ed è questa prassi che ha condotto alle attuali difficoltà; non è in tale modo che se ne può venire a capo. Il problema della capacità di far fronte al servizio del debito esterno presenta due aspetti di immediata evidenza. Il primo è costituito dall'ammontare di risorse che il paese può destinare a tale scopo senza "strangolare" la sua economia; è dal paese medesimo – a condizione che esso trovi mercati aperti alle sue esportazioni – che dipende essenzialmente tale ammontare, fermo restando che i livelli internazionali dei tassi d'interesse e le condizioni globali della domanda costituiscono fattori esterni di indubbia importanza. Il secondo aspetto è il livello dell'indebitamento, grandezza su cui il paese non ha alcun influsso a posteriori. In questo ambito i paesi fortemente indebitati necessitano dell'aiuto dei loro creditori, aiuto che essi riusciranno verosimilmente ad ottenere soltanto se sapranno dimostrare che si assumono appieno il ruolo che compete loro nel mobilitare risorse e nel perseguire sane politiche economiche. Allorquando, con l'ausilio di un adeguato alleggerimento del debito in essere o del connesso servizio, verrà ripristinata l'affidabilità creditizia e saranno state rivitalizzate le economie, crescerà parimenti il livello di indebitamento per il quale può essere assicurato il servizio senza soverchi sacrifici economici. Soltanto a quello stadio potrà riprendere senza problemi il ricorso al credito a condizioni di mercato.

Da parte delle banche creditrici, talune forme di alleggerimento del debito o del servizio non sono più oggetto di un rifiuto categorico. Dopo così tanti anni e così tante ristrutturazioni dei prestiti le banche non si illudono di poter mai recuperare integralmente capitale e interessi. Esse sono state in grado di effettuare considerevoli accantonamenti a carico degli utili; e se potessero oggi monetizzare l'ammontare residuo sul mercato secondario, non ne soffrirebbero in termini di conto economico e anzi ne trarrebbero vantaggio in termini di rapporti di bilancio. L'iniziativa Brady del marzo 1989 ha cercato di far leva su questa constatazione, ottenendo un certo successo. Tuttavia, nel caso del Messico alle banche non è stata offerta una monetizzazione commisurata allo

sconto sul nominale applicato nel mercato secondario, com'è avvenuto negli accordi con le Filippine e la Costa Rica. Lo schema offerto di rinforzamento del credito mediante garanzie contemplava attività a prezzo scontato con scadenza trentennale, oppure attività alla pari, ugualmente a lungo termine, e con cedola d'interesse fissa inferiore ai tassi correnti del mercato, assistite da garanzia per il capitale e per una parte delle rate d'interesse su base rotativa. In altri termini, alle banche sono state offerte attività che, seppure più sicure di quelle oggetto di conversione, erano ovviamente di qualità inferiore al contante. Non sorprende quindi che le banche medesime siano state riluttanti ad accettare sconti sul nominale dell'ordine di quelli praticati sul mercato secondario.

Gli schemi negoziati, tuttavia, contenevano opzioni non soltanto per la riduzione del debito e del servizio, bensì anche per l'erogazione di nuovi crediti. Le aspettative a riguardo dell'entità dei nuovi fondi che sarebbero affluiti sono state generalmente deluse. Anche questo non desta molta sorpresa, se si considera che l'opzione dell'apporto di nuovi crediti non comportava alcun *do ut des*, cioè non prevedeva un rinforzamento del credito in essere né di quello di nuova erogazione, sulla base dell'argomentazione che sarebbe incongruente accordare nuovi prestiti e *insieme* richiedere il rinforzamento del credito. Questa argomentazione tuttavia non regge. Essa presuppone che i prestatori di nuovi fondi – diversamente dagli altri creditori – considerino ristabilita all'istante l'affidabilità creditizia allorché viene posto in atto lo schema di finanziamento. Ciò si riconnette all'affermazione fatta in precedenza, ossia che l'erogazione di nuovi crediti a condizioni di mercato dovrebbe essere posposta fino a che non sia ripristinato il merito di credito dei paesi indebitati. Purtroppo il ristabilimento dell'affidabilità richiede più di quanto è stato conseguito in termini di riduzione del debito e del connesso servizio nel quadro dell'iniziativa Brady. In ciò va individuata la vera carenza nella sua attuazione e non nel fatto che siano stati scarsi i nuovi fondi messi a disposizione dalle banche.

Ma come uscire da questa situazione? L'unico elemento da cui dovrebbe dipendere l'entità dei progressi che si possono compiere lungo le linee dell'iniziativa Brady è la misura in cui i paesi debitori riusciranno a svolgere il ruolo che loro compete nel modo sopra descritto. Alle banche commerciali dovrebbe essere offerta una gamma di congrue opzioni fra cui poter scegliere. In altri termini, vi dovrebbe essere flessibilità nell'offerta di fondi ufficiali per il rinforzamento del credito. Preferibilmente questi fondi non dovrebbero provenire soltanto dal FMI e dalla Banca Mondiale. Il Giappone ha fornito un buon esempio, che è auspicabile sia seguito da altri per far sì che si renda disponibile un adeguato sostegno a tutti i paesi che si impegnano a fondo nel rivitalizzare l'economia e nel rafforzare la capacità di servire il debito.

Quanto all'ultima delle questioni dianzi elencate, vi è da dire che negli ultimi tempi i *paesi più poveri* sono stati trattati alquanto generosamente dai loro creditori – principalmente ufficiali – anche se ciò non ha portato ad alcun significativo miglioramento nella loro situazione di base. È evidentemente necessario un aiuto più fondamentale affinché essi possano aiutare se stessi. Occorre una maggiore disponibilità a intraprendere sforzi congiunti lungo nuove vie per fronteggiare i casi più gravi di miseria umana. Quale che sia il "dividendo della pace", è questa un'area cui potrebbe ben affluire parte di esso. La questione è

peraltro così complessa e così distante dall'ambito di competenza della BRI da non consentire in questa sede la formulazione di proposte specifiche. Tuttavia, sull'urgenza del problema non vi possono essere dubbi.

L'argomento che si intende affrontare in questa parte finale delle Conclusioni non rientra nell'elenco delle tendenze rilevate in apertura. Si tratta di una questione che riguarda più da vicino la BRI: i passi da compiere verso l'istituzione di un'unione economica e monetaria nella Comunità europea. Per una parte importante l'iniziativa attiene ai Governatori delle banche centrali degli Stati membri che si riuniscono regolarmente presso la BRI e che stanno preparando l'avvio della prima fase, previsto per il 1° luglio 1990.

Il rapporto del "Comitato Delors", che proponeva la realizzazione dell'unione economica e monetaria in tre fasi, è stato approvato dai Capi di stato e di governo della Comunità nella riunione di Madrid del giugno 1989. Oltre a ribadire l'intenzione di fare dell'unione monetaria una realtà, essi hanno fissato la data di inizio della prima fase lasciando tuttavia indeterminata la sua durata. Nella successiva riunione di Strasburgo nel dicembre 1989 i Capi di stato e di governo hanno constatato l'esistenza della maggioranza necessaria per convocare, prima della fine del 1990, una conferenza incaricata di preparare l'emendamento del Trattato di Roma. Tale emendamento costituisce una condizione preliminare per il passaggio alla seconda e terza fase, così come previsto nel rapporto. La prima fase rappresenta, come si legge nel rapporto, "l'avvio del processo inteso a creare un'unione economica e monetaria". Essa è incentrata sul rafforzamento del coordinamento delle politiche, sulla rimozione di tutti gli ostacoli all'integrazione finanziaria e sull'adesione di tutte le monete comunitarie agli Accordi di cambio dello SME. Durante la prima fase il Comitato dei Governatori delle banche centrali "verrebbe di norma consultato prima dell'adozione delle decisioni nazionali sulle linee della politica monetaria, quali la fissazione di obiettivi annuali nazionali in materia di moneta e credito". Tuttavia, il rapporto rileva altresì che, in base alle legislazioni nazionali attualmente in vigore, per molti paesi non sarebbe possibile partecipare ad accordi che prevedono un coordinamento *ex ante* e vincolante delle politiche. Soltanto quando sarà stata raggiunta un'intesa su un nuovo trattato potranno essere intrapresi passi più consistenti.

Nel frattempo si è creato un certo consenso su taluni aspetti di sostanza, senza tuttavia una completa adesione da parte del Regno Unito. L'accordo informale delinea la struttura di un sistema europeo di banche centrali che si caratterizza per il fermo impegno al perseguimento della stabilità dei prezzi e per l'indipendenza da interferenze politiche. In merito a tutti questi punti è ovviamente più facile concordare sui principi che non sulla precisa formulazione giuridica.

Quando le negoziazioni scenderanno nei particolari diverrà altresì più chiaro di quanto non lo sia forse ora che, se le istituzioni possono essere create secondo il disegno dei partecipanti alle trattative, i dati di fatto della vita economica non sono ai loro comandi. La misura in cui la politica monetaria può avere successo indipendentemente dal corso seguito dalle altre politiche ne è esempio. Il "Comitato Delors" ha assunto una posizione decisa su questo punto, raccomandando per la terza fase tre regole e procedure comunitarie vincolanti in materia di politica macroeconomica e di bilancio che prevedono fra l'altro regole cogenti

per i bilanci nazionali. Nelle discussioni che ne sono seguite a livello accademico e, quel che più importa, in sede politica, sono stati sollevati dubbi sulla necessità di siffatti sacrifici in termini di sovranità nazionale. Ciò che va comunque riconosciuto da tutti è che si tratta di una questione empirica e non di opportunità politica. Alla base di essa vi è l'altra questione, di carattere più generale, se l'unione economica e monetaria debba rapidamente evolversi in unione politica, oppure se sia possibile realizzare con successo la prima senza procedere oltre con la seconda. Tale questione potrebbe non richiedere una risposta qualora le iniziative della Francia e della Germania per accelerare la realizzazione dell'unione politica in ambito comunitario dovessero trovare ampio sostegno. Ad ogni modo, allorché si giungerà alla negoziazione del Trattato ci si potrà richiamare all'esperienza della Germania, dove è parimenti previsto che l'unione monetaria preceda sì quella politica, ma sia seguita da quest'ultima in tempi brevi.

Non vi possono essere dubbi sul fatto che le banche centrali, in particolare, e la politica monetaria, in generale, saranno chiamate a dare il proprio contributo alla risoluzione dei problemi delineati in queste Conclusioni. Ed è naturale che sia così. Alle banche centrali compete una responsabilità primaria nel salvaguardare l'integrità del sistema finanziario e dei pagamenti. Al tempo stesso, la politica monetaria ha dimostrato di essere lo strumento più flessibile, e probabilmente più efficace, di cui le autorità dispongono per combattere l'inflazione e controllare l'evoluzione del cambio. Ma proprio a causa di questa efficienza i responsabili delle politiche saranno tentati di sovraccaricare la politica monetaria assegnandole il compito di realizzare troppi obiettivi alla volta. Questa tentazione sarà naturalmente accentuata dalla crescente riluttanza o dalla ridotta capacità dei governi nell'impiegare la politica fiscale come strumento di gestione macroeconomica.

In siffatte circostanze è d'importanza cruciale che il perseguimento della stabilità dei prezzi a livello interno si situi inequivocabilmente al primo posto nella scala di priorità della politica monetaria. Ciò è pienamente giustificato dal principio di validità generale che la persistenza di aspettative inflazionistiche costituisce nel lungo andare il peggiore nemico sia per la stabilità dei rapporti di cambio sia per l'ordinato funzionamento del sistema finanziario. Gli effetti favorevoli a lungo termine del perseguimento della stabilità dei prezzi interni sopravanzano di gran lunga tutte le eventuali conseguenze indesiderate che, in taluni casi, la lotta contro l'inflazione può avere nel breve periodo sull'evoluzione del cambio o sui mercati finanziari. Inoltre, questo ordine di priorità ha un'ulteriore rilevanza pratica nelle circostanze presenti: la tendenza dei tassi d'inflazione a slittare verso l'alto, che potrebbe mettere a repentaglio il risultato di anni di risoluto impegno antinflazionistico della politica monetaria, deve essere arrestata e invertita, e quanto prima tanto meglio.

Basilea, 22 maggio 1990

ALEXANDRE LAMFALUSSY
Direttore Generale

Bilancio e Conto Profitti e Perdite

al 31 marzo 1990

Bilancio al 31 marzo 1990

(in franchi oro – si veda la nota 1)

Attivo		
Oro		4 980 936 505
Cassa in contanti e conti a vista presso banche		15 096 809
Buoni del Tesoro		905 177 602
Depositi vincolati e anticipazioni		
In oro		
Fino a 3 mesi	66 130 305	
Ad oltre 3 mesi	140 075 059	
In valute		
Fino a 3 mesi	24 964 948 617	
Ad oltre 3 mesi	<u>3 237 748 101</u>	
		28 408 902 082
Titoli di Stato e altri titoli		
Fino a 3 mesi	4 991 267 678	
Ad oltre 3 mesi	<u>1 895 266 422</u>	
		6 886 534 100
Partite varie		94 465 017
Terreno, immobili ed arredi		<u>1</u>
		<u>41 291 112 116</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 1990 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 56 823 607 franchi oro.

Prima della
ripartizione dell'utile
netto dell'esercizio

Dopo la

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

Fondo di riserva generale 600 816 157

Fondo speciale di riserva per i dividendi 35 530 055

Fondo di riserva libero 442 066 872

30 070 313

622 416 157

39 530 055

488 466 872

1 108 483 397

1 180 483 397

Depositi (in oro)

Banche centrali

A vista 4 454 151 322

Fino a 3 mesi 14 205 902

Altri depositanti

A vista 399

4 468 357 623

4 468 357 623

Depositi (in valute)

Banche centrali

A vista 2 449 268 313

Fino a 3 mesi 29 674 857 258

Ad oltre 3 mesi 782 024 911

Altri depositanti

A vista 32 699 131

Fino a 3 mesi 1 263 270 813

Ad oltre 3 mesi 2 575 350

34 204 695 776

34 204 695 776

Sistema previdenziale del Personale 129 504 330

129 504 330

129 504 330

Partite varie 980 037 341

980 037 341

980 037 341

Conto profitti e perdite 104 330 524

104 330 524

—

Dividendo pagabile il 1° luglio 1990 —

41 291 112 116

32 330 524

41 291 112 116

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 1990, 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, 30 aprile 1990

PRICE WATERHOUSE & CO.

Conto Profitti e Perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1990
(in franchi oro)

Interessi netti e altri proventi di gestione		157 868 909
meno: Spese di amministrazione		
Consiglio di amministrazione	222 625	
Direzione e personale	21 406 759	
Funzionamento degli uffici e altre spese	<u>9 394 445</u>	<u>31 023 829</u>
Risultato netto di gestione		126 845 080
meno: Importi devoluti all'		
Accantonamento per spese straordinarie		
di amministrazione	9 014 556	
Accantonamento per immobili	5 000 000	
Accantonamento per la modernizzazione degli		
stabili ed il rinnovamento delle attrezzature	<u>8 500 000</u>	<u>22 514 556</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1990 ..		104 330 524
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: 200 franchi svizzeri per azione su 473 125 azioni ...		<u>32 330 524</u>
		72 000 000
Trasferimento al Fondo di riserva generale		<u>21 600 000</u>
		50 400 000
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi		<u>4 000 000</u>
		46 400 000
Trasferimento al Fondo di riserva libero		<u>46 400 000</u>
		<u> </u>

Variazioni delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1990
(in franchi oro)

I. Evoluzione dei Fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1989-90

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero
Consistenza al 1° aprile 1989, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1988-89	30 070 313	600 816 157	35 530 055	442 066 872
più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1989-90	—	21 600 000	4 000 000	46 400 000
Consistenza al 31 marzo 1990, come da Bilancio	30 070 313	622 416 157	39 530 055	488 466 872

II. Il Capitale versato ed i Fondi di riserva al 31 marzo 1990 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:

	Capitale versato	Riserve	Totale
Attività nette in			
Oro	295 703 125	366 257 514	661 960 639
Valute	—	814 225 883	814 225 883
	295 703 125	1 180 483 397	1 476 186 522

Consiglio di amministrazione

Dott. W.F. Duisenberg, Amsterdam
Presidente del Consiglio di amministrazione,
Presidente della Banca

Bernard Clappier, Parigi
Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Dott. Carlo Azeglio Ciampi, Roma
Bengt Dennis, Stoccolma
Dott. Lamberto Dini, Roma
Prof. Dott. Leonhard Gleske, Francoforte
Baron 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
Alfons Verplaetse, Bruxelles

Sostituti

A.D. Crockett, Londra, oppure
L.D.D. Price, Londra
Dott. Antonio Fazio, Roma, oppure
Dott. Carlo Santini, Roma
Philippe Lagayette, Parigi, oppure
Francis Cappanera, Parigi
Jean-Jacques Rey, Bruxelles
Dott. Hans Tietmeyer, Francoforte, oppure
Dott. Wolfgang Rieke, Francoforte

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, Capo del Servizio Contabilità
Jean-Marc Andreoli	Condirettore, Segretariato Generale
Yukio Iura	Condirettore, Dipartimento Bancario

