

---

# BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

---

## 62<sup>a</sup> RELAZIONE ANNUALE

---

1<sup>o</sup> APRILE 1991-31 MARZO 1992

BASILEA, 15 GIUGNO 1992

---

Banca dei Regolamenti Internazionali

62<sup>a</sup> Relazione annuale

1° aprile 1991 – 31 marzo 1992   Basilea, 15 giugno 1992



# Indice

	Pagina
Presentazione .....	1
I. Una crescita più debole di quanto generalmente previsto .....	3
II. Gli andamenti nei paesi industriali .....	10
Aspetti salienti .....	10
L'evoluzione del ciclo economico .....	10
Il ciclo attuale a confronto con precedenti fasi recessive .....	15
Gli andamenti nei singoli paesi .....	21
Le tre economie maggiori .....	21
Gli altri maggiori paesi industriali .....	28
Altri paesi industriali .....	30
I vincoli finanziari sull'attività reale .....	33
I vincoli dal lato dell'offerta di credito .....	34
L'onere debitorio del settore privato .....	36
III. Gli andamenti negli altri paesi .....	40
Aspetti salienti .....	40
Prodotto reale, inflazione e commercio estero nei PVS e nelle NIEs .....	41
Gli andamenti nelle NIEs .....	43
Prodotto reale e inflazione nei PVS .....	43
Andamenti dei saldi commerciali e correnti nei PVS .....	48
Debito esterno dei PVS .....	51
Andamenti nei paesi dell'Europa orientale .....	54
Paesi in fase avanzata di trasformazione .....	56
Paesi in fase iniziale di trasformazione .....	61
Paesi in differenti stadi di disgregazione .....	62
Tendenze comuni e questioni irrisolte .....	65
La necessità di una riforma fiscale .....	66
Il debito estero dell'ex Unione Sovietica e dell'Europa orientale .....	69
IV. Il commercio e i pagamenti internazionali .....	72
Aspetti salienti .....	72
Il commercio mondiale .....	73
Andamenti .....	73
Politiche commerciali .....	74
Andamenti di parte corrente nei paesi industriali e nelle NIEs dell'Asia .....	78
Stati Uniti .....	78
Giappone .....	81
Europa occidentale .....	82
Altri paesi industriali .....	84
Le NIEs dell'Asia .....	86
Europa orientale: commercio estero, convertibilità e tassi di cambio .....	87
Riorientamento dell'interscambio con l'Occidente .....	87
Convertibilità e politica del cambio .....	89

	Pagina
Unione Sovietica: disgregazione e andamento del commercio estero .....	92
Interscambio, fuga di capitali e rublo .....	92
Il nodo dei rapporti fra le repubbliche .....	93
Il ruolo crescente della Cina nel commercio mondiale .....	96
Principali movimenti di capitali .....	99
Investimenti diretti .....	99
Investimenti di portafoglio .....	101
Finanziamento dei principali squilibri .....	101
Riserve internazionali .....	103
 V. Politica monetaria: aspetti nazionali e internazionali .....	 110
Aspetti salienti .....	110
La politica monetaria nel 1991 – 92 .....	110
Le politiche di tasso d'interesse nelle maggiori economie .....	110
Le politiche di tasso d'interesse negli altri paesi dello SME .....	112
Le politiche di tasso d'interesse in altri paesi industriali .....	114
L'efficacia della politica monetaria .....	116
I differenti approcci di politica monetaria e il meccanismo di trasmissione .....	116
Meccanismi di trasmissione del tasso d'interesse .....	118
Prezzi delle attività e indebitamento .....	121
Gli aggregati monetari nel meccanismo di trasmissione .....	123
Il credito nel processo di trasmissione della politica monetaria .....	126
Incertezze nella presente situazione .....	128
Il funzionamento dello SME e i progetti di unione monetaria europea .....	129
Attuali problemi nel funzionamento dello SME .....	129
L'accordo di Maastricht .....	131
Criteri di convergenza .....	133
Implicazioni dell'unione monetaria .....	133
Il coordinamento e la cooperazione internazionale delle politiche a livello globale ....	137
 VI. Mercati interni delle attività, tassi di cambio e oro .....	 140
Aspetti salienti .....	140
Andamenti dei tassi d'interesse a lungo termine .....	141
I corsi azionari .....	145
I prezzi degli immobili .....	149
I mercati dei cambi .....	153
Gli andamenti delle principali monete .....	153
Tassi di cambio incrociati: yen e franco svizzero rispetto al marco tedesco .....	158
Andamenti all'interno del meccanismo di cambio dello SME .....	159
La corona svedese e il marco finlandese .....	163
L'oro .....	164
 VII. I mercati internazionali dei capitali .....	 169
Aspetti salienti .....	169
Quadro d'insieme dell'attività dei mercati .....	170
Il mercato bancario internazionale .....	172
La struttura per nazionalità dell'attività bancaria internazionale .....	174
Andamenti nei singoli centri di mercato .....	176
Operazioni dirette delle banche con soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante .....	178
Le operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante .....	180
Il mercato dei prestiti consorziali .....	181





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

	Pagina
Una crescita più debole di quanto generalmente previsto	
Crescita del prodotto mondiale .....	5
Gli andamenti nei paesi industriali	
Tassi di disoccupazione* .....	12
Inflazione dei prezzi al consumo .....	14
Domanda interna totale in termini reali* .....	16
Risparmio netto delle famiglie* .....	17
Tassi d'interesse reali a lungo termine* .....	20
Redditività del capitale investito nel settore imprese* .....	21
Andamento del PNL/PIL reale e delle componenti della domanda: maggiori paesi industriali .....	22
Alcuni indicatori economici dei nuovi Länder della Germania .....	27
Variazioni in termini reali del PIL e degli investimenti fissi negli altri paesi industriali ..	31
Finanziamento esterno nel settore delle imprese non finanziarie USA* .....	35
Ricchezza netta delle famiglie in rapporto al reddito disponibile* .....	37
Incidenza degli oneri finanziari* .....	38
Gli andamenti negli altri paesi	
Crescita del PIL nei PVS e nelle NIEs .....	42
Inflazione nei PVS e nelle NIEs .....	44
Bilancia delle partite correnti dei PVS .....	48
Indicatori del commercio estero per gruppi di PVS .....	50
Andamenti del PIL reale .....	55
Andamenti dei prezzi al consumo (IPC) e delle retribuzioni nominali (W) .....	56
Tassi di disoccupazione .....	58
Variazioni nel credito interno e nella quantità di moneta in termini reali .....	59
Andamenti del risparmio delle famiglie .....	60
Repubbliche sovietiche: indicatori economici di base (dati del 1988) .....	63
Repubbliche iugoslave: indicatori economici di base (dati del 1990) .....	64
Indicatori degli andamenti di bilancio .....	66
Il commercio e i pagamenti internazionali	
Indicatori dell'interscambio mondiale* .....	74
Struttura del commercio nel 1990 .....	76
Domanda interna relativa e tassi di cambio effettivi reali* .....	79
Stati Uniti: bilancia delle partite correnti .....	80
Giappone: bilancia delle partite correnti .....	81
Germania: bilancia delle partite correnti .....	83
Bilancia delle partite correnti dei paesi industriali e delle NIEs dell'Asia .....	85
Interscambio dei paesi dell'Europa orientale con i paesi industriali .....	88

Tassi di cambio effettivi reali: Polonia e Jugoslavia*	91
Produzione e interscambio di petrolio dell'ex Unione Sovietica	93
Struttura dell'interscambio fra le ex repubbliche sovietiche	94
Commercio estero della Cina: raffronto internazionale*	97
Cina: statistiche relative a commercio e pagamenti	98
Struttura globale degli investimenti diretti	99
Movimenti di capitali per investimenti di portafoglio nei paesi industriali	100
Movimenti di capitali: Stati Uniti, Giappone e Germania	102
Variazioni nelle riserve globali	104
Riserve ufficiali non auree (per paesi)	106
Composizione delle riserve ufficiali in valuta estera	108

### Politica monetaria: aspetti nazionali e internazionali

Tassi d'interesse ufficiali e di mercato*	112
Tassi del mercato monetario e rendimenti dei titoli di stato nei paesi dello SME	114
Tassi d'interesse e rendimenti obbligazionari in alcuni paesi*	115
Relazioni fra i tassi d'interesse*	120
Passività e attività finanziarie del settore privato non finanziario*	122
Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di espansione	124
Aggregati monetari e creditizi e PIL*	125
Espansione dei crediti bancari per tipo di destinazione	127
Crescita del credito bancario al settore privato	128
Indicatori di convergenza nello SME e criteri per l'UEM	135
Costi orari del lavoro nell'industria manifatturiera nei paesi CEE	136

### Mercati interni delle attività, tassi di cambio e oro

Tassi d'interesse a lungo termine e differenziali sui tassi a breve*	142
Corsi sui mercati azionari*	146
Corsi del mercato azionario corretti per l'inflazione*	148
Prezzi degli immobili in termini nominali	150
Prezzi dei terreni in Giappone	151
Prezzi degli immobili corretti per l'inflazione*	152
Tassi di cambio bilaterali del dollaro USA rispetto a determinate monete*	154
Differenziali d'interesse rispetto agli Stati Uniti*	155
Tassi di cambio bilaterali di yen e franco svizzero rispetto al marco*	158
Posizioni delle monete partecipanti nelle fasce di fluttuazione AEC*	160
Differenziali d'interesse rispetto alla Germania*	162
Mercato dell'oro: fonti e impieghi (stime)	165
Produzione mondiale di oro	166
Prezzi di mercato dell'oro in alcune monete*	167
Variabilità dei prezzi dell'oro su base giornaliera	168

### I mercati internazionali dei capitali

Attività sui mercati internazionali dei capitali*	170
Finanziamento netto sui mercati internazionali (stime)	171
Aspetti salienti dell'attività bancaria internazionale	173
Attività e passività internazionali delle banche in base alla nazionalità di appartenenza	174
Andamenti delle posizioni bancarie nei singoli centri dichiaranti: attività	176
Andamenti delle posizioni bancarie nei singoli centri dichiaranti: passività	177
Attività delle banche dichiaranti alla BRI verso soggetti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci	178
Il mercato bancario internazionale quale sbocco dei depositi di soggetti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci	179

	Pagina
Operazioni delle banche dichiaranti alla BRI con i paesi esterni	
all'area dichiarante .....	181
Mercati interni e internazionali della commercial paper e delle notes a medio termine .	183
Aspetti principali dell'attività sul mercato obbligazionario internazionale .....	184
Rendimenti di determinate obbligazioni internazionali e tassi d'interesse	
sui depositi in eurodollari* .....	185
Attività di emissione sul mercato obbligazionario e tasso di cambio effettivo	
del dollaro USA* .....	186
Tipologia e struttura per valute delle emissioni obbligazionarie internazionali .....	187
Attività di emissione sui mercati obbligazionari nazionali e internazionali .....	188
Attività di emissione di operatori del settore privato sui mercati mobiliari nazionali	
e internazionali .....	189
Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse internazionali .....	191
Caratteristiche principali del mercato degli swaps di tasso d'interesse .....	192
Composizione per monete dei nuovi swaps di valuta nel primo semestre del 1991 ...	193
Il mercato dell'ECU privato .....	197
Flussi creditizi delle banche dichiaranti alla BRI verso determinati PVS .....	199

## Aspetti strutturali dei mercati dei capitali e vigilanza prudenziale

Espansione di taluni mercati di strumenti finanziari derivati .....	205
Transazioni internazionali in obbligazioni e azioni . .....	206
La crescita degli investitori istituzionali .....	206
Indebitamento del settore privato in alcuni paesi .....	207
Reddito bancario non da interessi .....	208
Indicatori della crescita del settore finanziario .....	209
Indicatori delle tendenze del volume delle contrattazioni nei mercati mobiliari* .....	210
Indicatori delle tendenze del valore dei pagamenti* .....	211
Indicatori della variabilità dei rendimenti di borsa e obbligazionari* .....	212
Prestiti immobiliari delle banche in alcuni paesi .....	213
Margini di profitto delle banche .....	216
Andamenti di lungo periodo dei corsi delle azioni bancarie .....	218

## L'attività della Banca

Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1992 .....	229
BRI: evoluzione del totale di bilancio negli ultimi cinque esercizi .....	231
BRI: evoluzione delle risorse negli ultimi cinque esercizi .....	232
BRI: origine delle risorse finanziarie esterne .....	233
BRI: natura e scadenza delle risorse finanziarie esterne .....	234
BRI: evoluzione degli impieghi e di altre attività, per tipologia .....	235
BRI: depositi vincolati e anticipazioni, titoli di stato e altri titoli,	
suddivisi in base alla vita residua .....	236



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

*sottoposta all'Assemblea Generale Ordinaria  
della Banca dei Regolamenti Internazionali  
tenuta in Basilea il 15 giugno 1992*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la sessantaduesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1991 e terminato il 31 marzo 1992.

Dopo il trasferimento di franchi oro 3.650.285 all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e di franchi oro 11.000.000 all'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature, l'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 119.460.160 a fronte di franchi oro 114.892.783 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 32.460.160 al pagamento di un dividendo di 200 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 26.100.000 al Fondo di riserva generale, franchi oro 3.000.000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 57.900.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1991-92 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1992.

## I. Una crescita più debole di quanto generalmente previsto

L'indebolimento del ciclo, protrattosi più a lungo di quanto era stato previsto un anno fa, si è propagato a un maggior numero di paesi nel corso del 1991, giacché è rallentata l'attività in Giappone e in Germania, i due paesi industriali le cui economie agli inizi dello scorso anno si espandevano ancora a ritmo sostenuto. Con una crescita del prodotto totale inferiore all'1% (tabella di pagina 5), il 1991 ha fatto registrare la più debole espansione economica dei paesi industriali dal 1982, e per la prima volta in otto anni il tasso di disoccupazione è aumentato, raggiungendo a fine anno il livello del 7,5%. Il Capitolo II della Relazione esamina una serie di fattori specifici che possono contribuire a spiegare perché la maggior parte delle valutazioni in merito alle prospettive a breve termine delle economie industriali si sia rivelata troppo ottimistica. L'onere debitorio del settore privato, aggravato dalla marcata flessione dei prezzi delle attività reali, sembra essere stato il fattore di maggiore peso. Inoltre le decisioni di spesa delle famiglie e delle imprese non hanno agito a sostegno della ripresa avviatasi dopo la fine delle ostilità del Golfo e, anzi, il clima di fiducia è sceso a nuovi minimi nella seconda metà del 1991. Nello stesso tempo, il fatto che la recessione sia iniziata prima in paesi con ampi disavanzi di parte corrente ha teso a ridurre gli squilibri internazionali nel 1991. Un'eccezione notevole a questo miglioramento, come sarà esaminato nel Capitolo IV, è rappresentata dal sensibile aumento dell'eccedenza del Giappone.

L'andamento sottotono dell'attività ha condotto a un allentamento delle politiche macroeconomiche in un certo numero di paesi, in modo particolare negli Stati Uniti, in Australia e successivamente in Giappone. In altri paesi, per contro, la politica monetaria, come verrà descritto nel Capitolo V, non è stata orientata a obiettivi anticiclici, neppure quando si è palesata un'inattesa debolezza della domanda. In Germania, Italia e alcuni altri paesi europei sono emerse forti pressioni inflazionistiche, che non hanno consentito alcun allentamento delle politiche monetarie. In altri paesi le autorità monetarie hanno dato priorità all'obiettivo del cambio, benché ciò comportasse l'accettazione di politiche più restrittive di quanto si ritenesse auspicabile per ragioni di ordine interno. Dal lato della politica fiscale, persino agli stabilizzatori automatici è stato permesso solo di operare in misura limitata, affinché i mercati finanziari non ne traessero la conclusione che il consolidamento delle finanze pubbliche non figurava più tra gli obiettivi prioritari di economia dell'offerta. Tuttavia in alcuni paesi, con l'approssimarsi delle scadenze elettorali, tale fermezza di recente ha dato segni di cedimento.

L'assenza di importanti reazioni di politica macroeconomica in molti paesi riflette senza dubbio una diffusa perdita di fiducia nell'efficacia e nell'utilità di un'azione di stimolo a breve termine, considerando il pregiudizio che può



derivarne agli obiettivi di medio periodo. Essa può anche rispecchiare il convincimento di fondo che i rischi di un deteriorarsi della situazione siano limitati e che il pericolo di un'imminente depressione mondiale sia esiguo. Questa fiducia si basa su argomenti alquanto solidi: i recenti miglioramenti strutturali non sono venuti meno e la redditività nell'industria manifatturiera non è scesa di molto rispetto ai più sani livelli raggiunti nella seconda metà degli anni ottanta. In certa misura una contrazione ciclica della domanda, anche se strettamente sincronizzata tra i paesi, va considerata normale, particolarmente dopo una fase espansiva così lunga, vigorosa e altrettanto sincrona, come quella del 1983-1990.

Un aspetto positivo della situazione presente è il modo in cui l'inflazione ha risposto in alcuni paesi alla ridotta pressione della domanda. Recentemente negli Stati Uniti il tasso d'inflazione dei prezzi al consumo è sceso al più basso livello dal 1986, l'anno con il migliore risultato dal 1965; in Canada si deve risalire a trent'anni fa per ritrovare un livello analogo a quello attuale. Nel Regno Unito e in Svezia gli attuali tassi d'incremento dei prezzi su dodici mesi non superano la metà di quelli che si registravano soltanto due anni or sono. In Australia e Nuova Zelanda i prezzi non sono praticamente aumentati lo scorso anno. Il caso anomalo è la Germania, con il più alto tasso d'inflazione tra i paesi del Gruppo dei Sette dopo l'Italia. Sebbene tutti questi tassi d'inflazione siano in parte distorti per effetto di provvedimenti tributari e di variazioni dei tassi ipotecari o dei prezzi dell'energia, nondimeno essi fanno ritenere che nella maggior parte dei paesi la "stagflazione", ovvero l'insensibilità delle pressioni inflazionistiche alla debolezza dell'attività economica, non rappresenti oggi una seria minaccia, anche se la rigidità di molti mercati del lavoro costituisce ancora un problema.

Un altro aspetto degli accadimenti economici nel periodo sotto rassegna è motivo di conforto in un contesto per lo più sfavorevole. Particolarmente incoraggiante è la ripresa dell'economia di quei paesi dell'America Latina che negli ultimi anni hanno adottato risolte politiche antinflazionistiche e riforme strutturali. Siffatte politiche sono in atto da tempo in molti paesi asiatici, nei quali la crescita reale ha continuato ad essere vigorosa lo scorso anno, nonostante la recessione nei paesi industriali. Nello stesso tempo il reddito reale pro capite ha continuato a scendere nell'Africa sub-sahariana e, come conseguenza della guerra del Golfo, la crescita del prodotto reale si è sensibilmente indebolita nel Medio Oriente.

Non vi è dubbio, tuttavia, che l'attuale rallentamento nel mondo industriale ha aggravato le difficoltà con cui sono alle prese i paesi in transizione da un'economia pianificata a un'economia di mercato. La violenta frantumazione della Jugoslavia e la disgregazione dell'Unione Sovietica rappresentano una nuova pagina di questa storia altamente drammatica, in cui l'evento positivo fondamentale – la riconquista della libertà e dell'iniziativa economica – rischia costantemente di essere sopraffatto da una pluralità di problemi che richiedono soluzioni urgenti. Il Capitolo III tratta delle difficoltà incontrate dai paesi dell'Europa orientale, dove si è accentuata la caduta del prodotto reale e dove la disoccupazione è fortemente salita.

L'economia della transizione è già abbastanza difficile di per sé. La riforma strutturale è, pressoché per definizione, un processo lento, tanto più quando

ogni cosa va cambiata. La più importante questione interna presa in esame nel Capitolo III è la situazione fiscale, che rischia di sfuggire al controllo in quasi tutti questi paesi, dove le entrate e le uscite seguono traiettorie fortemente divergenti. La politica macroeconomica è seriamente ostacolata dal fatto di dover operare con strumenti di nuova adozione che non possono funzionare correttamente in mercati sottosviluppati. Al tempo stesso i responsabili delle politiche non possono far ricorso ai vecchi meccanismi operativi se vogliono creare spazio per un ulteriore sviluppo dei mercati. Ciò equivale spesso a cercare la quadratura del cerchio. L'aprire i mercati interni alla concorrenza internazionale e il consentire agli imprenditori locali di sfruttare le opportunità offerte dai mercati mondiali sono elementi essenziali di questo processo. I passi intrapresi per giungere a una riforma della politica commerciale e alla convertibilità della moneta negli ex paesi comunisti, nonché in Cina, sono esaminati nel Capitolo IV.

Ma anche una corretta strategia economica può non essere sufficiente. Il processo politico di transizione richiede un ampio sostegno popolare, giacché le riforme nell'Europa orientale sono di natura democratica. La popolazione di quei paesi non paragona, e di fatto non può paragonare, la propria esperienza attuale con ciò che sarebbe potuto accadere qualora il vecchio regime fosse rimasto al potere; essa tende a raffrontarla con la situazione di un tempo, prima che il totale fallimento del socialismo emergesse in tutta la sua evidenza. Questa

Crescita del prodotto mondiale <sup>1</sup>							
Gruppi di paesi e aree	1984-86 PIL	1981-86 media	1987	1988	1989	1990	1991
	in % del totale	variazioni percentuali del PIL reale					
Sette paesi maggiori	59,0	2,7	3,3	4,5	3,3	2,5	1,0
Altri paesi industriali <sup>2</sup>	12,7	2,3	3,2	3,5	3,6	2,7	0,5
Paesi in via di sviluppo	18,5	3,4	4,0	4,3	3,4	3,4	3,5
Maggiori produttori di petrolio <sup>3</sup>	6,4	0,6	0,5	1,7	3,0	4,4	2,3
Altri paesi in via di sviluppo	12,1	5,1	6,0	5,7	3,6	2,8	4,1
Africa e Medio Oriente	1,8	3,2	3,4	4,5	1,0	3,0	3,1
Asia	6,6	7,0	8,1	9,2	5,4	5,2	5,4
di cui: NIEs <sup>4</sup>	1,6	7,5	12,1	9,5	6,3	6,7	7,2
America Latina	3,7	2,5	3,3	0,1	1,6	-1,4	2,2
Europa orientale <sup>5</sup>	9,8	3,0	1,8	3,7	1,7	-4,1	-16,8
Totale mondiale	100,0	2,8	3,3	4,3	3,2	2,1	-0,4
Per memoria: totale mondiale, esclusa Europa orientale		2,8	3,4	4,4	3,4	2,7	1,4

<sup>1</sup> Per i sette maggiori paesi industriali e per gli altri paesi industriali le medie dei tassi di crescita sono ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio del 1989; per gli altri gruppi, le medie sono ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio del 1984-86, includendo tutti i paesi il cui PIL nel 1989 ammontava ad almeno \$ USA 0,1 miliardi. <sup>2</sup> Comprende i paesi elencati nella tabella di pagina 31, più Islanda, Lussemburgo e Malta. <sup>3</sup> Membri OPEC, Messico e Trinidad e Tobago. <sup>4</sup> Economie di recente industrializzazione: Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan. <sup>5</sup> Dati sul prodotto nazionale convertiti a tassi di cambio non commerciali.

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



percezione distorta rende tanto maggiori le difficoltà sul fronte politico quanto più la ripresa economica tarda ad avviarsi. Potrà rendersi necessaria un'assistenza finanziaria esterna in quantità rilevanti per offrire anche solo quel barlume di speranza occorrente a sostenere lo slancio politico.

In siffatto contesto, tuttavia, è possibile trarre utili insegnamenti dal simultaneo processo di transizione in atto nella Germania orientale dove, in condizioni pressoché di esperimento controllato, l'aiuto esterno è largamente disponibile a tutti i livelli – finanziario, manageriale, tecnico e amministrativo – dove non esistono barriere linguistiche, dove sono presenti sia una nuova solida cornice giuridica sia una solida moneta, dove sono all'opera responsabili delle politiche di grande esperienza; e dove purtuttavia il processo di transizione si svolge in modo tutt'altro che agevole. Vero è che tutti questi indiscutibili vantaggi vanno visti a fronte degli svantaggi non trascurabili che in larga misura sono assenti negli altri paesi ex socialisti. A prescindere dalla massiccia rivalutazione determinata dall'unione monetaria, lo svantaggio forse più grande è rappresentato dall'esplosione delle aspettative come conseguenza dell'unione politica. Le frustrazioni che accompagnano il processo di transizione in Germania mostrano comunque che l'aiuto esterno – per quanto abbondante – non costituisce alcuna panacea per il rapido superamento del retaggio lasciato dal socialismo: proprietà statale dei mezzi di produzione; arretratezza tecnologica in quasi tutti i settori; degrado delle infrastrutture, degli impianti industriali e del patrimonio edilizio; totale incuria dell'ambiente; una struttura dei prezzi fortemente distorta; e assoluta mancanza di competenze di *marketing*. Tutti questi sono ostacoli giganteschi che si frappongono a una pronta ripresa della crescita in condizioni di economia di mercato, e di fronte ai quali l'assistenza esterna, di qualsiasi genere, non può fornire una rapida via di uscita.

La forma di assistenza che può contribuire maggiormente al processo di transizione e al rilancio della crescita economica nei paesi dell'Europa orientale è quella di offrire loro libero accesso ai mercati occidentali. Negli ultimi anni parecchi paesi industriali hanno deviato ulteriormente dagli ideali di libero scambio di cui si proclamano fautori, mentre molti paesi in via di sviluppo hanno adottato misure decisive per aprire all'esterno le proprie economie. L'Uruguay Round è stato il più protratto dei negoziati commerciali condotti nell'ambito del GATT. La resistenza a ulteriori concessioni reciproche sembra farsi sempre più forte. Gli accordi commerciali su base regionale, che ormai rappresentano un aspetto importante delle relazioni mercantili mondiali, distolgono l'attenzione dalla scena globale. La questione è trattata in modo più approfondito nel Capitolo IV ed è ripresa nelle Conclusioni. Essa è della massima importanza, non solo per i paesi in transizione, ma per la prosperità economica del mondo intero. In questo senso, *tutti* i paesi, e non soltanto quelli ex socialisti, dovrebbero impegnarsi in una transizione verso economie di mercato libere e più aperte. Le distorsioni di mercato e le barriere alla concorrenza sono altrettanto deleterie nel contesto internazionale quanto lo sono a livello nazionale.

E' lecito presumere che quanto vale per i mercati dei beni si applica altresì ai mercati finanziari, oppure le questioni della stabilità finanziaria e/o dell'efficacia della politica monetaria implicano l'esigenza di una regolamentazione speciale? Si tratta di un interrogativo cui viene prestata particolare attenzione in questa

Relazione, dapprima nel Capitolo V, con riferimento al meccanismo di trasmissione della politica monetaria, più in generale nel Capitolo VIII, dove si affrontano taluni aspetti dei cambiamenti strutturali nei mercati finanziari in un'ottica di più lungo periodo, e infine nelle Conclusioni. A tale interrogativo non vi può essere una risposta univoca: gli organi di regolamentazione e di vigilanza hanno certamente una funzione da svolgere, e non soltanto relativamente al settore bancario nella sua accezione ristretta, ma anche in altri comparti dell'industria dei servizi finanziari. La questione è dove tracciare la linea di demarcazione tra l'intervento dei poteri pubblici e le forze di mercato, questione alla quale i vari paesi hanno tradizionalmente dato risposte alquanto diverse. Nondimeno la crescente globalizzazione dei mercati finanziari ha reso imprescindibile il coordinamento degli sforzi nazionali in questo ambito. I coefficienti patrimoniali concordati a Basilea sono un frutto di tale coordinamento. Ad essi sono state rivolte alcune critiche, ma pochi sosterrrebbero che sarebbe privo di rischi il consentire alle banche di operare con una base di capitale molto più bassa di quella stabilita da tali coefficienti. Naturalmente ogni quadro normativo deve essere adeguato ai nuovi sviluppi di mercato; essendosi dapprima focalizzati esclusivamente sul rischio di credito, i requisiti patrimoniali di Basilea dovranno essere modificati con il tempo per contemplare rischi di mercato di varia natura, il che tecnicamente non è facile.

Il 1991 ha fatto registrare una contrazione assoluta degli aggregati bancari internazionali, per la prima volta da quando sono disponibili questi dati. Essa non riflette tuttavia un fenomeno di "credit crunch" a livello internazionale. In larga parte riguarda le operazioni interbancarie delle banche giapponesi e, più in generale, denota un cambiamento nella strategia delle banche, da una politica di "espansione a ogni costo" alla ricostituzione dei margini di profitto. I rendimenti obbligazionari hanno mostrato un elevato grado di indipendenza dai tassi interni a breve, ma una considerevole interdipendenza fra i diversi paesi. A seconda dell'orientamento della politica monetaria, ciò ha comportato curve dei rendimenti fortemente inclinate o invertite (Capitoli V e VI). Non vi è dubbio che le aspettative di inflazione interna esercitano un importante influsso sui rendimenti delle obbligazioni nazionali, ma non sempre si può presumere che esse costituiscano il fattore determinante allorché divergono i tassi a breve e a lungo termine. L'enigma degli alti tassi "reali" viene affrontato nel Capitolo II, anche se bisogna ammettere che sul piano analitico l'esperienza del 1991 non ha consentito di compiere molti progressi in questo ambito. I mercati azionari, che nel 1987 e, in minor misura, nel 1989 avevano mostrato una stretta interconnessione, lo scorso anno hanno seguito strade del tutto autonome, dopo il loro rialzo sincrono alla fine della guerra del Golfo. I nessi con la situazione congiunturale di un paese – e in particolare con la situazione e le prospettive in termini di profitti delle imprese – possono essere individuati solo considerando sfasamenti temporali alquanto lunghi, in effetti di diversi anni (Capitolo VI).

In alcuni paesi i prezzi delle proprietà immobiliari hanno subito pressioni al ribasso eccezionalmente forti, aggiungendo un'altra pagina alla storia dell'inflazione dei prezzi delle attività e di come essa si ricollegghi all'inflazione in generale, a "bolle speculative" e alla situazione economica d'insieme. La deflazione dei prezzi degli immobili, se così la si può chiamare, può essere considerata come un



fenomeno nuovo nella storia economica postbellica dei paesi industriali, sebbene dopo gli accessi inflazionistici degli anni settanta si fosse già assistito in alcuni paesi a riduzioni di notevole portata dei prezzi degli immobili non residenziali. Senza dubbio è stata necessaria una decisa flessione nella tendenza dell'inflazione affinché si concretizzasse una deflazione dei prezzi delle attività. Se non sarà arginata, quest'ultima potrebbe non solo ripercuotersi ulteriormente sulle istituzioni finanziarie dei paesi interessati, ma anche condizionare le prospettive di una piena ripresa economica. Data la mancanza di riferimenti storici al riguardo, è difficile valutare il pericolo potenziale di un circolo vizioso di cali che si autoalimentano. Ma andrebbe ricordato che le economie industriali non hanno cessato di essere più inclini all'inflazione che alla deflazione, e che in passato il timore di spirali deflazionistiche si è sempre rivelato infondato.

Nel periodo in esame non è emersa nel complesso una tendenza rilevante nei principali rapporti di cambio. Ciò può forse destare sorpresa se si considerano le marcate divergenze negli orientamenti delle politiche monetarie. Nell'arco del periodo il dollaro ha tuttavia compiuto un ciclo relativamente ampio di apprezzamento e di declino. Sono stati effettuati interventi in prossimità del picco di questo ciclo e nuovamente agli inizi di quest'anno, allorché il dollaro ha ripreso a salire. Pur avendo registrato una crescita significativa, i flussi di capitali non sono stati di natura tale da determinare forti perturbazioni sui mercati dei cambi. All'interno dello SME non vi sono stati riallineamenti e le occasionali tensioni generate da speculazioni su una correzione delle parità sono state di durata relativamente corta. Il Vertice di Maastricht ha avuto effetti solo di breve momento sui mercati finanziari. E' parso che questi avessero deciso di non trarre da esso conclusioni immediate, bensì di prender tempo nel valutarne le implicazioni per lo SME nella fase intermedia. Questa impressione può non essere in linea con le ipotesi ampiamente accettate sulle velocità di aggiustamento dei mercati finanziari. Tuttavia le disposizioni del Trattato sull'unione monetaria rappresentano qualcosa di più di una semplice notizia che i mercati possono assimilare rapidamente. Esse contemplano una serie assai complessa di possibili linee d'azione dipendenti da varie condizioni, e allo stato attuale è molto difficile stabilire quali paesi saranno in grado di soddisfare tali condizioni o con quanto rigore esse saranno applicate.

Il Trattato rappresenta un accordo sulla mera ossatura di un'unione economica e monetaria, e molte importanti questioni restano da decidere. Stranamente, l'aver raggiunto un consenso di base non sembra aver reso in alcun modo più facile la soluzione delle restanti questioni. Ai governi che si erano impegnati a raggiungere un accordo di principio non spiaceva la mancanza di dibattito pubblico nei rispettivi paesi prima del vertice di Maastricht, ed essi hanno fatto poco o nulla per stimolarlo. Essendo poi riusciti a presentare a sorpresa il programma a un pubblico largamente impreparato, essi si trovano ora ad affrontare dibattiti e dissensi tardivi. Ciò ha fatto sorgere qualche dubbio sulle sue prospettive di attuazione, anche se in nessun paese membro si è delineata una compatta opposizione parlamentare alla ratifica del Trattato. Come esaminato in modo più approfondito nel Capitolo V, un'unione monetaria tra economie per certi aspetti così divergenti come quelle dei paesi CEE, anche se i criteri di convergenza saranno applicati rigorosamente, è un'impresa gravida di incertezze

che possono senz'altro dare adito a opinioni contrastanti a mano a mano che si sviluppa il dibattito incentrato sulle implicazioni concrete.

La struttura della Relazione è stata in parte modificata rispetto agli ultimi anni. I tre capitoli che seguono passano in rassegna, come in precedenza, gli sviluppi economici in diversi gruppi di paesi e l'evoluzione delle bilance dei pagamenti. Il capitolo successivo analizza la politica monetaria sotto il duplice profilo nazionale e internazionale. Fa quindi seguito un capitolo che tratta dei mercati finanziari in tutti i loro aspetti, incluse le operazioni in cambi, e riassume gli sviluppi sui mercati immobiliari. Così come in passato, i mercati internazionali dei capitali compresi nelle statistiche della BRI sono esaminati in un capitolo separato. Infine, quest'anno un capitolo è specificatamente dedicato all'esame dei cambiamenti strutturali intervenuti sui mercati finanziari nonché alle loro implicazioni.



## II. Gli andamenti nei paesi industriali

### Aspetti salienti

La fase di indebolimento dell'attività economica, iniziata nel 1990, è proseguita per tutto lo scorso anno e si è praticamente estesa all'intero mondo industrializzato. Quasi un terzo dei paesi è rimasto in recessione, si è conclusa la rapida espansione in Germania e in Giappone ed è rallentata la crescita in diversi paesi europei i cui andamenti nel 1990 erano stati ancora relativamente favorevoli. Nel complesso la contrazione ciclica è stata più moderata rispetto alle fasi recessive dei primi anni ottanta e della metà degli anni settanta, in gran parte perché sono state più contenute le pressioni inflazionistiche interne, così come gli aumenti di prezzo del petrolio intervenuti in precedenza. Nondimeno, l'inflazione costituisce ora un problema serio in Germania e continua a destare una certa preoccupazione in diversi altri paesi europei maggiori. Gli sforzi volti a contrastarla, insieme ai vincoli sui tassi d'interesse derivanti dal regime di cambio dello SME, hanno contribuito a mantenere alti i tassi d'interesse reali in tutta l'Europa. Inoltre le tensioni e gli squilibri finanziari, in gran parte accumulati durante la precedente espansione, hanno svolto un ruolo insolitamente di primo piano in questa fase del ciclo, e i persistenti, diffusi problemi di bilancio del settore pubblico hanno ridotto i margini disponibili per politiche di stimolo fiscale. Tutti questi fattori fanno ritenere che gli influssi restrittivi sulla domanda, quantunque meno forti che in cicli precedenti, siano stati d'intensità, durata e ampiezza maggiori di quanto si prevedesse un anno fa.

### L'evoluzione del ciclo economico

Lo scorso anno nell'insieme dei paesi industriali il prodotto reale è aumentato in media solo dello 0,9%, il ritmo di crescita complessivamente più lento dal 1982 e alquanto inferiore in quasi tutti i paesi a quello registrato nel 1990. Lo scorso anno è stato anche caratterizzato dalla fine del *boom* degli investimenti delle imprese in Europa e in Giappone, da una disoccupazione in aumento e da seri vincoli alle politiche macroeconomiche di molti paesi.

Il prodotto ha continuato a flettere per tutto il 1991, o per gran parte dell'anno, nel Regno Unito, in Australia, Svezia, Finlandia e Nuova Zelanda. Negli Stati Uniti, in Canada e Svizzera, anche se la recessione pareva essersi conclusa, la crescita sui quattro trimestri dell'anno è stata modesta o nulla. In questi paesi, fatta eccezione per gli Stati Uniti, la debolezza dell'attività è in gran parte riconducibile alla sovraespansione degli anni precedenti e alle connesse pressioni inflazionistiche che avevano spinto le autorità ad imporre una severa stretta monetaria. La decelerazione è in genere iniziata diversi trimestri prima del conflitto del

Debole crescita  
nel 1991

Golfo e in Australia e Finlandia è stata di intensità pari o superiore a quella di precedenti cicli del dopoguerra. Negli Stati Uniti la fase recessiva è stata relativamente blanda, ma la debolezza dell'attività si è protratta oltre il previsto. Invero sia in questo paese sia in Canada l'attività aveva dato segni di ripresa nella primavera scorsa, ma è tornata ad indebolirsi successivamente, in parte perché il recupero dei consumi è stato minore del previsto.

Si esaurisce la  
rapida espansione  
in Giappone

Nuovi importanti fattori di debolezza sono emersi lo scorso anno con l'esaurirsi della rapida espansione in Giappone e in Germania. In Giappone la crescita del prodotto aggregato ha continuato a rallentare decisamente per tutto il 1991, fino ad arrestarsi nell'ultimo trimestre, e nella Germania occidentale l'attività economica è calata nella seconda metà dell'anno. Il rallentamento in Giappone ha rispecchiato principalmente la decelerazione degli investimenti delle imprese e di quelli in abitazioni rispetto al ritmo eccezionalmente rapido del precedente quinquennio. La dinamica dei redditi delle famiglie, l'occupazione, i tassi d'interesse e altre fondamentali determinanti della domanda hanno avuto andamenti più favorevoli che nella maggior parte degli altri paesi. Tuttavia la perdurante debolezza dei prezzi degli immobili e delle azioni, nonché il forte calo di fiducia delle imprese a partire dagli ultimi mesi del 1991 hanno accresciuto i timori circa la gravità della decelerazione che potrebbe subire l'attività economica.

Sotto l'influsso  
degli andamenti  
in Germania...

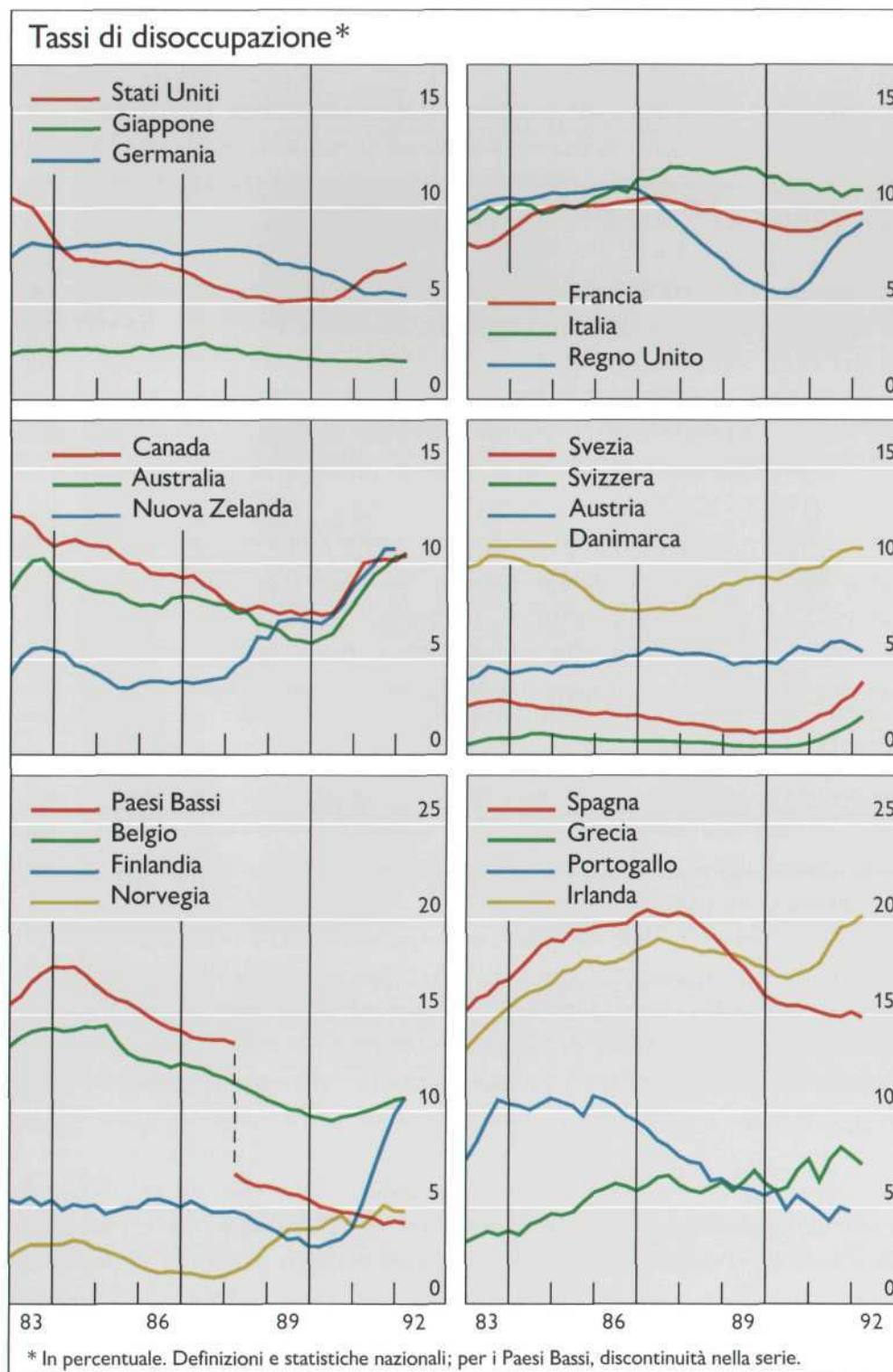
Il rallentamento nella Germania occidentale, sebbene accentuato in parte dagli inasprimenti fiscali di metà anno, riflette parimenti un significativo indebolimento di fondo della domanda. In particolare, la domanda proveniente dai nuovi *Länder*, che era stata un fattore importante della crescita nel 1990 e nella prima parte del 1991, ha subito una notevole decelerazione in quanto l'eccezionale accumulazione di beni di consumo durevoli da parte delle famiglie è andata scemando parallelamente alla diminuzione delle erogazioni pubbliche che avevano costituito il principale sostegno della domanda regionale. Il rallentamento della spesa pubblica è imputabile a temporanei vincoli, dal lato dell'offerta, sugli investimenti in infrastrutture, e probabilmente anche alla stabilizzazione del prodotto dei *Länder* orientali a partire dalla metà circa del 1991. Ha contribuito alla decelerazione della domanda globale tedesca anche la minore crescita degli investimenti delle imprese nella seconda metà dell'anno e delle esportazioni nell'ultimo trimestre.

L'inversione nel *trend* di crescita della Germania può avere importanti implicazioni per gli altri paesi europei. Nel 1990 e fino alla metà circa del 1991, buona parte della rapida crescita della spesa in Germania era confluita verso i *partners* europei in quanto i vincoli di capacità produttiva nei *Länder* occidentali sono divenuti sempre più stringenti. In buona parte per effetto di ciò, le esportazioni degli altri paesi europei erano aumentate alquanto rapidamente, fornendo un sostanziale impulso all'espansione della domanda globale. Questo sostegno aveva rappresentato un importante fattore propulsivo della crescita relativamente sostenuta registrata nel 1990 in Belgio, Austria e Paesi Bassi, che esportano in Germania l'equivalente di almeno un decimo del loro prodotto totale. Nella maggior parte dei paesi europei lo stimolo fornito dalle esportazioni verso la Germania sembra aver sopravanzato gli effetti del rialzo dei tassi d'interesse durante questo periodo.



Nel corso del 1991 la crescita ha subito un notevole rallentamento in Austria, Belgio e Paesi Bassi, è calata ulteriormente in Spagna e Portogallo ed è rimasta su livelli alquanto depressi in Francia e Italia. Gran parte dell'indebolimento va attribuita alla decelerazione degli investimenti, giacché in molti paesi le esportazioni hanno continuato ad aumentare a ritmo abbastanza sostenuto per tutto il primo semestre del 1991. Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, la loro crescita è notevolmente rallentata, in larga parte a causa della netta decelerazione delle importazioni della Germania. Pertanto l'impulso espansivo fornito

... rallenta la crescita nell'Europa continentale



dalla Germania al resto dell'Europa pare essersi progressivamente attenuato nel corso del 1991.

Tassi di disoccupazione in aumento

La perdurante e sempre più estesa debolezza dell'attività economica nei paesi industriali ha comportato nel corso del 1991 un netto deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro, che probabilmente ha contribuito al diffuso calo di fiducia dei consumatori. Nella maggior parte dei paesi, con l'importante eccezione del Giappone, l'occupazione totale ha cessato di crescere o è diminuita. Nei paesi industriali il tasso medio di disoccupazione è aumentato, di quasi 1 punto percentuale, per la prima volta dal 1983. In generale, i tassi di disoccupazione sono saliti meno che durante la recessione agli inizi degli anni ottanta e continuano ad essere inferiori alle punte massime toccate a quell'epoca. Si sono tuttavia registrati incrementi cospicui in alcuni paesi, e in modo particolare in quelli ancora in recessione; in Irlanda, in Australia e in diversi paesi nordici i tassi di disoccupazione si situano ora ai livelli massimi da oltre tre decenni.

Alcuni progressi sul fronte dell'inflazione

Grazie in buona parte ai prezzi decrescenti del petrolio e di altre materie prime, nei paesi industriali il tasso medio d'inflazione su dodici mesi è sceso al 4,1% nel 1991 rispetto al 5,7% nell'anno precedente. Per il gruppo nel suo insieme l'inflazione di base non è peraltro variata molto. Nondimeno, un certo numero di paesi ha conseguito sostanziali riduzioni del tasso d'inflazione e delle sottostanti pressioni dei costi rispetto agli elevati livelli precedenti; ciò vale in particolare per il Regno Unito e l'Australia, dove gli incrementi retributivi si sono quasi dimezzati, nonché per Canada, Svezia, Finlandia e Islanda. L'inflazione di base si è stabilizzata, o è leggermente diminuita negli Stati Uniti, in Giappone e in alcuni altri paesi, ma nella maggior parte dei casi è rimasta nettamente al di sopra dei valori medi del 1986-88. D'altra parte, nella Germania occidentale le pressioni inflazionistiche di fondo si sono ulteriormente rafforzate nel 1991, in gran parte a causa della marcata accelerazione nella dinamica dei salari dal 1989.

Tassi d'interesse più bassi nel Nordamerica e in Giappone...

Con l'attenuarsi delle spinte inflazionistiche o il loro contenimento a livelli moderati, nel 1991 le autorità negli Stati Uniti e in Giappone hanno adottato misure esplicite per abbassare sensibilmente i tassi d'interesse. Negli Stati Uniti i rendimenti nominali sulle brevi scadenze sono calati di oltre 2½ punti percentuali nel corso dell'anno, raggiungendo il più basso livello da quasi venti anni, e in Giappone i tassi a breve sono scesi di quasi 2 punti. In entrambi i paesi a fine 1991 i tassi a lunga si situavano in termini reali ai più bassi livelli dagli inizi degli anni ottanta. Un calo significativo dei rendimenti è stato altresì registrato in Canada e in Australia, nonché nel Regno Unito nella prima metà del 1991. I segni di ripresa degli investimenti residenziali in Canada e negli Stati Uniti stanno ad indicare che i più bassi tassi d'interesse cominciano a stimolare l'attività globale.

... ma variazioni scarse nell'Europa continentale

Nell'Europa continentale i tassi d'interesse sono scesi in misura molto minore che negli Stati Uniti o in Giappone e il loro livello sulle scadenze a lungo termine è rimasto storicamente elevato in termini reali. In Germania i tassi a breve sono saliti ancora, essendo proseguita l'azione disinflazionistica. Nella maggior parte degli altri paesi europei i tassi a breve, che in generale erano abbastanza vicini a quelli tedeschi, sono rimasti invariati o sono calati solo di poco. Una loro sostanziale discesa a livelli decisamente inferiori a quelli prevalenti in Germania sarebbe stata incompatibile con il mantenimento dell'assetto dei cambi cui quasi tutti i paesi europei sono ora formalmente o informalmente



Inflazione dei prezzi al consumo							
Paesi	1981-85	1986-89	1990	1991			1992
			dic.	giugno	sett.	dic.	marzo
	medie annue		variazioni percentuali sull'anno precedente <sup>1</sup>				
Stati Uniti	5,5	3,6	6,1	4,7	3,4	3,1	3,2
Giappone	2,8	0,9	3,8	3,4	2,7	2,7	2,0
Germania	3,9	1,0	2,8	3,5	3,9	4,2	4,8
Francia	9,6	3,0	3,4	3,3	2,6	3,1	3,2
Italia	13,9	5,6	6,4	6,9	6,2	6,0	5,5
Regno Unito	7,2	5,1	9,3	5,8	4,1	4,5	4,0
Canada	7,4	4,4	5,0	6,3	5,4	3,8	1,6
Australia	8,3	8,1	6,9	3,4	3,3	1,5	1,7
Austria	4,9	1,9	3,5	3,8	3,2	3,1	4,1
Belgio	7,0	1,8	3,5	3,6	2,5	2,8	2,7
Danimarca	7,9	4,3	1,9	2,9	1,8	2,3	2,6
Finlandia	8,5	4,7	4,9	4,2	3,3	3,9	2,8
Grecia	20,7	16,6	22,9	18,9	18,2	18,0	18,3
Irlanda	12,3	3,3	2,7	3,1	3,5	3,6	3,7
Israele	195,4	25,5	17,6	19,3	20,9	18,0	17,3
Norvegia	9,0	6,8	4,4	3,5	3,3	2,9	2,5
Nuova Zelanda	12,0	10,2	4,9	2,8	2,2	1,0	0,8
Paesi Bassi	4,2	0,3	2,6	3,3	4,4	4,9	4,2
Portogallo	23,2	10,8	13,7	12,6	10,2	9,6	8,5
Spagna	12,2	6,4	6,5	6,2	5,7	5,5	6,9
Sudafrica	14,0	15,5	14,6	15,2	15,4	16,2	15,8
Svezia	9,0	5,2	10,9	10,3	8,3	8,1	2,6
Svizzera	4,3	1,8	5,3	6,6	5,7	5,2	4,9
Turchia	38,3	53,6	60,4	64,9	66,9	71,1	78,7
Media <sup>2</sup>	7,0	3,7	5,7	5,0	4,2	4,1	3,9

<sup>1</sup> Dati trimestrali per Australia, Irlanda e Nuova Zelanda. <sup>2</sup> Ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1989.  
Fonte: statistiche nazionali.

impegnati. Le riduzioni dei tassi attivi della banca centrale in Francia e Svezia hanno dovuto essere parzialmente annullate in seguito, e nel Regno Unito il tasso attivo di base ha cessato di calare in gran parte per le stesse considerazioni. In effetti i tassi d'interesse nominali sono ormai divenuti strettamente sincronizzati in Europa, cosicché in Francia e in alcuni altri paesi a inflazione relativamente bassa i tassi reali sono ora più alti che in Germania.

Vincoli significativi hanno inoltre gravato sulle politiche di bilancio di molti paesi industriali. Il disavanzo delle amministrazioni pubbliche ha raggiunto in media nei paesi industriali dimensioni pari a quasi il 2,5% del PIL nel 1991, con un aumento di circa  $\frac{3}{4}$  di punto percentuale sull'anno precedente e di quasi 1,5 punti rispetto al 1989. Il deterioramento è risultato in gran parte dalla debolezza dell'attività economica. Tranne che in Germania, i bilanci hanno generalmente avuto un effetto espansivo solo molto modesto o, come in Francia, Canada e in un certo numero di altri paesi, hanno agito in senso restrittivo sull'attività, neutralizzando in parte gli stabilizzatori automatici con limitazioni di spesa o incrementi tributari. Inoltre gli attuali bilanci previsionali implicano che, ad

Limitata flessibilità dei bilanci pubblici

eccezione del Regno Unito, e in minor misura di Francia e Italia, nel 1992 le politiche fiscali saranno leggermente più restrittive che nel 1991, con l'attuazione dei programmi di riequilibrio della finanza pubblica a più lungo termine decisi negli Stati Uniti, in Canada e in alcuni altri paesi.

## Il ciclo attuale a confronto con precedenti fasi recessive

Il 1991 ha segnato la terza decelerazione generalizzata dell'attività economica nei paesi industriali a partire dagli anni sessanta. Il raffronto con il passato conferma che l'attuale fase regressiva risulta generalmente più moderata di quelle avutesi verso la metà degli anni settanta e agli inizi degli anni ottanta, in gran parte perché i fattori responsabili delle precedenti contrazioni, in particolare l'inflazione, sono più favorevoli nella situazione presente. Nondimeno, in alcuni paesi il rallentamento si è protratto più del previsto e i vincoli d'insieme gravanti sulla domanda appaiono ora più forti di quanto ci si attendesse. Due fattori sembrano essere principalmente responsabili. Anzitutto, gli aggiustamenti strutturali agli oneri e agli squilibri finanziari del settore privato negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in diversi altri paesi hanno avuto un impatto restrittivo sulla domanda maggiore che nei cicli precedenti. In secondo luogo, la situazione inflazionistica in Europa, quantunque molto migliorata in media rispetto agli ultimi due decenni, continua ad essere, o è diventata, un serio motivo di preoccupazione in diversi paesi di primaria importanza e soprattutto in Germania. Questa situazione, insieme ai vincoli posti dallo SME, ha mantenuto i tassi d'interesse reali in Europa a livelli elevati nonostante la debolezza dell'attività economica.

Protratta  
debolezza agli  
inizi degli anni  
ottanta

I due precedenti cicli economici, che risalgono rispettivamente al 1974 e al 1980, presero avvio, in entrambi i casi, da forti rialzi dei prezzi petroliferi, ma le fasi recessive che seguirono furono di natura assai diversa. La prima, iniziata dopo che il prezzo del petrolio si era pressoché quadruplicato nel 1973, condusse nell'arco di alcuni trimestri ad un forte calo del prodotto praticamente in tutti i paesi industriali, eccetto il Canada, e tale calo si rivelò nella maggior parte dei casi, e a livello globale, come il più grave del dopoguerra. Tuttavia, alla fase recessiva fece generalmente seguito nell'arco di circa un anno una ripresa alquanto robusta. Invece, la contrazione ciclica nel 1980 e 1981, seguita alla triplicazione del prezzo del petrolio nel 1979-1980, fu generalmente più lieve, ma la debolezza dell'attività, e soprattutto della domanda interna, si protrasse molto più a lungo. Nel 1980-82 la crescita risultò la più debole registrata in qualsiasi analogo periodo del dopoguerra. Nei paesi industriali l'espansione della domanda interna non superò in media lo 0,3% all'anno nel triennio seguito al 1979, rispetto a una media dell'1,3% registrata nel triennio successivo al primo shock petrolifero. La debolezza dell'attività si protrasse soprattutto in Europa, e in modo particolare in Germania, dove la domanda interna rimase al disotto del massimo toccato nel 1979 fino al 1985.

Contrazione  
ciclica più  
moderata che  
in recessioni  
precedenti...

Confrontata con i due precedenti periodi, l'attuale debolezza del ciclo appare finora moderata per molti aspetti. Lo scorso anno il prodotto nell'insieme dei paesi industriali è aumentato, mentre era diminuito nel 1975 e 1982. Negli Stati Uniti e in Canada la recessione è stata d'intensità pari a circa la metà di quella del 1980-82, mentre è risultata eccezionalmente grave in Australia e Finlandia.



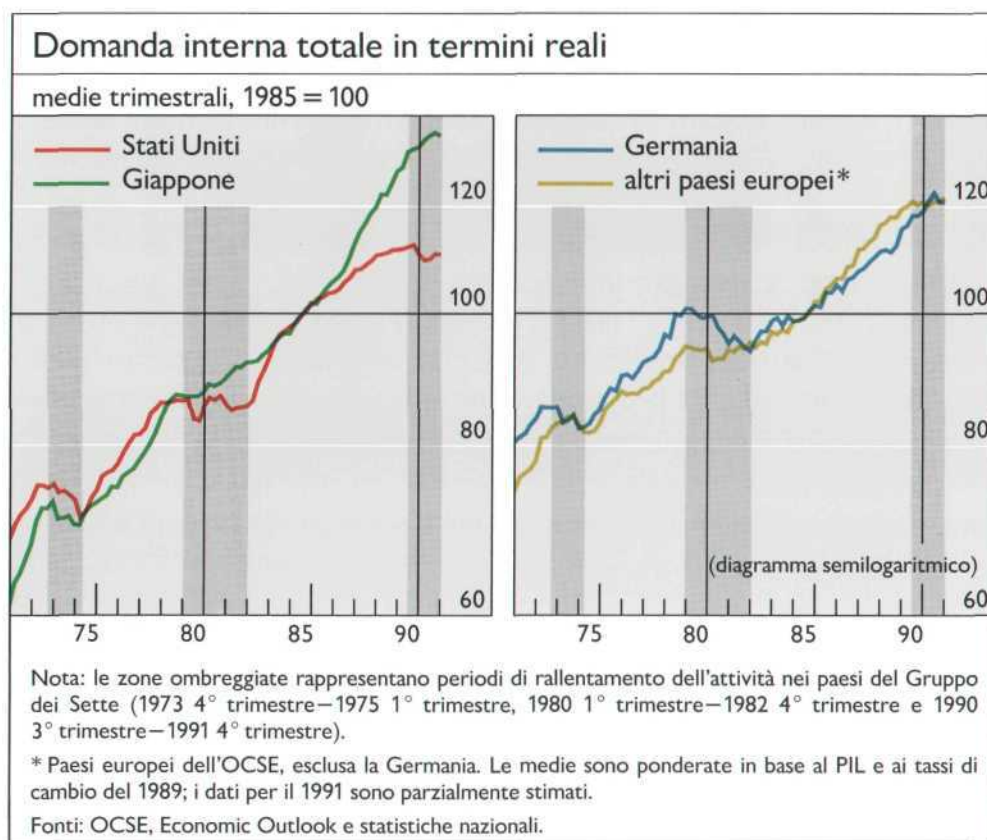
Anche le flessioni nelle principali componenti della domanda sono state in genere molto più contenute che in passato. In particolare, per tutto il 1991 gli investimenti delle imprese e i consumi hanno mantenuto andamenti più sostenuti che nei due cicli precedenti sia in media sia nella maggior parte dei singoli paesi; lo stesso vale, con qualche importante eccezione, per gli investimenti nell'edilizia residenziale. Per giunta, il rallentamento degli investimenti delle imprese segue l'eccezionale *boom* avutosi in Europa e in Giappone nell'ultima metà degli anni ottanta. Durante quel periodo la spesa per investimenti, aumentata di quasi un mezzo in Europa e pressoché di due terzi in Giappone, era stata molto più sostenuta che nelle fasi espansive anteriori alle recessioni del 1974–75 e 1980–82.

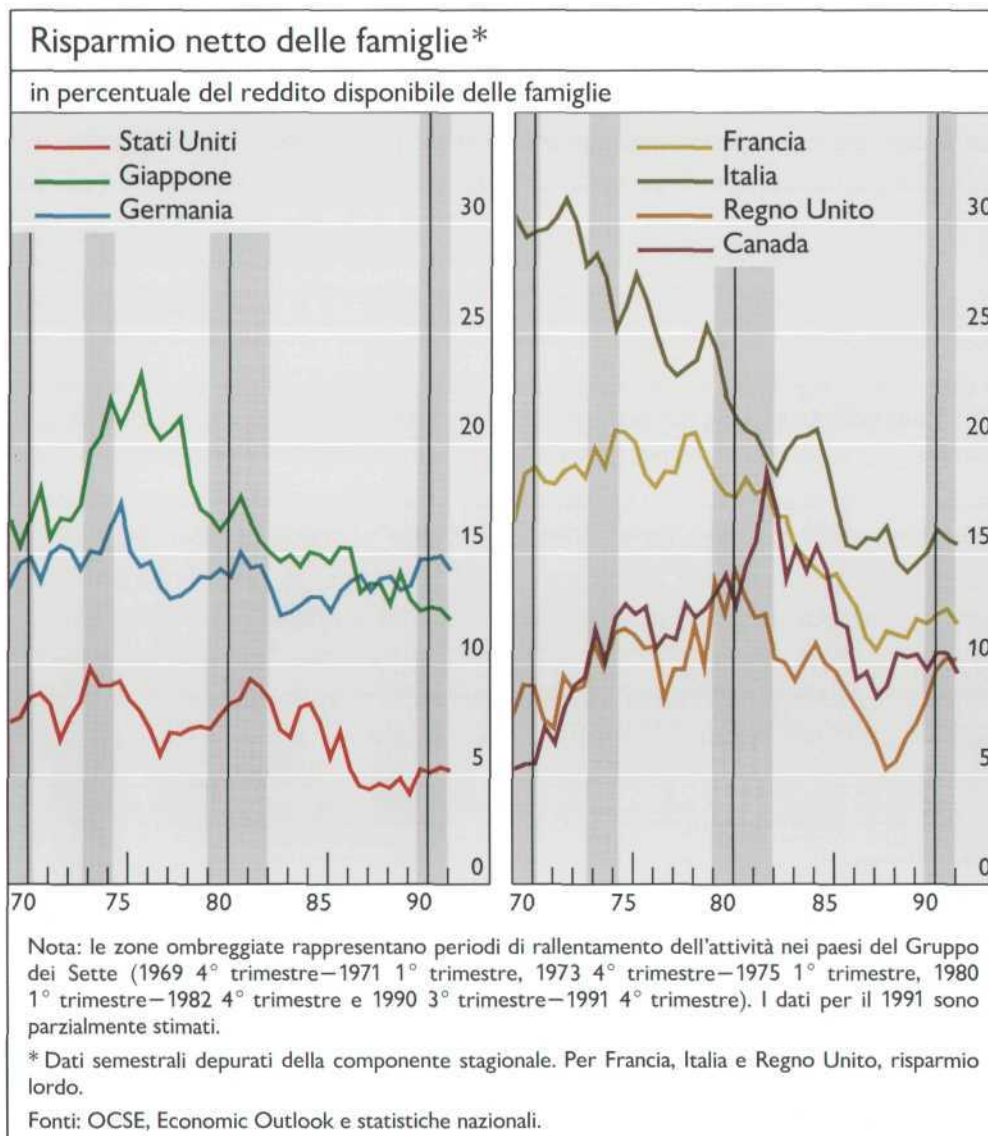
Non mancano tuttavia eccezioni di rilievo. Nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Francia l'andamento dei consumi rispetto alla domanda globale è stato alquanto più debole che nei cicli precedenti. Le vendite di automobili negli Stati Uniti, in molti paesi europei e in Giappone hanno ristagnato o sono in calo da ben due anni. Nel Regno Unito e in diversi paesi nordici il settore delle abitazioni è stato particolarmente depresso, e lo stesso vale per gli investimenti nell'edilizia non residenziale negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Australia e Norvegia.

Due ulteriori differenziazioni rispetto ai cicli precedenti contribuiscono in parte a spiegare perché la netta ripresa subentrata dopo il 1975, e brevemente nel 1980, è mancata in questa occasione. Le fluttuazioni nel ciclo delle scorte, che in passato avevano spesso influenzato significativamente i tempi e l'intensità della svolta nell'attività economica, sono state in genere meno pronunciate, soprattutto negli Stati Uniti, ma in misura considerevole anche negli altri maggiori paesi. La minore variabilità di questa componente della domanda riflette sostanzialmente una più efficiente gestione delle scorte, indotta anche dai livelli

... ma con importanti eccezioni

Minori fluttuazioni nelle scorte e nel risparmio privato





relativamente elevati dei tassi d'interesse reali. Inoltre, negli ultimi anni i saggi di risparmio delle famiglie hanno mostrato in genere una minore variabilità che nei cicli precedenti. Viceversa, la propensione al risparmio era generalmente aumentata prima dei massimi ciclici da cui erano iniziate le recessioni del 1974 e del 1981–82, ma aveva cominciato poi a diminuire diversi trimestri dopo l'avvio della fase recessiva, dando un impulso ai consumi che per lo più è mancato nel 1991. Un'importante eccezione è rappresentata dal Regno Unito, dove il saggio di risparmio delle famiglie si è quasi raddoppiato dal 1988, dopo un calo di oltre il 50% nei sette anni precedenti, e ciò spiega in gran parte l'andamento particolarmente debole dei consumi.

La relativa moderatezza dell'attuale fase di decelerazione riflette principalmente il fatto che l'aumento dei prezzi del petrolio e le pressioni interne dei costi – entrambi fattori determinanti delle precedenti recessioni – sono meno pronunciati, almeno in termini generali. In particolare, il rincaro del petrolio nel 1990 è stato notevolmente minore che nel 1973 e 1979 e la sua rapida inversione ha fatto sì che l'impatto sui redditi reali fosse assai modesto e meramente transitorio. Anche i prezzi di altre materie prime di base non sono



aumentati nella stessa misura che in passato e in alcuni casi sono sensibilmente diminuiti.

Ancor più rimarchevole è la relativa moderazione, con alcune importanti eccezioni, delle pressioni inflazionistiche di fondo durante il periodo che ha preceduto l'attuale fase di debolezza. Prima delle recessioni sia del 1974 sia del 1980–82 vi era stato un marcato rafforzamento delle pressioni interne dal lato dei costi che aveva condotto a una stretta monetaria e a forti rialzi dei tassi d'interesse, aggravando così decisamente la contrazione economica. Le spinte sui costi erano state particolarmente intense in Giappone nel periodo anteriore alla prima crisi petrolifera, e la contrazione dell'attività in questo paese era stata la più grave nella sua storia del dopoguerra. Tuttavia nella maggior parte dei paesi le politiche avevano cominciato ad essere allentate poco dopo la recessione del 1974, e la ripresa era stata successivamente sostenuta da una vigorosa manovra fiscale espansiva in Europa e in Giappone. Verso la fine degli anni settanta nei maggiori paesi industriali, ad eccezione del Giappone, le pressioni interne sui costi erano uguali o superiori a quelle degli inizi di quel decennio, e più radicate. Di conseguenza, negli Stati Uniti e in vari paesi europei maggiori le politiche monetarie avevano continuato ad agire in senso restrittivo per molto più tempo che nel ciclo precedente. In Giappone, e poco dopo anche in Europa, aveva contribuito ad indebolire ulteriormente la domanda anche l'azione di risanamento della finanza pubblica intrapresa su vasta scala per ridurre i disavanzi di bilancio e per frenare la rapida crescita del debito pubblico.

In generale le spinte inflazionistiche, che avevano rappresentato un fattore determinante nella prolungata fase di debolezza agli inizi degli anni ottanta, sono ora molto meno intense. Prima dell'attuale rallentamento congiunturale, nella maggior parte dei paesi l'inflazione di base e le sottostanti pressioni dei costi erano in media sensibilmente più contenute. Di conseguenza, anche la restrizione monetaria e il rialzo dei tassi d'interesse sono stati meno pronunciati, e negli Stati Uniti e, in certa misura, anche in Giappone le autorità hanno potuto prendere iniziative per ridurre i tassi d'interesse con un certo anticipo rispetto al ciclo precedente. Inoltre, come in passato, il rallentamento è stato particolarmente forte nei paesi con i più gravi problemi inflazionistici.

La situazione attuale presenta tuttavia due aspetti potenzialmente più problematici. In primo luogo, le tensioni e gli squilibri finanziari derivanti dagli elevati oneri debitori, dalla deteriorata qualità dei portafogli e dalla caduta dei prezzi delle attività hanno svolto un ruolo molto più rilevante nella fase attuale che nei cicli precedenti. L'analisi alla fine del presente Capitolo mostra che, con la parziale eccezione degli Stati Uniti, i vincoli dal lato dell'offerta di credito non hanno avuto finora un impatto di rilievo sulla spesa aggregata. Tuttavia, particolarmente in Giappone, la rarefazione del credito potrebbe diventare un ostacolo più serio per l'attività produttiva qualora il calo dei prezzi delle attività dovesse provocare un ulteriore sostanziale deterioramento nella posizione di bilancio delle istituzioni finanziarie. L'analisi indica inoltre che l'onere debitorio relativamente pesante del settore privato, specie nel comparto abitativo, insieme all'andamento cedente dei prezzi degli immobili e delle azioni, ha accentuato e prolungato la debolezza della domanda in molti paesi maggiori. In particolare, l'aumento del saggio di risparmio nonché l'eccezionale debolezza dei consumi

Pressioni  
inflazionistiche  
nel complesso più  
contenute ...

... ma maggiori  
squilibri finanziari  
del settore  
privato

e del mercato delle abitazioni nel Regno Unito sembrano in parte riconducibili al tentativo delle famiglie di ridurre il loro indebitamento a livelli più sostenibili. Aggiustamenti di bilancio analoghi, sebbene meno drastici, si sono avuti negli Stati Uniti, in Norvegia e Svezia. In tutti questi paesi vi è notevole incertezza circa la portata che assumeranno tali aggiustamenti. Inoltre l'eccezionale debolezza nel settore degli immobili ad uso commerciale negli Stati Uniti, in Australia, in Norvegia e, in certa misura, nel Regno Unito, è sostanzialmente la conseguenza dell'accumulo di capacità eccedente alimentato da una disponibilità di credito relativamente abbondante durante la precedente espansione.

L'ascesa dell'inflazione in Germania...

In secondo luogo, in Europa l'inflazione è diventata in generale una fonte di preoccupazione più seria di quanto non appaia dai dati a livello aggregato, in gran parte a causa dei problemi relativi alla Germania. In particolare, in questo paese lo scorso anno gli incrementi dei salari e stipendi hanno pressoché raggiunto il massimo toccato agli inizi degli anni ottanta. I riscontri storici, basati sull'esperienza di numerosi paesi industriali, indicano che riduzioni sostanziali nelle spinte di fondo dal lato dei salari e dei costi si sono quasi sempre accompagnate a sensibili e protratti rallentamenti nella crescita del prodotto reale. Inoltre, l'inflazione in Germania è risultata meno reattiva a una decelerazione della crescita di quanto riscontrato in altri maggiori paesi industriali. E' anche vero che le condizioni attuali potrebbero essere più atte che in passato a una moderazione delle pressioni salariali. In particolare, in Germania le spinte dei prezzi e dei costi sono di origine più recente e probabilmente meno radicate. Nondimeno, l'esperienza storica sembra indicare che potrebbero occorrere diversi anni di crescita ben al disotto del potenziale produttivo per ricondurre l'inflazione dei salari ai livelli osservati nella seconda metà degli anni ottanta.

... ha mantenuto alti i tassi d'interesse in tutta l'Europa

La stretta monetaria resa necessaria dall'accumularsi delle spinte inflazionistiche ha condotto in Germania negli ultimi anni a un notevole rialzo dei tassi d'interesse nominali e ad aumenti paralleli in Francia, Italia e altri paesi che aderiscono alla banda stretta nel meccanismo di cambio dello SME. Rispetto ai cicli precedenti l'interdipendenza dei tassi nominali in Europa è molto aumentata a seguito dell'ampliamento dello SME e della maggiore mobilità dei flussi finanziari tra i paesi membri. Come si può osservare nel grafico seguente, i tassi d'interesse sono saliti in misura rilevante anche in termini reali. Notoriamente non è facile misurare con precisione i tassi reali, e con ogni probabilità il loro livello effettivo durante gli anni settanta e agli inizi degli anni ottanta era più alto di quanto non risulti dal grafico, giacché gran parte dell'accelerazione dell'inflazione in quei periodi non era stata anticipata. Ciò nonostante, l'attuale livello dei tassi reali in Germania e nella maggior parte degli altri paesi dell'Europa continentale, specie in quelli a più bassa inflazione, appare chiaramente elevato in base ai parametri storici e sensibilmente più alto che durante la recessione del 1980-82. In questi paesi i tassi reali sono anche più alti che negli Stati Uniti e in Giappone e il divario si è ulteriormente ampliato negli ultimi dodici mesi.

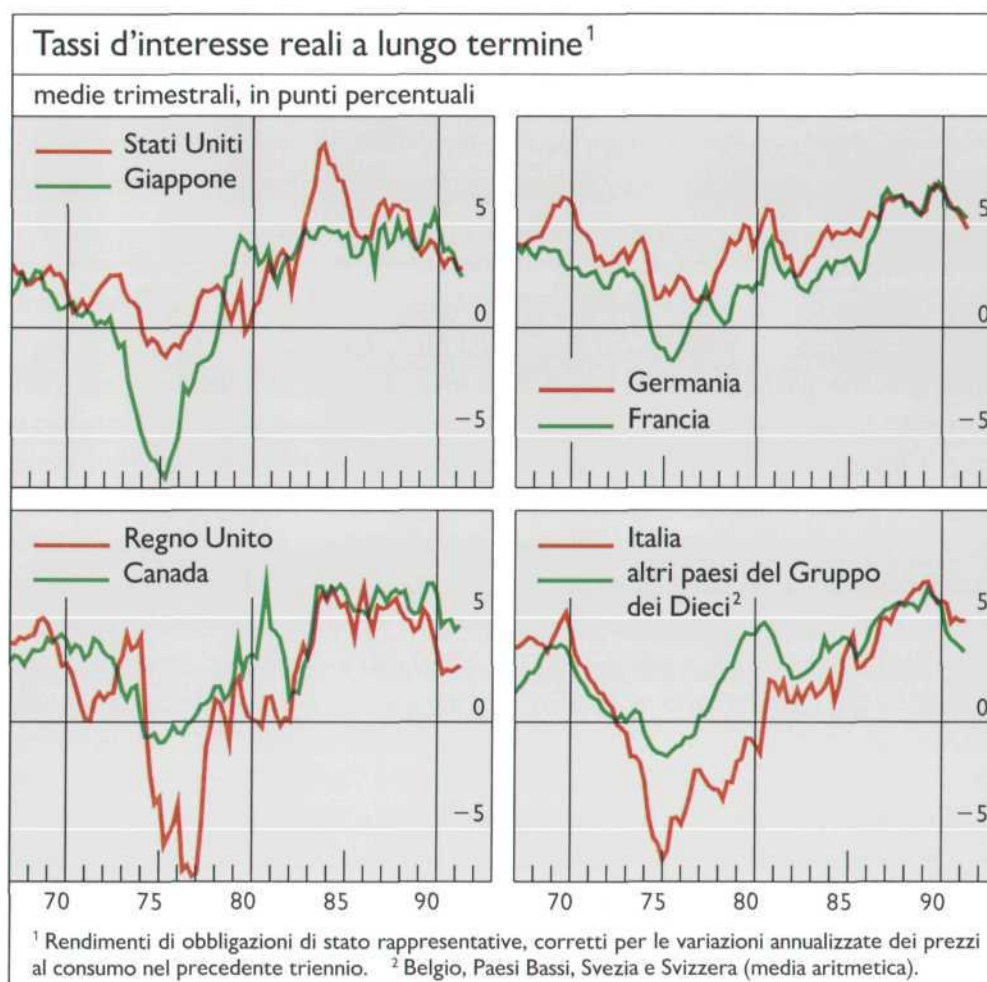
Impatto incerto sulla spesa

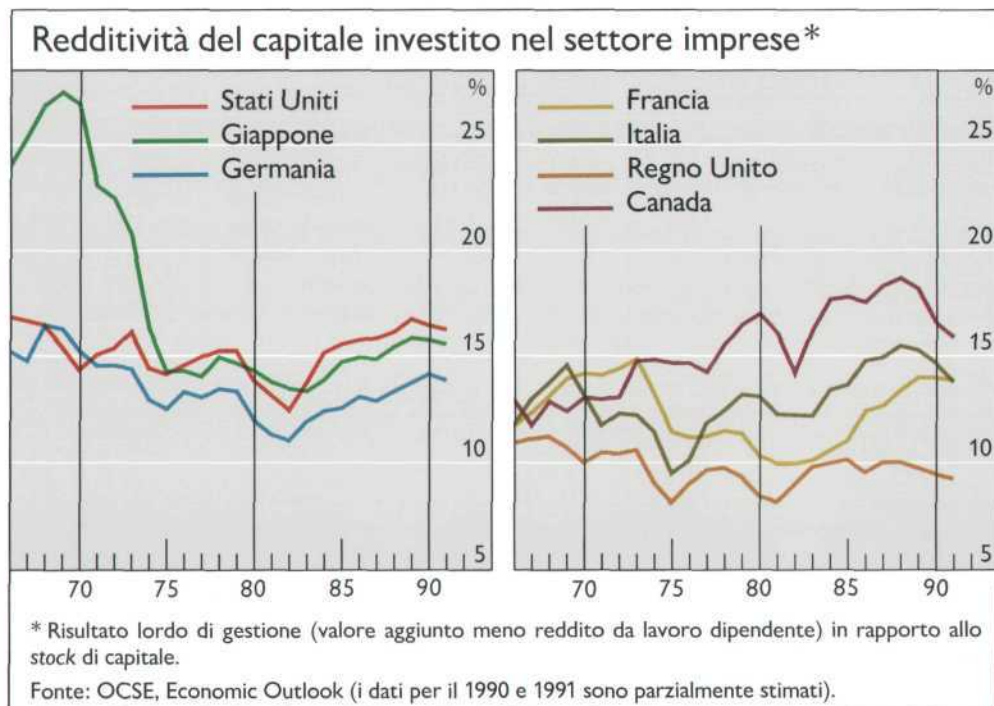
Non è facile valutare gli effetti prodotti sulla spesa dagli alti tassi d'interesse reali. Nel passato decennio il loro livello è stato persistentemente elevato rispetto sia agli anni settanta sia, nella maggior parte dei casi, agli anni sessanta. Ciò nonostante, come osservato in precedenza, nella seconda parte degli anni



ottanta si è assistito tanto in Europa quanto in Giappone al più forte e diffuso boom degli investimenti fissi delle imprese dagli anni sessanta. La concomitanza di una forte espansione degli investimenti e di alti tassi d'interesse reali può probabilmente spiegarsi in parte con il sensibile aumento dei saggi di profitto negli anni ottanta, rilevabile nel grafico a pagina 21. Specie in Europa e in Giappone negli anni ottanta gli investimenti sono stati anche stimolati dagli sforzi tesi a risparmiare manodopera e a ridurre altrimenti i costi per preservare la competitività internazionale malgrado l'apprezzamento del cambio. In Europa, l'attività di investimento è stata inoltre incentivata dai preparativi delle imprese in vista del mercato unico.

Nondimeno, l'indebolimento degli investimenti nella maggior parte dei paesi europei, che in molti casi ha preceduto il rallentamento dell'attività in Germania, fa ritenere che ora i tassi reali stiano esercitando sulla spesa un'azione frenante maggiore che durante gran parte degli ultimi anni ottanta. Molti fattori tradizionalmente importanti per le decisioni d'investimento, come i saggi di profitto e le aspettative delle imprese, si sono sensibilmente deteriorati lo scorso anno, anche se nella maggior parte dei casi essi continuano ad essere più favorevoli che durante l'ultima recessione. La capacità di tenuta degli investimenti in siffatte condizioni e in presenza di tassi d'interesse reali persistentemente alti è il fattore cruciale da cui dipendono le prospettive a medio termine delle economie europee.





## Gli andamenti nei singoli paesi

### Le tre economie maggiori

Vacilla la ripresa  
USA

La fase di recessione negli *Stati Uniti* appariva terminata agli inizi del 1991, ma ad essa non è seguita un'autentica ripresa. La crescita, trainata dai consumi, si era brevemente rianimata in primavera, ma è tornata a ristagnare nei mesi successivi con il nuovo indebolirsi dei consumi. Lo scorso anno gli investimenti delle imprese sono diminuiti, nonostante l'ulteriore crescita delle esportazioni e una ripresa dell'attività nell'edilizia residenziale nel secondo trimestre.

Proseguono  
gli aggiustamenti  
strutturali

La perdurante atonia dell'economia statunitense è in gran parte il riflesso degli aggiustamenti avviati ben prima dell'inversione ciclica nel 1990. La domanda delle famiglie – per abitazioni, autovetture e altri beni durevoli, in particolare – è stata raffrenata dagli sforzi per ridurre l'onere debitorio accumulato durante la precedente espansione. Le riorganizzazioni societarie e altri fattori strutturali hanno comportato perdite di posti di lavoro, in particolare nel settore dei servizi, proporzionalmente maggiori e più diffuse nella fase attuale, il che ha probabilmente contribuito a deprimere la fiducia dei consumatori a livelli sorprendentemente bassi. Analogamente, il ristagno degli investimenti nel corso degli ultimi dodici mesi ha rispecchiato in buona parte l'ulteriore contrazione della spesa in strutture aziendali iniziata nel 1985. La debolezza di questa componente della domanda va principalmente imputata all'eccesso di offerta di nuovi fabbricati accumulato negli anni precedenti. Poiché la quota di immobili non residenziali inoccupati rimane elevata rispetto ai parametri storici, l'andamento depresso degli investimenti in strutture aziendali potrebbe protrarsi ancora per qualche tempo.

Sostenutezza  
delle esportazioni

Un'eccezione di rilievo alla debolezza globale della domanda è rappresentata dalle esportazioni, che nel 1991 hanno segnato un aumento su quattro trimestri di quasi il 7% in termini reali. Tale andamento è il riflesso di significative



# Andamento del PNL/PIL reale e delle componenti della domanda: maggiori paesi industriali

Paesi e periodi	PNL/ PIL <sup>1</sup>	Doman- da interna totale	Componenti della domanda					Per me- moria: investi- menti fissi privati non residen- ziali <sup>3</sup>
			con- sumi privati	spesa pub- blica <sup>2,3</sup>	in- vesti- menti fissi privati totali <sup>3</sup>	varia- zione delle scorte <sup>4</sup>	espor- tazioni nette <sup>4</sup>	
			variazioni percentuali					
Stati Uniti								
1982-89 media	3,7	3,9	3,7	3,2	4,4	0,2	-0,3	3,2
1989	2,5	1,9	1,9	1,5	0,4	0,3	0,6	2,2
1990	1,0	0,5	1,2	3,2	-1,6	-0,7	0,6	1,2
1991	-0,7	-1,3	-0,1	0,9	-7,6	-0,3	0,7	-6,7
1991, 4° trim. <sup>5</sup>	0,4	0,1	0,5	-1,6	-5,7	0,9	0,3	-7,1
Giappone								
1982-89 media	4,3	4,5	3,8	1,4	8,4	0,1	-0,2	9,6
1989	4,8	5,8	4,3	0,1	12,5	0,2	-0,9	16,5
1990	5,3	5,5	4,3	3,3	10,7	-0,2	-0,3	12,4
1991	4,4	3,0	2,6	3,7	3,3	0,1	1,4	6,2
1991, 4° trim. <sup>5</sup>	3,2	1,9	3,0	4,2	-1,8	0,1	1,3	1,5
Germania								
1982-89 media	2,5	2,5	2,2	1,2	3,4	0,3	0,2	4,7
1989	3,9	2,7	2,1	-1,1	7,4	0,4	1,2	8,5
1990	4,7	4,7	4,6	2,5	9,7	-0,3	0,1	10,5
1991	3,2	3,0	2,5	0,9	7,4	-0,1	0,3	8,6
1991, 4° trim. <sup>5</sup>	0,9	1,6	1,0	3,4	2,8	-0,3	-0,6	0,2
Francia								
1982-89 media	2,5	2,6	2,5	2,3	3,0	0,0	-0,2	3,9
1989	4,1	3,7	3,3	0,8	7,6	0,2	0,3	7,8
1990	2,2	2,6	2,9	2,2	2,7	-0,1	-0,4	4,3
1991	1,1	0,9	1,4	4,2	-2,1	-0,5	0,2	-2,1
1991, 4° trim. <sup>5</sup>	1,8	0,9	2,1	3,1	-1,7	-0,7	0,9	-3,9
Per le note e le fonti si veda la tabella a fronte.								

acquisizioni di quote di mercato nei paesi industriali, in gran parte dovute alla posizione concorrenziale relativamente favorevole delle industrie di esportazione USA e ad un aumento delle importazioni dei paesi dell'America Latina.

Se si prescinde dalle esportazioni, le prospettive di ripresa dell'economia dipendono ampiamente da un rilancio dei consumi delle famiglie stimolato dai più bassi tassi d'interesse. I ripetuti segnali di regresso dell'inflazione di base e la perdurante debolezza dell'attività economica hanno indotto ad operare un considerevole allentamento della politica monetaria nel 1991. I tassi di mercato sono calati sensibilmente e a fine 1991 i rendimenti a più lungo termine, compresi i tassi ipotecari, erano scesi ai più bassi livelli da quasi cinque anni. La loro flessione ha ridotto l'onere delle famiglie per il servizio del debito e ha consentito a un maggior numero di richiedenti di avere accesso ai mutui per la casa. Grazie in

Tassi d'interesse più bassi...

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

Paesi e periodi	PNL/ PIL <sup>1</sup>	Doman- da interna totale	Componenti della domanda					Per me- moria: investi- menti fissi privati non residen- ziali <sup>3</sup>
			con- sumi privati	spesa pub- blica <sup>2,3</sup>	in- vesti- menti fissi privati totali <sup>3</sup>	varia- zione delle scorte <sup>4</sup>	espor- tazioni nette <sup>4</sup>	
variazioni percentuali								
Italia <sup>6</sup>								
1982-89 media	2,8	3,3	3,0	2,7	3,2	0,0	-0,3	n.d.
1989	3,0	3,0	3,6	0,9	4,6	-0,3	-0,1	5,2
1990	2,2	2,4	2,8	1,3	3,3	-0,2	-0,3	3,1
1991	1,4	2,3	2,8	1,7	0,9	0,1	-0,9	0,7
1991, 4° trim. <sup>5</sup>	1,5	2,8	2,7	1,4	3,8	0,1	-1,3	6,3
Regno Unito								
1982-89 media	3,5	4,4	4,6	1,0	8,6	0,2	-1,1	9,8
1989	2,3	3,3	3,5	3,0	5,0	-0,3	-1,2	8,1
1990	1,1	-0,1	0,8	3,5	-3,9	-0,7	1,1	-1,1
1991	-2,3	-3,1	-1,7	0,9	-10,7	-0,6	1,2	-11,9
1991, 4° trim. <sup>5</sup>	-1,5	-1,6	-1,3	0,4	-8,6	0,4	0,6	-10,4
Canada								
1982-89 media	4,1	4,7	4,2	2,4	6,5	0,4	-0,7	5,5
1989	2,5	3,8	3,2	3,6	5,2	0,1	-1,3	6,0
1990	0,5	-0,2	1,3	3,6	-4,6	-0,9	0,8	-3,2
1991	-1,5	-0,5	-1,1	2,2	-3,9	0,4	-0,5	-1,9
1991, 4° trim. <sup>5</sup>	-0,2	1,4	-0,8	1,0	4,1	0,9	-1,4	3,2
Media <sup>7</sup>								
1982-89 media	3,6	3,8	3,5	2,4	5,8	0,2	-0,3	6,1
1989	3,3	3,3	2,8	1,2	6,5	0,2	0,0	8,8
1990	2,5	2,3	2,4	3,0	4,0	-0,5	0,3	5,9
1991	1,0	0,5	0,9	1,5	-1,6	-0,1	0,6	-0,2
1991, 4° trim. <sup>5</sup>	1,1	0,9	1,2	0,5	-2,5	0,4	0,3	-2,2

<sup>1</sup> PNL per Giappone e Germania. <sup>2</sup> Consumi pubblici e investimenti fissi. <sup>3</sup> Per Germania (4° trimestre 1991) e Italia (tutti gli anni), la spesa pubblica comprende solo i consumi pubblici; gli investimenti fissi privati totali comprendono gli investimenti pubblici e gli investimenti fissi privati (escluse le abitazioni) comprendono i macchinari e le attrezzature. <sup>4</sup> Contributo in punti percentuali alla crescita del PNL/PIL. <sup>5</sup> Variazioni su quattro trimestri. <sup>6</sup> Media per il 1982-89 basata sulla contabilità ai prezzi del 1980. Per il periodo 1989-1991 i singoli anni si basano sui prezzi del 1985. <sup>7</sup> Ponderata in base al PIL e alle componenti della domanda nel 1989.

Fonti: OCSE e statistiche nazionali.

parte all'alleggerimento del servizio, lo scorso anno le famiglie e le imprese sono riuscite a ridurre in certa misura il proprio livello d'indebitamento.

I margini disponibili per stimoli fiscali all'economia hanno trovato un limite alquanto stringente nell'elevato disavanzo del bilancio federale, che nell'esercizio 1991 ha raggiunto il 4,8% del PIL, avvicinandosi alla punta massima del 5,2% registrata nel 1986. A prescindere dai trasferimenti per reintegrare i fondi di assicurazione dei depositi bancari, l'incremento rispetto all'esercizio 1990 è

... ma ampi disavanzi di bilancio



imputabile principalmente alla debolezza dell'attività economica, e per questa stessa ragione il disavanzo dovrebbe aumentare sensibilmente nell'esercizio 1992. Il contributo del bilancio federale all'attività economica nel 1991 è stato leggermente inferiore a quello osservato dopo le contrazioni cicliche del passato. L'ulteriore riequilibrio dei conti pubblici nei prossimi anni è prescritto ai termini dell'accordo di bilancio concluso nel 1990. Inoltre, l'impatto restrittivo del bilancio federale è stato notevolmente rafforzato dagli inasprimenti fiscali e dai tagli di spesa decisi in molti Stati, la cui posizione finanziaria è assai peggiore che nei cicli precedenti.

Nel corso del 1991 l'attività economica in Giappone è rallentata progressivamente e più del previsto, facendo registrare il tasso di crescita più modesto dal 1986. La domanda esterna netta ha contribuito per oltre un terzo alla crescita del prodotto totale; l'aumento su quattro trimestri della domanda interna nel 1991 è stato il più debole dal 1983. La decelerazione rispecchia in buona parte l'inevitabile raffreddamento dell'eccezionale *boom* degli investimenti menzionato in precedenza. Gli investimenti in abitazioni hanno cominciato a decrescere rispetto ai livelli straordinariamente alti del 1990 e la loro continua flessione nel 1991 ha ridotto di quasi  $\frac{3}{4}$  di punto percentuale la crescita del prodotto aggregato. Gli investimenti delle imprese, aumentati a un tasso medio annuo di oltre il 10% tra il 1988 e il 1990, hanno subito un drastico rallentamento nel 1991. La debolezza della domanda si è estesa alle altre componenti nel corso dell'anno, poiché sia i consumi che le esportazioni hanno subito un netto rallentamento e la costituzione di scorte, che era aumentata sensibilmente rispetto alle vendite, ha iniziato a decelerare in misura significativa. Un ulteriore decumulo delle giacenze deprimerà verosimilmente la domanda aggregata per gran parte del 1992.

Nondimeno, molte delle determinanti di fondo della domanda continuano ad essere relativamente favorevoli. L'occupazione e la crescita dei redditi delle famiglie hanno subito un deterioramento molto modesto. I profitti delle imprese sono sì calati, ma rispetto a livelli alquanto elevati. Ancor più importante è il fatto che sia l'inflazione sia la situazione dei conti pubblici sono nettamente più favorevoli che nella maggior parte degli altri paesi industriali. Nel 1991 i prezzi al consumo sono aumentati di meno del 3% e gli incrementi salariali hanno continuato ad essere moderati, sebbene le condizioni sul mercato del lavoro siano rimaste tese rispetto ai parametri storici. Gli incrementi retributivi negoziati nella primavera del 1992 sono stati in media leggermente inferiori a quelli dell'anno precedente. Con un'inflazione che appariva contenuta, le autorità sono state in grado di abbassare sensibilmente i tassi d'interesse. Agli inizi del 1992 i rendimenti a lungo termine erano scesi al disotto del 5,5%, un livello inferiore a quello di tutti gli altri paesi industriali maggiori e il più basso in termini reali dagli inizi degli anni ottanta. Anche il margine disponibile per uno stimolo fiscale dell'economia è stato un po' più ampio che altrove. Il bilancio delle amministrazioni pubbliche è rimasto in attivo e il disavanzo del settore statale, benché maggiore nell'esercizio 1991 di quanto originariamente previsto, a causa della debolezza dell'attività, è stato comunque relativamente modesto. Lo scorso anno il bilancio delle amministrazioni pubbliche ha fornito su base netta un moderato contributo positivo alla crescita; il bilancio proposto per il 1992 implica invece un impulso discrezionale nullo o quasi, nonostante un sostanziale aumento della spesa per opere pubbliche, concentrata nella prima metà dell'anno.

Brusco  
rallentamento  
in Giappone

Inflazione e tassi  
d'interesse relati-  
vamente favore-  
voli



Rischi potenziali  
del calo dei  
prezzi delle  
attività

Le maggiori incertezze circa le prospettive dell'economia giapponese sono connesse alla situazione finanziaria e all'entità della decelerazione degli investimenti. Lo scorso anno la spesa aggregata non sembra aver risentito significativamente del forte rallentamento degli impieghi bancari, soprattutto perché le grandi società hanno continuato a fruire di un'ampia disponibilità di fondi alternativi. Vi è tuttavia il rischio che l'attività economica possa essere influenzata più seriamente nel caso in cui ulteriori sostanziali flessioni nei prezzi degli immobili e nei corsi azionari dovessero comportare un più drastico razionamento del credito. E' particolarmente difficile valutare fino a che punto procederà ulteriormente l'aggiustamento degli investimenti fissi. Nel settore delle abitazioni essi sono calati più rapidamente che durante la fase recessiva, di più lunga durata, dei primi anni ottanta, ma restano ben al disopra del loro *trend* di lungo periodo. Le inchieste condotte presso le imprese agli inizi di quest'anno fanno prevedere per l'esercizio 1992 un significativo calo degli investimenti, soprattutto nell'industria manifatturiera. Peraltro nelle indagini svolte l'anno precedente la dinamica degli investimenti delle imprese era stata sottostimata, e l'esperienza passata indica che, qualora le prospettive economiche globali dovessero migliorare, la spesa in conto capitale potrebbe risultare più vigorosa.

L'espansione  
in Germania  
si arresta con  
il venir meno  
dello stimolo  
fiscale ...

Nella *Germania occidentale* il rallentamento della crescita, pur accentuato dagli effetti degli inasprimenti nell'imposizione diretta e indiretta entrati in vigore a metà anno, riflette nondimeno un autentico indebolimento della domanda tendenziale. In particolare, lo scorso anno la produzione industriale è diminuita e l'occupazione ha cessato di aumentare. Come si è osservato in precedenza, la decelerazione della crescita rispecchia essenzialmente il mutare delle condizioni nei *Länder* orientali con le relative implicazioni per la politica fiscale, nonché la situazione inflazionistica. Fino alla metà circa del 1991 i crescenti trasferimenti pubblici a favore delle nuove regioni federali avevano alimentato un *boom* della spesa che si era in larga parte indirizzato verso la Germania occidentale e gli altri produttori europei. Questo stimolo si è affievolito nel corso del 1991, e la domanda è stata ulteriormente indebolita da un rallentamento nelle esportazioni verso altri paesi e negli investimenti delle imprese.

... ma i tassi  
d'interesse  
restano alti ...

Principalmente a causa della stabilizzazione del prodotto nei nuovi *Länder* e delle maggiorazioni di imposta, lo scorso anno il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche è aumentato meno che nel 1990. Nondimeno, tale disavanzo ha raggiunto un livello pari al 3,1% del PIL del 1991 della Germania occidentale, ossia una percentuale quasi uguale a quella registrata agli inizi degli anni ottanta. Inoltre, i tassi d'interesse sono rimasti elevati, e sono ulteriormente aumentati per le scadenze brevi, in quanto lo scorso anno la politica monetaria è stata progressivamente inasprita nel tentativo di frenare l'inflazione. A fine 1991 i rendimenti a lungo termine risultavano assai vicini, in termini reali, agli elevati livelli degli inizi degli anni ottanta. Non è del tutto chiaro, tuttavia, in che misura il rialzo dei tassi abbia raffrenato l'attività economica. Lo scorso anno gli investimenti totali sono aumentati del 2,8% nell'arco dei quattro trimestri, ma la loro crescita è stata molto più lenta che nel precedente biennio. Per di più, l'incremento si è concentrato quasi esclusivamente nel primo trimestre, giacché nei restanti mesi dell'anno la spesa in conto capitale è diminuita.

Le prospettive circa l'evoluzione dei tassi d'interesse e, per molti versi,



dell'intera economia dipendono ormai in modo decisivo dalla dinamica salariale. Nel 1991 l'incremento medio delle retribuzioni, di quasi il 7%, aveva pressoché raggiunto il massimo toccato nel 1980-81. Considerando che nel trascorso decennio la crescita della produttività dell'economia tedesco-occidentale è stata in media di poco meno del 2%, una progressione dei salari al ritmo dello scorso anno implicherebbe un tasso d'inflazione tendenziale leggermente superiore al 4% registrato nel 1991. I rinnovi contrattuali negoziati alla fine dello scorso anno e agli inizi del 1992, in particolare per l'industria siderurgica, paiono indicare che l'accelerazione della dinamica salariale si sta esaurendo. Tuttavia, essi non rappresentano neppure un significativo rallentamento rispetto all'attuale tendenza delle retribuzioni medie, mentre permangono forti incertezze circa il grado di moderazione salariale risultante dai futuri contratti collettivi di lavoro. Lo scorso anno il tasso di utilizzo della capacità produttiva è rimasto al di sopra sia del precedente massimo del 1979 sia del livello a partire dal quale l'inflazione da salari aveva cominciato a rallentare agli inizi degli anni ottanta.

*La situazione nella Germania orientale.* A quasi un anno dall'unificazione, l'attività industriale nei Länder orientali si è stabilizzata a circa i due terzi del livello medio raggiunto nel 1990, e pare aver segnato un certo miglioramento nell'ultima parte dell'anno. Vi è stato un apprezzabile incremento degli ordinativi all'industria manifatturiera, nonché una ripresa sia degli ordini sia dell'attività nel settore delle costruzioni. L'occupazione ha per contro continuato a diminuire e i più recenti sondaggi presso le aziende indicano che essa dovrebbe calare ulteriormente. Agli inizi del 1992 la disoccupazione ufficialmente registrata era salita a quasi un sesto delle forze di lavoro, essendo giunti a scadenza diversi programmi di sostegno all'occupazione.

La cessazione del calo dell'attività ha significato di fatto che la produzione era scesa al livello sorretto dai massicci trasferimenti del governo federale. Le erogazioni nette sono ammontate a oltre la metà del PNL totale delle regioni orientali. L'aumento degli ordinativi esteri affluiti all'industria manifatturiera della Germania orientale è dovuto soprattutto ai crediti statali sussidiati, e gli investimenti pubblici in infrastrutture hanno rappresentato la principale determinante della ripresa nel settore delle costruzioni.

Nonostante qualche progresso incoraggiante, la produzione tedesco-orientale continua ad essere depressa poiché le ex imprese statali risultano generalmente non competitive nel contesto internazionale. L'avvio di una reale ripresa dipenderà dalla realizzazione di consistenti e duraturi miglioramenti nella produttività e nella qualità dei prodotti delle industrie basilari. Questo processo implica investimenti massicci per parecchi anni, prima che possa essere colmato il divario di produttività rispetto alla Germania occidentale.

Lo scorso anno sono stati compiuti progressi importanti, ancorché disomogenei, nell'apprestare la base istituzionale per lo sviluppo delle regioni orientali. Il nuovo quadro normativo che regola la proprietà privata e le attività imprenditoriali è ormai in atto, anche se le disposizioni sulla restituzione di proprietà restano una fonte di incertezza in alcune aree. Su più di 5.000 aziende poste inizialmente sotto il controllo della Treuhandanstalt, quasi 1.300 sono state trasferite al settore privato. La maggioranza di esse è tuttavia di dimensioni relativamente piccole, mentre la difficile opera di ristrutturazione

... e aumentano le preoccupazioni inflazionistiche

Si arresta la caduta del prodotto nella Germania orientale

Guadagni di produttività necessari per colmare il divario

Alcuni indicatori economici dei nuovi Länder della Germania				
Voci	1990	1991		1992
	2° sem.	Anno	2° sem.	1° trim.
	variazioni percentuali sull'anno precedente			
Produzione industriale	-19,5 <sup>1</sup>	-36,4	-35,1	..
Investimenti fissi lordi	n.d.	n.d.	37,0	..
Costo della vita	1,9 <sup>2</sup>	21,3 <sup>3</sup>	21,4	15,1 <sup>4</sup>
Salari/occupati nell'industria	n.d.	61,0 <sup>5</sup>	40,7 <sup>6</sup>	..
Salari/ore lavorate nell'industria	n.d.	87,9 <sup>5</sup>	71,5 <sup>6</sup>	..
livelli				
Investimenti fissi lordi/PNL (‰)	22,6	33,5	34,6	..
PNL/domanda interna (‰)	n.d.	55,0	..	..
Occupazione totale (milioni)	8,5	7,5	7,3	..
di cui: occupati a orario ridotto <sup>7</sup> (‰)	20,0	21,3	17,8	..
Tasso di disoccupazione (‰)	6,3 <sup>8</sup>	10,4	11,7	15,5 <sup>4</sup>
in percentuale del PNL della Germania occidentale				
Per memoria:				
PNL	7,8	7,4	8,5	..
PNL/occupato	n.d.	30,0	n.d.	..

<sup>1</sup> Dicembre sul terzo trimestre del 1990. <sup>2</sup> Dicembre sul 1989. <sup>3</sup> Dicembre su dicembre. <sup>4</sup> Marzo.  
<sup>5</sup> Gennaio-dicembre 1991 in ragione annua. <sup>6</sup> Giugno-dicembre 1991 in ragione annua. <sup>7</sup> In percentuale dell'occupazione totale. <sup>8</sup> Quarto trimestre.  
Fonte: statistiche nazionali.

e privatizzazione delle maggiori imprese industriali è in gran parte ancora da compiere.

Aumento degli  
investimenti

L'ammontare degli investimenti fissi è stato elevato e crescente; negli ultimi dodici mesi esso ha superato il 30‰ del PNL di quest'area. Sono stati inoltre avviati importanti investimenti in infrastrutture, con una spesa pubblica di DM 45 miliardi nel 1991 per trasporti, comunicazioni e servizi collegati. Gli investimenti in infrastrutture hanno rappresentato lo scorso anno quasi il 60‰ della spesa complessiva in conto capitale nei nuovi Länder. Sono aumentati sensibilmente anche gli investimenti privati, incentivati da cospicue sovvenzioni statali. Recenti indagini segnalano che nel 1992 ben un sesto degli investimenti privati complessivi della Germania federale potrebbe essere stato destinato alla realizzazione di progetti nelle regioni orientali.

Nonostante le risposte incoraggianti avutesi finora, l'incentivo ad investire nei Länder orientali è in pratica limitato da una serie di fattori, e sotto un importante aspetto esso si è probabilmente deteriorato. Le ambiguità concernenti la restituzione della proprietà ai titolari originari e le responsabilità delle imprese per l'inquinamento esistente sono fonte d'incertezza per i potenziali investitori. Gli accordi di privatizzazione limitano in molti casi la libertà d'azione delle aziende nel ridurre la manodopera durante la fase di ristrutturazione, il che riduce in parte, almeno all'inizio, la redditività dell'investimento.

Crescente divario  
tra salari e  
produttività

Un problema potenzialmente più grave è rappresentato dalla rapida progressione dei salari nel corso del 1991. Da dati provvisori risulta che le retribuzioni per occupato nell'industria sono aumentate del 60‰ circa nel corso dell'anno. In certa misura, l'incremento rispecchia il tentativo di compensare la



lievitazione dei prezzi al consumo, che nel 1991 ha superato il 20%, soprattutto per effetto della drastica riduzione delle sovvenzioni ai canoni di locazione e di altri sussidi al settore famiglie. Sono stati tuttavia negoziati accordi nel settore bancario e in alcune altre branche, per raggiungere l'equiparazione o quasi dei salari ai livelli tedesco-occidentali nell'arco di alcuni anni.

Il divario tra livelli retributivi e produttività nelle industrie di base si è pertanto quasi certamente ampliato. Questa tendenza potrebbe rappresentare un ostacolo sempre più serio a una sostenuta attività d'investimento nelle regioni orientali, specie se si considera che in diversi altri paesi membri della Comunità europea i salari sono sensibilmente più bassi. Inoltre, l'accresciuto squilibrio tra salari e produttività nell'industria implica che sono aumentati gli stanziamenti pubblici necessari a sostenere un dato livello di attività e di occupazione e a preservare gli incentivi agli investimenti.

### *Gli altri maggiori paesi industriali*

Lo scorso anno sia il *Regno Unito* sia il *Canada* hanno compiuto significativi progressi nel ridurre le pressioni inflazionistiche, che erano state la causa principale della recessione delle rispettive economie, ma nessuno dei due paesi è riuscito a dare avvio a una solida ripresa. In *Francia* e in *Italia* la crescita si è riattivata, ma ha perduto sempre più slancio, in parte a causa della continua azione frenante esercitata dagli alti tassi d'interesse reali, nonché dal rallentamento della domanda in *Germania*.

Nel *Regno Unito* i sostanziali aggiustamenti finanziari intervenuti nel settore privato hanno sensibilmente acuito e protratto la recessione, che per questo paese è la più lunga del dopoguerra. L'inversione del *boom* dei prezzi degli immobili e l'onere del debito eccezionalmente alto del settore famiglie sono stati importanti fattori all'origine della grave e prolungata debolezza dei consumi privati e degli investimenti in abitazioni. Del pari, gli oneri finanziari delle imprese, aggravati dall'eccesso di capacità in talune aree, hanno concorso in misura rilevante alla forte contrazione degli investimenti in fabbricati non residenziali.

Nondimeno, sono stati compiuti notevoli progressi nel creare le condizioni fondamentali per la ripresa. Anche se lo scorso anno il calo dell'inflazione misurata sui prezzi al consumo risultava in parte sovrastimato per effetto del ribasso del petrolio e dei tassi d'interesse, non è mancato un sostanziale miglioramento di fondo. A fine 1991 gli incrementi salariali si situavano generalmente tra il 4 e il 5%, livello che corrisponde alla metà circa della media dell'anno precedente. La moderazione della dinamica dei prezzi ha consentito alle autorità di abbassare i tassi a breve di quasi 3 punti percentuali nel primo semestre del 1991, e i tassi a lunga sono scesi di oltre 1 punto. Alla fine dello scorso anno il differenziale d'interesse tra *Regno Unito* e *Germania* si era pressoché annullato. Malgrado il disavanzo del settore statale sia salito a oltre l'1% del prodotto aggregato, lo scorso anno la politica di bilancio non ha sostanzialmente fornito alcuno stimolo discrezionale all'economia. Il bilancio per l'esercizio 1992 implica invece un impulso espansivo consistente e dovrebbe far salire ulteriormente il disavanzo.

Gli effetti favorevoli della riduzione dei tassi d'interesse si sono avvertiti soprattutto nel settore delle imprese, dove sono calati i disavanzi finanziari ed è leggermente migliorata la liquidità nell'industria di trasformazione. Vi è stato

Prosegue  
la recessione  
nel Regno Unito

L'inflazione cala  
sensibilmente

Un certo miglioramento nella posizione finanziaria del settore privato

inoltre un significativo recupero di fiducia delle imprese nel 1991, e le indagini condotte nel prosieguo dell'anno prefigurano un inizio di ripresa degli investimenti aziendali nel 1992. Tuttavia, pur essendo migliorata anche la posizione finanziaria delle famiglie, resta da vedere in quale misura procederanno ulteriormente i loro aggiustamenti di bilancio.

In *Canada* la domanda interna ha acquistato un certo slancio a partire dalla primavera del 1991. E' ripresa l'attività nell'edilizia abitativa e gli investimenti delle imprese hanno segnato un modesto recupero. Tuttavia i consumi hanno continuato a ristagnare, mentre la domanda estera è calata di riflesso alla situazione di stallo della crescita negli Stati Uniti. Di conseguenza, dopo il secondo trimestre il prodotto non è praticamente aumentato.

Progressi in Canada sul fronte dell'inflazione ...

Gli squilibri finanziari del settore privato hanno avuto uno scarso impatto sulla recessione in Canada, specie in raffronto con l'analoga fase del 1981-82, allorché l'eccesso di capacità nel settore energetico aveva costituito un problema grave. Il regresso dell'inflazione e l'ulteriore azione di consolidamento fiscale rappresentavano i presupposti essenziali per una crescita sostenuta, e su entrambi i fronti sono stati compiuti notevoli progressi lo scorso anno. L'incremento medio delle retribuzioni ha cominciato a rallentare sensibilmente. Nel 1991 i prezzi al consumo (esclusi i prodotti alimentari, le fonti di energia e gli incrementi delle imposte indirette) sono aumentati molto più lentamente che nell'anno precedente, mantenendosi entro l'intervallo di valori implicito negli obiettivi di più lungo periodo fissati per l'inflazione dalla Banca del Canada. In parte per effetto di ciò i tassi d'interesse sono calati sensibilmente, in termini sia reali che nominali, e lo scarto su quelli statunitensi si è ridotto alquanto. Inoltre i disavanzi di bilancio dello stato e delle amministrazioni pubbliche, quantunque aumentati rispetto all'anno precedente a causa della decelerazione economica, segnano un netto miglioramento se depurati della componente ciclica. Un'ulteriore consistente azione di risanamento del bilancio è prevista per l'esercizio 1992. Sono state pertanto create le principali premesse interne per una ripresa; nondimeno, le prospettive economiche dipendono in ampia misura da un rilancio dell'attività negli Stati Uniti.

... ma la ripresa dipende dagli Stati Uniti

Crescita sotto tono in Francia

In *Francia* e in *Italia* l'onere debitorio del settore privato e i connessi problemi sembrano essere stati relativamente modesti. Nel corso del 1991 l'attività economica ha risentito in misura crescente degli alti tassi d'interesse reali e, negli ultimi mesi dell'anno, del rallentamento economico in Germania. In *Francia* lo scorso anno la crescita del prodotto è stata positiva, ma relativamente debole. I consumi sono aumentati a un ritmo leggermente più rapido che nella maggior parte degli altri principali paesi, ma inferiore a quello dei due anni precedenti. L'attività ha tratto inoltre sostegno da una vigorosa espansione delle esportazioni per gran parte dell'anno. Le condizioni di fondo per la crescita hanno continuato ad essere relativamente favorevoli. In particolare, le pressioni inflazionistiche sono rimaste alquanto moderate e l'inflazione di base è risultata tra le più basse nel mondo industrializzato. Sebbene il deficit delle amministrazioni pubbliche sia salito all'1,9% del PIL nel 1991, per lo più a causa della debole congiuntura, le sue dimensioni sono ancora decisamente inferiori alla media dei paesi industriali. Lo scorso anno il bilancio pubblico è stato moderatamente restrittivo, ma per il 1992 si prevede che esso fornisca un certo impulso espansivo.



Nondimeno, con il progredire dell'anno le condizioni della domanda si sono deteriorate. Negli ultimi mesi del 1991 le esportazioni sono rallentate considerevolmente. La fiducia dei consumatori, già alquanto depressa prima dell'attuale fase di rallentamento e in calo da diversi anni, è scesa al suo più basso livello dagli inizi degli anni ottanta. Il tasso di disoccupazione è tornato ad aumentare nel 1991, per la prima volta da quasi cinque anni, salendo a poco meno del 10%, anche se il numero degli occupati si è leggermente accresciuto.

La contrazione degli investimenti delle imprese e in abitazioni, iniziata nel 1990, è proseguita lo scorso anno, anche se nel secondo semestre vi è stata una certa ripresa dell'attività nell'edilizia abitativa. Sebbene la debolezza degli investimenti rispecchi in parte il rallentamento dell'attività complessiva, probabilmente vi ha contribuito anche il livello eccezionalmente alto dei tassi d'interesse reali. Con tassi nominali a lungo termine che superano di quasi 6 punti l'inflazione tendenziale, il loro livello in termini reali è ormai il più alto registrato negli ultimi venti anni, e supera quelli di tutti gli altri maggiori paesi industriali.

In Italia il prodotto totale è cresciuto dell'1,4% nel 1991, anche se questo risultato è in parte fuorviante poiché la produzione industriale è calata in modo quasi continuo dal 1990. Nondimeno, l'espansione dei consumi è proseguita quasi allo stesso ritmo del periodo anteriore al conflitto del Golfo e anche gli investimenti delle imprese sono aumentati in misura consistente in corso d'anno.

In termini di inflazione e di disavanzo pubblico la situazione resta alquanto grave e, unita al rallentamento della crescita in Germania, solleva dubbi sulla possibilità che la crescita possa tenere ancora per molto. L'inflazione, pur essendo calata sensibilmente rispetto alle punte massime dei primi anni ottanta, non è variata di molto dal 1989 e resta alquanto al di sopra dei tassi registrati dalla maggior parte dei principali partners commerciali. Lo scorso anno gli incrementi delle retribuzioni, in particolare nel settore pubblico, hanno segnato una notevole accelerazione. La concomitanza di un'inflazione relativamente alta e di un cambio nominale stabile nello SME ha causato una considerevole perdita di competitività dell'industria italiana. Questo deterioramento spiega in buona parte la netta decelerazione delle esportazioni a partire dal 1990, i cui effetti sono evidenti nella caduta della produzione industriale.

Inoltre, sebbene l'impatto netto del bilancio sull'attività economica sia stato restrittivo, l'azione di risanamento della finanza pubblica si è rivelata alquanto difficile. L'obiettivo di riduzione del disavanzo, fissato dal governo per il 1991, non è stato conseguito, malgrado gli aumenti tributari e altre misure correttive poste in essere a metà anno. Gli attuali programmi di azzeramento del disavanzo primario (al netto dei pagamenti per interessi) nell'esercizio 1992 si basano su una significativa ripresa dell'attività economica. In ogni caso, un'ulteriore e rafforzata restrizione monetaria e di bilancio sarà necessaria per un certo tempo se si vorranno soddisfare i criteri stabiliti per la partecipazione all'unione monetaria europea.

### *Altri paesi industriali*

Nel 1991 l'andamento complessivo delle economie industriali minori è stato per molti aspetti simile a quello dei sette maggiori paesi. La crescita è rallentata, raggiungendo in media circa lo 0,5%. Particolarmente pronunciato è stato il calo degli investimenti, ma anche la dinamica dei consumi è risultata debole in molti

Tassi d'interesse elevati nonostante la bassa inflazione

Seri problemi d'inflazione e di bilancio pubblico in Italia



Variazioni in termini reali del PIL e degli investimenti fissi negli altri paesi industriali									
Paesi	PIL del 1989 in miliardi di dollari USA	PIL reale <sup>1</sup>				Investimenti fissi lordi reali			
		1980-88	1989	1990	1991 <sup>2</sup>	1980-88	1989	1990	1991 <sup>2</sup>
		variazioni percentuali							
Australia	284	3,3	4,1	1,2	-2,1	3,3	10,3	- 7,1	-11,5
Austria	126	1,7	3,7	4,6	3,0	1,1	5,4	6,5	5,0
Belgio	153	1,6	3,8	3,7	1,4	0,4	14,6	7,4	1,7
Danimarca	106	2,3	0,8	1,7	1,0	2,1	-0,6	- 0,5	- 2,1
Finlandia	116	3,3	5,4	0,4	-6,2	3,4	14,1	- 4,9	-17,0
Grecia	54	1,5	3,5	-0,1	1,2	-1,9	10,0	4,8	- 2,1
Irlanda	34	2,7	6,4	7,1	2,1	-2,1	15,8	9,5	- 4,7
Israele	44	3,3	1,6	5,1	5,2	1,3	-4,8	17,1	45,0
Norvegia	90	2,8	0,6	1,8	1,9	3,4	-3,9	-26,6	1,0
Nuova Zelanda	42	2,3	0,4	1,4	-2,2	5,5	9,3	1,3	-17,0
Paesi Bassi	224	1,3	4,2	3,9	2,1	1,9	4,6	4,2	- 0,4
Portogallo	45	2,2	5,5	4,2	2,0	2,0	8,3	7,3	2,8
Spagna	380	2,6	4,8	3,6	2,4	3,6	13,8	6,9	1,6
Sudafrica	89	1,5	2,3	-0,5	-0,6	-2,8	5,1	- 1,7	- 8,4
Svezia	190	2,1	2,4	0,4	-1,1	2,8	11,8	- 0,9	- 7,3
Svizzera	177	1,8	3,9	2,2	-0,5	4,4	5,8	2,2	- 2,8
Turchia	79	5,3	1,9	9,2	1,5	4,9	-1,0	14,1	- 1,0
Media <sup>3</sup>	-	2,4	3,6	2,7	0,5	2,5	8,3	1,5	- 2,5

<sup>1</sup> Per la Turchia, PNL reale. <sup>2</sup> Dati provvisori. <sup>3</sup> Ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1989.  
 Fonti: OCSE e statistiche nazionali.

paesi. Così come nei paesi maggiori, gli andamenti economici hanno rispecchiato in varia misura gli sforzi per ridurre l'inflazione, l'elevato livello dei tassi d'interesse reali, l'azione di risanamento dei bilanci pubblici, gli aggiustamenti degli squilibri finanziari del settore privato e, relativamente all'Europa, l'evoluzione economica in Germania.

Perdurante  
recessione ma  
inflazione calante

La recessione è proseguita lo scorso anno in Svezia, Finlandia, Svizzera, Australia e Nuova Zelanda, dove peraltro sono stati compiuti progressi significativi nel ridurre le pressioni inflazionistiche. In Finlandia la contrazione della crescita, molto più grave che in qualsiasi altro paese industriale, è stata considerevolmente accentuata dai decrescenti prezzi all'esportazione dei prodotti primari e soprattutto dal calo del 65% degli scambi con l'ex Unione Sovietica; questa contrazione ha contribuito da sola per oltre un quarto al calo del 6% del prodotto della Finlandia nel 1991. Sono stati conseguiti progressi sostanziali nel ridurre le spinte salariali, particolarmente in Australia, Finlandia, Nuova Zelanda e Svezia, dove si è dimostrato molto efficace l'accordo di contenimento dei salari concluso tra governo e industria. In Irlanda, dove l'inflazione è stata alquanto moderata, la crescita ha subito un netto rallentamento nel 1991, di riflesso al forte calo della domanda dal Regno Unito. A ciò va attribuito in buona parte il pronunciato aumento del tasso di disoccupazione, che insieme a quello della Spagna continua ad essere il più alto nel mondo industrializzato.

Lo scorso anno la crescita in Austria, Belgio, Paesi Bassi e Norvegia è stata più elevata che nella media dei paesi industriali. Nondimeno, la netta decelerazione registrata dagli investimenti fissi in Belgio e nei Paesi Bassi e dalla costituzione di scorte in Austria ha comportato un significativo rallentamento della crescita del prodotto aggregato rispetto al 1990. In Danimarca e Norvegia la crescita è stata alimentata quasi per intero dalla domanda estera, anche se in Danimarca la componente interna ha continuato a riprendersi leggermente dalle precedenti fasi di contrazione. La domanda netta estera ha contribuito moderatamente alla crescita anche nei Paesi Bassi, mentre è leggermente diminuita in Austria e nel Belgio. In questi tre paesi, e in minor misura in Danimarca e Norvegia, la domanda è relativamente dipendente dalle esportazioni verso la Germania e quindi potenzialmente vulnerabile qualora dovesse proseguire il rallentamento dell'economia tedesca. In questi paesi, inoltre, i tassi d'interesse reali sono piuttosto elevati e vincolati dagli obiettivi di cambio. L'inflazione è rimasta in generale alquanto moderata. La partecipazione della Danimarca allo SME e le riforme strutturali intraprese negli ultimi anni sembrano aver influenzato significativamente la dinamica delle retribuzioni, giacché le spinte salariali hanno continuato ad allentarsi. Per contro, nei Paesi Bassi la crescita dei salari si è accelerata notevolmente negli ultimi due anni e l'inflazione dei prezzi al consumo è salita a quasi il 5% nel corso del 1991, anche se in parte ciò rispecchia gli aumenti delle imposte sul carburante e dei massimali sulle tariffe delle prestazioni mediche e sugli affitti. Anche in Austria si è avuta una progressione più rapida delle retribuzioni.

Rallentamento delle economie dei *partners* commerciali più stretti della Germania

In Spagna e in Portogallo lo scorso anno la crescita, quantunque più lenta che nel 1990, ha parimenti superato la media dei paesi industriali. In Spagna gli investimenti delle imprese hanno subito una brusca decelerazione ed è rallentata leggermente anche la crescita dei consumi. L'attività è andata gradualmente rallentando dal 1988, essendosi attenuato lo stimolo impartito alla spesa in abitazioni e in consumi dalla vasta deregolamentazione finanziaria degli ultimi anni ottanta. Inoltre dal 1990 la politica monetaria è stata resa più restrittiva al fine di ridurre l'inflazione. Miglioramenti strutturali, in particolare nella mobilità del lavoro e nella flessibilità dei salari, appaiono fondamentali per conseguire una duratura riduzione delle spinte inflazionistiche e per realizzare appieno il potenziale di crescita relativamente alto dell'economia spagnola. In Portogallo, lo scorso anno la domanda interna ha continuato ad essere relativamente vigorosa. Tuttavia il persistere di un'inflazione elevata ha eroso seriamente la competitività del paese, causando un forte rallentamento nella crescita delle esportazioni.

Ulteriore decelerazione della crescita in Spagna

Anche in un certo numero di paesi minori sono emersi problemi nel settore bancario e tensioni finanziarie simili per certi aspetti a quelli incontrati da Stati Uniti e Regno Unito. Le ingenti perdite subite da alcune grandi banche nei paesi nordici hanno condotto all'acquisizione di controllo da parte dello stato della seconda e terza istituzione norvegese in ordine d'importanza e a interventi pubblici in una delle principali banche sia in Svezia che in Finlandia. Non sembra che i problemi finanziari abbiano inciso sensibilmente sulla spesa, probabilmente perché la domanda di credito era già debole, particolarmente in Svezia e Finlandia. In Norvegia, e in parte anche in Svezia, hanno contribuito a indebolire significativamente la domanda d'investimenti anche l'eccesso di capacità e il calo dei prezzi delle abitazioni e degli immobili non residenziali. In Australia sono sorte

Tensioni finanziarie in diversi paesi nordici



Consolidamento  
dei bilanci  
pubblici in diversi  
paesi

difficoltà analoghe per l'effetto congiunto della liberalizzazione finanziaria e dell'alta inflazione durante gran parte degli anni ottanta. Gli aggiustamenti indotti da questi squilibri, analogamente a quanto è avvenuto nel Regno Unito, hanno contribuito in misura significativa ad aggravare e a prolungare la recessione.

Lo scorso anno molti paesi minori hanno proseguito o intrapreso politiche di risanamento dei bilanci pubblici che hanno comportato in diversi casi significativi effetti restrittivi sulla domanda globale. In Grecia, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche è diminuito, pur rimanendo pari a quasi un sesto del PNL. Il prodotto si è leggermente ripreso, ma non vi è stato pressoché alcun progresso nel ridurre il tasso eccezionalmente alto dell'inflazione. Nei Paesi Bassi l'austerità di bilancio, che ha fatto scendere di quasi 1 punto il disavanzo delle amministrazioni pubbliche in rapporto al prodotto aggregato, ha contribuito in misura rilevante al rallentamento della crescita reale. Un'ulteriore, anche se più moderata, restrizione di bilancio è prevista per l'esercizio 1992 nel quadro di un programma a lungo termine di riduzione dell'elevato indebitamento del settore pubblico, attualmente equivalente a quasi l'80% del PIL. Il processo di consolidamento fiscale a lungo termine è proseguito anche in Belgio, dove il debito pubblico supera il prodotto nazionale e gli esborsi per interessi ammontano a quasi un quinto della spesa pubblica totale. In Svezia il disavanzo di bilancio del settore statale si è notevolmente ampliato lo scorso anno e il bilancio delle amministrazioni pubbliche è passato da un'eccedenza record del 3,9% del PIL nell'anno precedente a un saldo passivo per la prima volta dal 1986. Il nuovo governo ha tuttavia introdotto tagli di spesa equivalenti a circa l'1% delle uscite totali, sebbene nel primo anno le misure di risparmio siano state controbilanciate in gran parte da un temporaneo aumento dei finanziamenti a favore di programmi di sostegno dell'occupazione e dall'abolizione o riduzione di diverse imposte.

### I vincoli finanziari sull'attività reale

Le tensioni finanziarie hanno svolto un ruolo insolitamente rilevante nella fase attuale del ciclo, e si è temuto che due problemi, in particolare, potessero avere un effetto costringente sull'attività economica in alcuni paesi. Un primo motivo di preoccupazione è che la contrazione dell'offerta di credito, indotta dal grave deterioramento della qualità dell'attivo e dalla bassa redditività nel settore bancario, abbia compresso la spesa in misura tale da accentuare notevolmente la debolezza complessiva dell'attività. Tra i paesi in cui le banche presentavano una situazione di bilancio debole figurano Stati Uniti, Giappone, Regno Unito, Australia, Finlandia, Norvegia e Svezia. Una seconda preoccupazione deriva dal fatto che l'accresciuto onere per il servizio del debito nel settore privato, aggravato in taluni casi dal calo dei prezzi delle attività, potrebbe aver indotto un processo di ristrutturazione dei bilanci che ha agito da freno sulla spesa. Si pongono importanti questioni concettuali e statistiche nel determinare in che misura in alcuni paesi la crescita sia seriamente inibita da un autentico fenomeno di "credit crunch", ossia una situazione in cui le banche o altri prestatori rifiutano di erogare prestiti o finanziamenti ai tassi attivi correnti persino ai mutuatari di buona affidabilità e con progetti solidi. Nel complesso, l'evidenza empirica sembra indicare che la riduzione dell'offerta di credito abbia influito in misura relativamente modesta sugli sviluppi economici durante lo scorso anno, anche se

L'elevato onere  
debitorio più  
significativo dei  
problemi del  
credito

una ristretta disponibilità di credito rappresenta ancora un rischio potenziale per la crescita di alcune economie. Vi sono maggiori indicazioni che l'elevato onere debitorio, in particolare del settore famiglie, abbia contribuito all'indebolimento dell'attività, quanto meno negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in alcuni paesi nordici.

### *I vincoli dal lato dell'offerta di credito*

Lo scorso anno, in molti paesi industriali (tra cui Stati Uniti, Canada, Giappone e gran parte dell'Europa settentrionale) l'espansione del credito bancario al settore privato, già diminuita sensibilmente prima del 1991, è calata ancora o è rimasta assai contenuta. Il rallentamento può essere attribuito in gran parte alla generale debolezza della domanda aggregata. Tuttavia, in un certo numero di paesi la decrescente redditività delle banche e il deterioramento nella loro situazione di bilancio hanno fatto sorgere il timore che le banche fossero diventate molto più caute nell'erogare credito e che la conseguente scarsità abbia contribuito significativamente alla debolezza dell'attività.

La crescita del credito bancario è rimasta debole

Sotto certi aspetti la vulnerabilità dell'economia di fronte a una rarefazione dell'offerta di credito è molto minore che in passato. I precedenti episodi di forte contrazione nell'espansione del credito erano tipicamente dovuti a un rapido processo di disintermediazione. Ad esempio, l'inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti negli anni sessanta aveva condotto a una drastica riduzione dei depositi bancari per effetto dei massimali di tasso previsti dalla "Regulation Q", limitando la capacità delle banche di espandere gli impieghi. La liberalizzazione finanziaria ha eliminato queste restrizioni ed ha promosso la concorrenza tra le istituzioni finanziarie, nonché la diffusione di nuovi strumenti. Insieme alla forte espansione dei mercati della *commercial paper* e delle obbligazioni, ciò ha contribuito a ridurre la dipendenza dal settore bancario di alcune società, specie quelle di grandi dimensioni. Tuttavia vi sono indicazioni che per le imprese medio-piccole l'espansione di canali di finanziamento alternativi non è stata altrettanto ampia. Di conseguenza, queste ultime sono verosimilmente più esposte ad una contrazione nell'offerta di credito.

Minore dipendenza dal settore bancario

Nonostante il maggior grado di flessibilità finanziaria in generale, alcuni fattori sembrano indicare che la minore offerta di credito bancario negli Stati Uniti e in alcuni altri paesi sia diventato un serio vincolo per talune componenti fondamentali della domanda. Come si è già detto, in diversi paesi i mercati dei beni di consumo durevoli, delle abitazioni e degli immobili non residenziali sono stati insolitamente deboli. Gli *spreads* caricati sui prestiti bancari si sono ampliati, anche se questo non è un fenomeno inconsueto in periodi di recessione, dato il rischio di un deterioramento della solvibilità dei mutuatari. Negli Stati Uniti le indagini sui mutui bancari indicano che la disponibilità di tale forma di credito si è ridotta, in quanto le clausole non di prezzo applicate ai contratti di prestito sono diventate più stringenti.

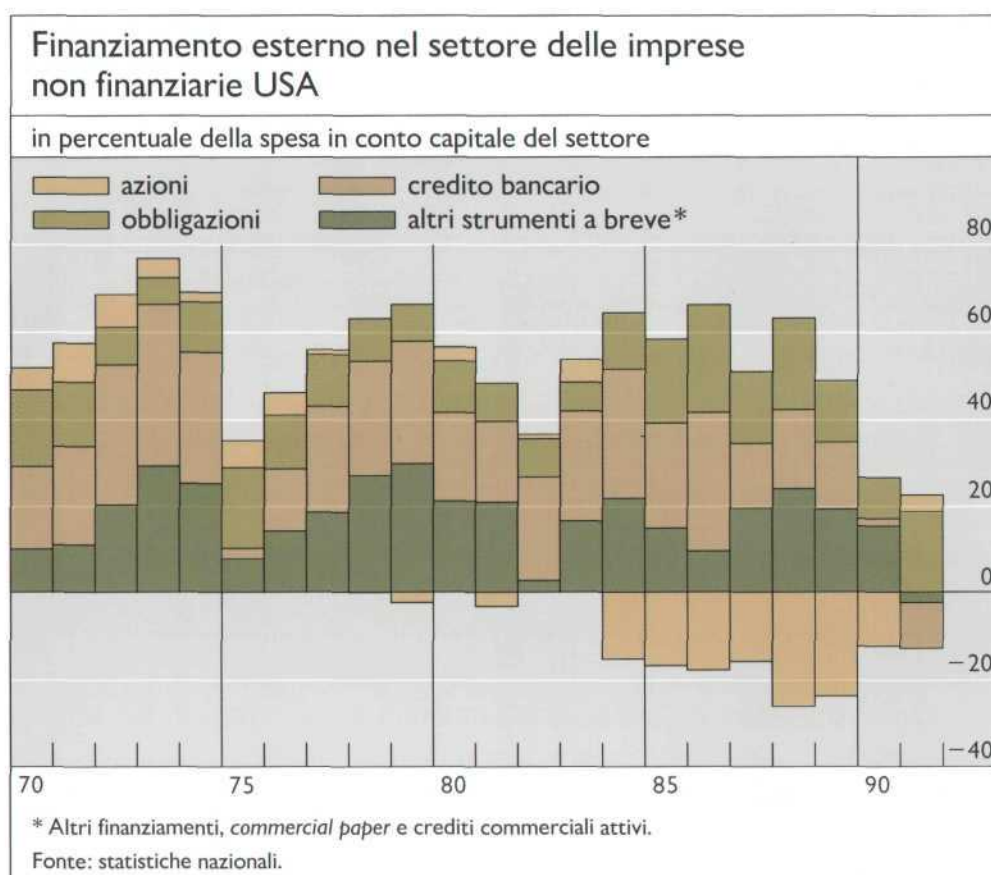
Le condizioni di accesso al credito sono divenute più stringenti

Ma persino negli Stati Uniti la scarsità del credito, benché possa essere stata rilevante per talune regioni e settori, sembra aver avuto un impatto globale solo modesto sull'attività economica. In particolare, la debolezza nel settore degli immobili non residenziali pare direttamente ricollegabile all'eccesso di offerta, a un calo della domanda di riflesso alla generale debolezza economica e agli elevati



oneri debitori. Questa ipotesi è avvalorata anche da un'analisi sul finanziamento esterno delle imprese negli Stati Uniti.

Le fonti di finanziamento esterno, che negli Stati Uniti contribuivano per il 50% circa alla spesa totale per investimenti nella prima metà degli anni ottanta e all'incirca per il 30% nella seconda metà, si sono considerevolmente ridotte nel 1990 e nuovamente nel 1991. Gran parte del calo è dovuto a una contrazione dei fondi mutuati presso le banche. Tuttavia, ciò è compatibile sia con una caduta nella domanda di investimenti sia con una riduzione nell'offerta di credito. Una certa indicazione dell'importanza relativa di questi due fattori può essere desunta da un esame delle modalità di ricorso delle imprese alle fonti di finanziamento esterno alternative al credito bancario. A differenza di quanto osservato in cicli precedenti, anche gli altri canali di finanziamento a breve, tra cui le emissioni di *commercial paper*, mostrano segni di debolezza, facendo ritenere che l'influsso dei fattori inerenti alla domanda sia rilevante. Inoltre, nel corso degli anni ottanta i fondi interni ed esterni erano più che sufficienti a finanziare la spesa per investimenti delle imprese, e il portafoglio di attività liquide era aumentato in misura considerevole. Queste ultime fungono da riserva di mezzi finanziari nel caso di una ridotta erogazione di prestiti bancari. Nonostante il rallentamento nell'espansione del credito, l'acquisizione netta di attività liquide è rimasta di segno positivo. Vi è stata un'inversione di tendenza nelle emissioni azionarie – che l'anno scorso hanno registrato un saldo positivo, per la prima volta dal 1983 – ed è aumentata la quota degli investimenti finanziati mediante obbligazioni. Entrambi questi andamenti sono in linea con una ristrutturazione dei bilanci societari, di cui si è trattato in precedenza.



Considerazioni analoghe fanno ritenere che neppure nel Regno Unito e in Giappone i vincoli dal lato dell'offerta di credito abbiano avuto un peso significativo. Nel Regno Unito i problemi del settore bancario non sono stati così gravi da rappresentare un possibile ostacolo all'espansione degli impieghi. Benché vi siano indicazioni che le banche hanno inasprito le condizioni creditizie, non risulta che esse lo abbiano fatto più di quanto sarebbe stato giustificato alla luce della situazione e delle prospettive del settore imprese. In Giappone, dove il credito bancario rappresenta tradizionalmente una fonte importante di finanziamento esterno per il settore delle imprese, la deregolamentazione finanziaria degli ultimi anni ha ampliato la gamma degli strumenti disponibili, sia all'interno sia sui mercati esteri, riducendo la dipendenza dalle banche. Ad esempio, il mercato della *commercial paper*, istituito nel 1987, si è sviluppato rapidamente. Il più lento ritmo di espansione del credito non ha comportato né nel Regno Unito né in Giappone un eccezionale indebolimento della spesa delle imprese, tranne che nel settore immobiliare. In Giappone il massimale sui mutui al settore immobiliare, introdotto dalla primavera del 1990 alla fine del 1991, più che averne causata la debolezza, ha probabilmente accelerato un aggiustamento già in atto.

Scarse indicazioni di una stretta creditizia nel Regno Unito o in Giappone

In diversi paesi nordici i problemi del settore bancario sono stati più gravi. L'impatto della forte contrazione nell'espansione del credito bancario è stato tuttavia mitigato da una serie di fattori. Tra questi i più importanti sono stati l'agevole accesso delle grandi società alle fonti di finanziamento estero e la disponibilità dei governi ad intervenire per assicurare la continua erogazione di credito. In Norvegia, per esempio, sono stati impegnati fondi statali per rafforzare la base di capitale delle banche. Nel maggio 1992 il governo svedese ha annunciato il progetto di acquisire le restanti azioni in mano a privati della seconda maggiore banca del paese a controllo statale.

I problemi del settore bancario sono motivo di maggiore preoccupazione in diversi paesi nordici ...

Nel complesso, il diffuso rallentamento nell'espansione del credito pare essere un fenomeno inerente alla domanda piuttosto che all'offerta di credito. Benché l'attività reale negli Stati Uniti abbia risentito in certa misura di fattori connessi all'offerta di credito, il loro influsso a livello aggregato non sembra essere stato significativo. E' stata piuttosto la domanda di credito ad essere generalmente debole. Ciò non toglie che i vincoli dal lato dell'offerta di credito possano diventare un rischio potenziale per l'attività in alcuni paesi, particolarmente in Giappone e in alcuni paesi nordici, qualora la domanda di investimenti si rivelasse più sostenuta di quanto attualmente previsto o qualora i prezzi delle attività continuassero a calare, indebolendo ulteriormente il settore bancario.

... e continuano a rappresentare un rischio potenziale per l'attività in alcuni paesi

### *L' onere debitorio del settore privato*

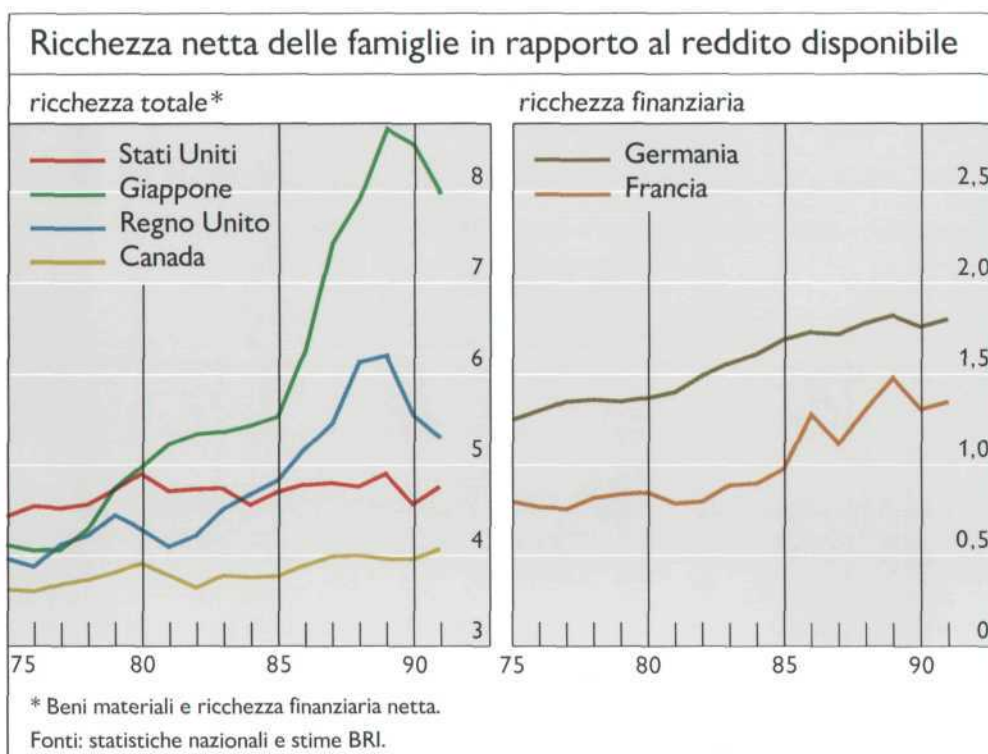
Lo scorso anno un vincolo più stringente e diffuso gravante sull'attività reale è stato l'elevato onere debitorio del settore privato. Ciò si è manifestato nei crescenti problemi di liquidità che si sono accompagnati a un aumento delle passività, in particolare nei casi in cui i flussi di reddito sono diminuiti di riflesso al rallentamento economico, gli esborsi per interessi sono saliti fortemente in termini reali e una perdita di valore delle attività ha provocato una significativa contrazione della ricchezza netta. In alcuni paesi questi problemi hanno dato avvio a un processo di ristrutturazione dei bilanci e a una fase di moderazione della spesa. In alcuni casi si è osservato anche un aumento del saggio di risparmio.

Spesa depressa mentre sono in corso aggiustamenti di bilancio



Negli anni ottanta i livelli d'indebitamento erano saliti sensibilmente in un certo numero di paesi industriali, ma l'impatto negativo dell'accresciuto onere debitorio è stato particolarmente evidente negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Australia e in diversi paesi nordici. Il processo di consolidamento finanziario ha avuto luogo sia nel settore famiglie che in quello delle imprese, ma sembra che il maggior impatto sull'attività reale lo abbiano avuto gli aggiustamenti di bilancio delle famiglie. L'indebitamento del settore privato è aumentato notevolmente anche in Giappone, ma non vi sono indicazioni che ciò abbia finora rappresentato un ostacolo alla crescita economica.

Il settore famiglie è stato maggiormente colpito in quei paesi, come Stati Uniti e Regno Unito, in cui i pagamenti per interessi (ovvero l'incidenza sul reddito degli oneri finanziari) sono aumentati sensibilmente, mentre la ricchezza netta è rimasta invariata o è diminuita. In gran parte dell'Europa continentale e in Giappone gli effetti sulla spesa sono stati più modesti, perché erano minori gli esborsi per interessi ovvero più alti i livelli di ricchezza netta. Negli anni ottanta vi era stato un rapido e diffuso aumento della spesa per l'acquisto di beni di consumo durevoli e di abitazioni, finanziata in larga parte con fondi mutuati. L'allentamento dei vincoli sui finanziamenti all'edilizia abitativa, combinandosi a un favorevole trattamento fiscale degli interessi passivi, aveva favorito in diversi paesi la rapida espansione dei mutui ipotecari. Tuttavia, le plusvalenze sulle attività – in particolare su titoli azionari e immobili residenziali – hanno generalmente sopravanzato la crescita delle passività. Di conseguenza nei maggiori paesi industriali, ad esclusione di Stati Uniti e Canada, la ricchezza netta in rapporto al reddito ha avuto la tendenza ad aumentare. Essa è aumentata soprattutto in Giappone ma, in misura più contenuta, anche nel Regno Unito, in Francia e Germania. Ultimamente, sebbene tale rapporto sia sceso rispetto ai livelli raggiunti verso la fine degli anni ottanta, la sua flessione non ha annullato



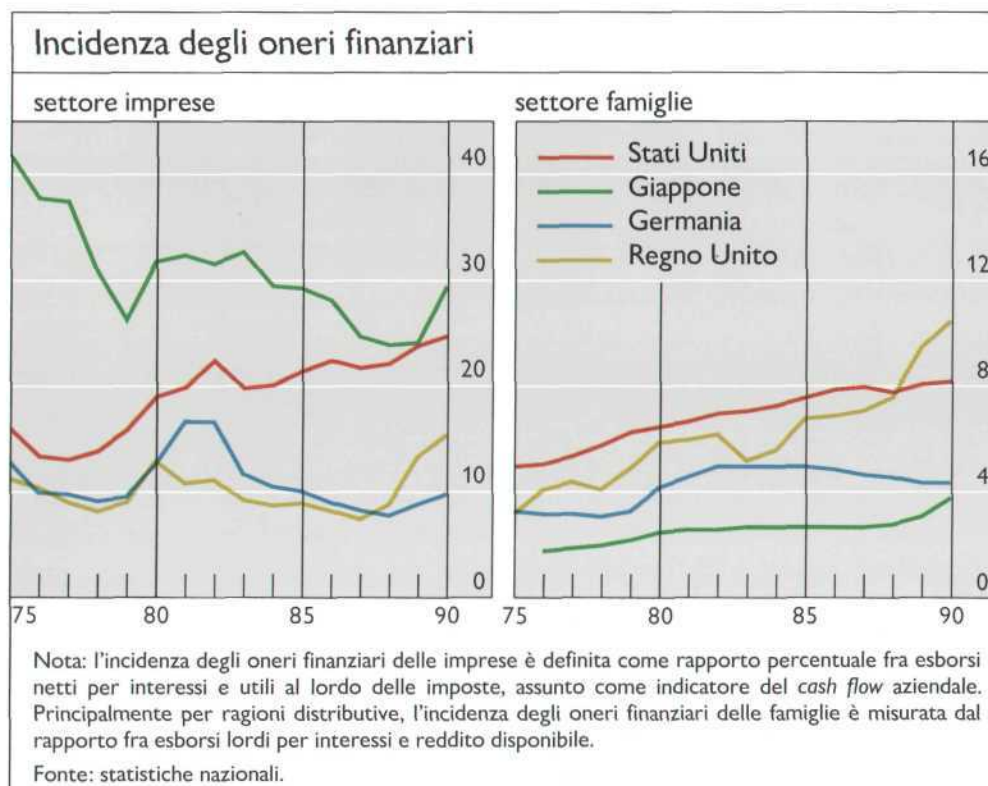
completamente l'incremento degli anni precedenti. La spesa per consumi è stata più debole nel Regno Unito, paese in cui la ricchezza netta ha subito un forte ridimensionamento, e nell'America del Nord, dove il rapporto ricchezza netta/reddito è rimasto alquanto costante per tutto il decennio.

Le variazioni nell'incidenza degli oneri finanziari delle famiglie, misurata dal rapporto fra esborsi lordi per interessi e reddito disponibile, hanno fornito un incentivo a ristrutturare i bilanci. A seguito della deregolamentazione finanziaria vi era stata una tendenza all'aumento di tale indice, accentuata dalle politiche monetarie più restrittive adottate in alcuni paesi verso la fine degli anni ottanta in risposta alle crescenti pressioni inflazionistiche. L'incidenza degli oneri finanziari delle famiglie aveva raggiunto livelli particolarmente elevati negli Stati Uniti e nel Regno Unito. I cali dei tassi d'interesse intervenuti a partire dal 1990 hanno cominciato ad alleggerire l'onere del servizio del debito, e in senso analogo ha agito il rimborso di crediti al consumo. Nel Regno Unito, la quota di risparmio, che si era sensibilmente ridotta tra il 1985 e il 1988, ha segnato in seguito un netto recupero, e lo stesso vale per la Svezia. In Norvegia il saggio di risparmio delle famiglie è ridiventato positivo nel 1989, per la prima volta dall'abolizione dei controlli quantitativi sul credito applicati alle banche private nel 1984.

Alleviamento  
dell'onere per  
il servizio  
del debito

Sviluppi analoghi si sono avuti nel settore delle imprese di questi paesi. Sono state avanzate diverse argomentazioni per sostenere che la propensione ad indebitarsi delle imprese poteva essere stata incentivata dal regime fiscale, da una migliore gestione dei rischi o dalla prospettiva di guadagni di efficienza economica. Gli effetti di un più elevato indice di leva finanziaria variano anche a seconda che l'aumento riguardi branche produttive maggiormente esposte a una decelerazione dell'attività economica ovvero settori scarsamente sensibili al ciclo congiunturale. La rilevanza dei più alti livelli d'indebitamento del settore delle

Ristrutturazioni  
societarie  
evidenti  
soprattutto  
negli Stati Uniti





imprese può essere illustrata facendo riferimento al rapporto tra esborsi netti per interessi e utili al lordo delle imposte. In Canada, Stati Uniti e Regno Unito l'incidenza degli oneri finanziari è aumentata. La più elevata consistenza del debito ha comportato che la quota di reddito assorbita dai pagamenti per interessi è stata maggiore che nei cicli precedenti. Il processo di ristrutturazione delle imprese è stato particolarmente evidente negli Stati Uniti, dove esso era favorito dai più bassi rendimenti delle obbligazioni societarie e dall'esuberanza del mercato azionario che ha stimolato un rilancio delle emissioni di azioni. Viceversa, nel corso degli anni ottanta gli indici di indebitamento delle imprese sono diminuiti in Giappone e in Germania, benché sia intervenuto un moderato incremento a partire dal 1988.

I fattori di natura finanziaria hanno accresciuto l'incertezza

In conclusione, nella maggior parte dei paesi il rallentamento nell'espansione del credito sembra aver rispecchiato più una contrazione della domanda di credito piuttosto che un'eccessiva riluttanza delle banche ad erogare nuovi prestiti. L'elevato livello d'indebitamento del settore privato ha rappresentato il fattore finanziario che ha maggiormente influito sull'attività reale. Nel 1991 il processo di ristrutturazione dei bilanci ha contribuito a deprimere la spesa delle famiglie e delle imprese. Non appare chiaro in che misura la deregolamentazione finanziaria e le innovazioni negli strumenti e nelle tecniche finanziarie degli ultimi dieci anni possano favorire durevolmente più alti livelli d'indebitamento. Vi è quindi molta incertezza circa l'impatto congiunturale che il maggiore indebitamento del settore privato potrebbe avere sulla ripresa economica e sulla sua collocazione temporale. Sussiste anche un certo pericolo che le condizioni del credito possano divenire un vincolo più stringente per l'attività economica di taluni paesi, nel caso in cui la domanda d'investimento risultasse più sostenuta di quanto attualmente previsto, senza che sia prima intervenuto un significativo miglioramento nei rispettivi settori bancari.

### III. Gli andamenti negli altri paesi

#### Aspetti salienti

Lo scorso anno la dinamica del prodotto reale nei paesi in via di sviluppo (PVS) e nelle economie di recente industrializzazione (NIEs) ha presentato profili fortemente differenziati, che hanno rispecchiato l'impatto della crescita lenta nei paesi industriali, nonché l'influsso di sviluppi e di politiche interne. I paesi asiatici, investiti solo marginalmente dal rallentamento del commercio mondiale, hanno registrato una rapida crescita del prodotto, e nell'America Latina la domanda interna ha segnato una forte ripresa. Per contro, i paesi del Medio Oriente hanno risentito negativamente della guerra del Golfo, e nell'Africa sub-sahariana il reddito reale pro capite è diminuito per il terzo anno consecutivo.

Il quadro fortemente differenziato a livello di aree e paesi si estende altresì agli sviluppi riguardanti l'inflazione, l'interscambio, la bilancia dei pagamenti e il debito estero. Il tasso d'inflazione ha segnato un calo sensazionale nell'America Latina, mentre negli altri paesi in via di sviluppo è rimasto elevato o è persino aumentato. Nel complesso, il disavanzo delle partite correnti dei PVS si è ampliato notevolmente in seguito ai cospicui trasferimenti dai paesi produttori di petrolio del Medio Oriente, alla crescita sostenuta delle importazioni nell'America Latina e al generale peggioramento dal lato sia della domanda di esportazioni sia delle ragioni di scambio. Al tempo stesso le condizioni di finanziamento si sono fatte alquanto più agevoli e alcuni dei paesi maggiormente indebitati hanno compiuto progressi nel ridurre l'onere dell'eccessivo debito estero.

Per l'Europa orientale il 1991 è stato un anno difficile che ha visto accelerarsi la caduta del prodotto reale e salire fortemente i tassi di disoccupazione. Una ragione di questo deludente risultato va ricercata nell'ampia e inattesa contrazione delle esportazioni verso l'ex Unione Sovietica, che ha aggravato gli effetti dello smantellamento del sistema commerciale del Comecon. In diversi paesi ha influito negativamente sul prodotto e sulla domanda anche la disgregazione dei sistemi produttivi e distributivi, e nell'intento di ridurre il rischio di pressioni da eccesso di domanda le politiche fiscali e monetarie sono state mantenute restrittive.

Benché le prospettive a breve termine di un ritorno a tassi di crescita positivi siano generalmente assai scarse, non sono mancati progressi in alcune aree. Nonostante gli ampi incrementi *una tantum* registrati dai prezzi dopo la loro riforma e l'abolizione dei sussidi, nonché il manifestarsi di chiare pressioni dal lato dei costi, durante lo scorso anno la maggior parte dei paesi è riuscita a ridurre il tasso d'inflazione. Inoltre, come sarà esaminato in modo più approfondito nel Capitolo IV, gli squilibri di parte corrente sono stati generalmente minori del previsto, grazie anche alla significativa crescita delle esportazioni verso i paesi occidentali. Tuttavia, per preservare i progressi compiuti,



è indilazionabile una riforma del sistema fiscale, poiché i crescenti squilibri di bilancio rappresentano un serio pericolo per la stabilità monetaria e la dinamica dell'inflazione nel lungo periodo.

### Prodotto reale, inflazione e commercio estero nei PVS e nelle NIEs

Crescita del  
prodotto stazio-  
naria con ampie  
variazioni a livello  
regionale

Nonostante le condizioni recessive nei paesi industriali e il rallentamento del commercio mondiale, lo scorso anno la crescita del prodotto reale nei paesi in via di sviluppo e nelle NIEs è rimasta sostanzialmente invariata. Vi sono state tuttavia marcate differenze regionali nell'andamento medio del prodotto, nonché nelle cause e nei problemi sottostanti (tabella alla pagina seguente). Il miglioramento più marcato si è avuto nell'America Latina dove diversi paesi, dopo essere riusciti a ridurre gli squilibri di bilancio e l'inflazione, hanno registrato un netto rafforzamento della domanda interna. I paesi asiatici hanno nuovamente sopravanzato quelli di altre regioni, ma all'interno del gruppo vi sono state disparità maggiori che negli anni precedenti, con alcuni paesi in cui ha preso avvio una fase di ripresa ciclica, e altri in cui la crescita è rallentata di riflesso alle politiche antinflazionistiche o alla più debole dinamica delle esportazioni. In Africa non è mutato il quadro caratterizzato da una crescita lenta e da redditi pro capite stagnanti o in calo, mentre molti paesi del Medio Oriente hanno dovuto affrontare problemi insolitamente difficili, dovuti alle conseguenze della guerra del Golfo, alle variazioni dei prezzi del petrolio e a vari *shocks* finanziari.

Netto regresso  
dell'inflazione

In concomitanza con il ritmo stabile della crescita reale complessiva, vi è stato un pronunciato calo del tasso medio d'inflazione. Questo risultato è dovuto tuttavia interamente agli sviluppi nell'America Latina. In Asia l'inflazione media è leggermente accelerata, poiché in alcuni paesi si sono manifestate strozzature nella capacità produttiva e condizioni tese sul mercato del lavoro. L'inflazione è salita anche in Africa e nel Medio Oriente, per effetto di politiche fiscali condiscendenti e di un rincaro delle importazioni.

Influssi esterni  
avversi...

Lo scorso anno diversi fattori hanno svolto un ruolo importante nel determinare l'evoluzione del commercio e delle partite correnti delle NIEs e dei paesi in via di sviluppo. I due fattori fondamentali – i mercati di sbocco delle esportazioni e i prezzi delle materie prime – sono stati in gran parte sfavorevoli. I *mercati di esportazione* si sono fortemente indeboliti in quanto la crescita in volume delle importazioni dei paesi industriali si è più che dimezzata rispetto alla media degli ultimi dieci anni ( $5\frac{3}{4}\%$ ). La caduta del prodotto nell'Europa orientale e nell'ex Unione Sovietica ha rappresentato un ulteriore influsso sfavorevole. Sebbene la domanda interna abbia segnato una certa ripresa nei paesi in via di sviluppo, i suoi effetti sulla crescita delle esportazioni sono stati troppo modesti per compensare la debolezza ciclica nei paesi industriali. I *prezzi all'esportazione* (in dollari USA) dei PVS hanno segnato una nuova contrazione. Dopo il calo di quasi il  $7\frac{1}{2}\%$  nel 1990, lo scorso anno i corsi delle materie prime non energetiche sono diminuiti del  $3\frac{1}{2}\%$ , con flessioni particolarmente pronunciate per i prezzi dei prodotti sensibili alle oscillazioni congiunturali. La fine della crisi del Golfo ha comportato anche una rapida correzione verso il basso dei prezzi del

Crescita del PIL nei PVS e nelle NIEs								
Paesi e gruppi di paesi	PIL del 1984-86 in miliardi di dollari USA	1981-86 media	1987	1988	1989	1990	1991	Prodotto pro capite 1981-91 media
		variazioni percentuali						
Africa	250	2,2	1,6	3,7	3,5	1,9	2,5	-0,6
Nigeria	62	0,2	1,8	9,8	6,1	5,2	4,2	-0,7
Paesi sub-sahariani	109	1,6	2,0	2,7	2,2	1,2	0,8	-1,5
Medio Oriente	488	0,5	-0,2	0,7	2,5	4,5	0,4	-2,1
Egitto <sup>1</sup>	55	7,1	6,4	4,0	3,0	2,6	2,3	3,0
Iran <sup>2</sup>	173	4,5	-1,1	-6,5	4,3	10,1	9,5	0,2
Asia	950	6,6	7,8	8,9	5,5	5,4	5,5	5,0
Cina	237	10,5	10,2	11,1	3,8	4,8	7,0	7,3
India <sup>1</sup>	216	5,2	4,5	9,4	5,0	4,0	2,0	3,0
Indonesia	82	4,3	4,9	5,8	7,5	7,4	6,4	3,3
Malaysia	31	3,9	5,3	9,1	8,6	9,8	8,8	3,4
Filippine	32	-1,3	4,8	6,2	5,9	2,4	-1,0	-0,9
Tailandia	40	5,4	9,5	13,2	12,0	10,0	7,9	5,7
NIEs	208	7,5	12,1	9,5	6,3	6,7	7,2	6,6
America Latina	732	1,4	2,8	1,0	1,2	0,6	3,1	-0,8
Brasile	236	3,7	3,6	-0,0	3,3	-4,0	1,2	-0,6
Messico	163	-0,7	1,7	1,4	3,4	4,4	3,6	-0,5
Argentina	74	0,2	2,5	-2,7	-4,4	0,4	4,5	-2,0
Cile	17	-0,4	5,7	7,4	10,0	2,1	5,0	1,6
Perù	22	0,5	8,3	-8,3	-11,9	-4,6	2,0	-2,9
Venezuela	58	0,2	4,5	6,3	-7,8	5,3	9,2	-1,7
Tutti i paesi <sup>3</sup>	2.420	3,4	4,0	4,3	3,4	3,4	3,5	1,2

<sup>1</sup> Esercizio finanziario. <sup>2</sup> Anno con inizio dal 21 marzo. <sup>3</sup> Media ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1984-86.

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

petrolio, interrotta solo brevemente verso la fine del 1991, in seguito alla quale essi sono ritornati quasi al livello prevalente alla vigilia del conflitto.

Vi sono stati tuttavia anche fattori più favorevoli. Tra questi forse il più importante è costituito dal *più agevole finanziamento* delle transazioni correnti. Alcuni paesi dell'America Latina, in particolare, hanno beneficiato di maggiori afflussi di capitali, che hanno consentito loro di accrescere le importazioni e di ridurre gli interessi arretrati. Gli afflussi hanno assunto la forma di investimenti diretti esteri, fondi a breve, rientro di capitali esportati e modesti nuovi crediti ottenuti sui mercati internazionali dei capitali. Inoltre, la significativa *flessione dei tassi d'interesse a livello mondiale*, e in particolare dei tassi a breve negli Stati Uniti, ha ridotto di oltre \$ 5 miliardi i pagamenti per interessi dei PVS. In molti di questi paesi i tassi d'interesse sono saliti, favorendo ulteriormente gli afflussi di capitali, e i tassi di cambio sono stati soggetti a spinte al rialzo, che in taluni casi hanno portato a un deterioramento della competitività. Infine, le riforme economiche, fra cui figurano la liberalizzazione degli scambi, privatizzazioni

... non disgiunti da fattori favorevoli



e deregolamentazione, hanno prodotto una maggiore apertura al commercio estero e agli investimenti. A breve termine i saldi commerciali si sono deteriorati, perché le misure hanno favorito principalmente le importazioni. Tuttavia, nel più lungo periodo queste riforme dovrebbero risultare benefiche, accrescendo gli incentivi agli investimenti e il potenziale di crescita delle esportazioni.

### *Gli andamenti nelle NIEs*

Ripresa a Taiwan  
e Hong Kong...

Lo scorso anno le quattro NIEs hanno attraversato differenti fasi cicliche. La Corea del Sud e Singapore hanno registrato un rallentamento della crescita, dovuto rispettivamente alle politiche di consolidamento e alla debole dinamica delle esportazioni, mentre Taiwan e Hong Kong sono entrate in una fase di espansione. Il principale impulso all'economia di Taiwan è provenuto da un'inversione di tendenza negli investimenti fissi delle imprese e dalle maggiori esportazioni, di riflesso al più contenuto incremento nelle retribuzioni nominali, agli effetti di precedenti investimenti diretti nei paesi dell'ASEAN (Associazione delle nazioni del Sud-Est asiatico) e all'esuberanza dell'attività nella Cina meridionale. Quest'ultimo fattore è stato ancor più importante per Hong Kong, le cui industrie manifatturiere impiegano circa 3 milioni di lavoratori nella Cina meridionale, rispetto a meno di 0,7 milioni nella stessa Hong Kong. Di conseguenza, nel corso degli ultimi due anni la crescita annua del PNL reale potrebbe aver superato di circa 2 punti percentuali quella del PIL.

... ma crescita più  
lenta nella Corea  
del Sud...

Nella Corea del Sud una ridefinizione delle priorità di politica economica a favore della lotta all'inflazione e del rafforzamento della posizione esterna ha contribuito a ridurre significativamente la crescita degli investimenti fissi delle imprese, in quanto la politica monetaria è stata resa più restrittiva e le concessioni edilizie sono state soggette a più severi controlli. In virtù del deprezzamento del cambio nominale e dei decrescenti costi unitari del lavoro, l'espansione delle esportazioni in volume è leggermente aumentata. Tuttavia, a causa della lenta decelerazione della domanda interna, il contributo delle esportazioni nette al PIL è rimasto negativo e il deficit corrente è salito a quasi il 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% del PIL. A Singapore le politiche di gestione della domanda non sono cambiate molto, poiché il tasso d'inflazione è rimasto stabile a un basso livello e l'eccedenza dei conti correnti con l'estero è aumentata. Il prodotto è rallentato a seguito della più debole domanda sui principali mercati di esportazione, che a sua volta ha ridotto gli investimenti fissi delle imprese. Inoltre, una contrazione delle operazioni bancarie offshore e il ridotto volume di attività sul mercato dei cambi, dopo gli elevatissimi tassi di espansione dei cinque anni precedenti, hanno provocato una battuta d'arresto nel settore dei servizi finanziari.

... e a Singapore

### *Prodotto reale e inflazione nei PVS*

Ripresa econo-  
mica e minore  
inflazione nel-  
l'America  
Latina...

Nell'America Latina, malgrado la minore domanda di esportazioni e un deterioramento di oltre il 5% nelle ragioni di scambio, lo scorso anno la crescita del prodotto reale è salita al 3%. Per la prima volta dal 1987 il reddito pro capite non è diminuito. Il tasso medio d'inflazione si è fortemente ridotto, passando da quasi il 1.600 a meno del 200% (tabella di pagina 44). Diversi paesi che nel 1990 avevano fatto segnare tassi del 1.000% e oltre sono riusciti a reprimere o a eliminare le principali fonti d'inflazione. La dinamica dei prezzi

Inflazione nei PVS e nelle NIEs							
Paesi e gruppi di paesi	1980-85 media	1986	1987	1988	1989	1990	1991
	variazioni percentuali dei prezzi al consumo						
Africa e Medio Oriente	11,5	11,5	16,5	19,0	17,5	14,0	18,5
Egitto	14,0	23,9	19,7	17,6	21,3	16,8	19,8
Nigeria	18,7	5,4	10,2	38,3	51,0	7,1	15,0 <sup>1</sup>
Asia	7,5	12,4	12,5	18,5	13,5	9,0	9,5
Cina	4,1	7,0	8,8	20,7	16,3	2,1	3,4
Corea del Sud	7,1	2,8	3,0	7,1	5,8	8,6	9,5
Filippine	20,5	0,8	3,8	8,8	10,5	12,7	18,0
India	9,3	8,7	8,8	9,4	6,2	9,0	12,0 <sup>1</sup>
Indonesia	9,7	5,9	9,2	8,0	6,4	7,5	9,5
Tailandia	4,9	1,8	2,5	3,9	5,4	5,9	6,0
America Latina	128,5	91,5	130,0	292,0	910,5	1.568	193,0
Argentina	322,5	90,0	131,5	343,0	3.080	2.314	172,0
Brasile	149,0	150,0	219,0	582,0	1.325	3.118	428,0
Messico	60,5	86,2	131,8	114,2	20,0	26,7	22,7
Perù	102,0	77,9	85,8	667,0	3.399	7.482	410,0
Tutti i paesi <sup>2</sup>	45,0	35,5	49,5	101,0	286,0	482,0	67,5

<sup>1</sup> Stima. <sup>2</sup> Media ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1984-86.  
 Fonti: FMI, International Financial Statistics e World Economic Outlook; statistiche nazionali.

è rallentata sensibilmente anche in quei paesi che nel 1990 avevano registrato tassi d'inflazione compresi tra il 25 e il 30%.

Questo favorevole risultato è dovuto in ampia misura alle politiche perseguite durante i tre precedenti anni, allorché diversi paesi avevano introdotto riforme miranti a creare condizioni più favorevoli a una crescita duratura. In tutta l'area le politiche monetarie e fiscali sono divenute più restrittive e sono state prese iniziative per ridimensionare il ruolo del settore pubblico mediante la privatizzazione di imprese statali e la riduzione dei vincoli amministrativi. Si è proceduto alla liberalizzazione dei settori finanziari, sono stati ridotti o eliminati i contributi in conto interessi e in parecchi paesi i tassi reali sono ora positivi. Infine, vi è stata una generale tendenza a promuovere una crescita orientata alle esportazioni, tra l'altro mediante l'adozione di politiche di cambio più competitive e la parziale rimozione delle imposte sulle esportazioni e delle restrizioni all'importazione.

Il riorientamento delle politiche ha comportato in un primo tempo elevati costi economici e sociali, con un calo cumulativo del 31/2% del reddito pro capite nel periodo 1988-90 e un aumento della disoccupazione in tutta l'area. Le nuove politiche sembrano tuttavia aver rafforzato gradualmente la fiducia degli operatori economici internazionali e interni. Gli afflussi netti di capitali si sono quasi raddoppiati lo scorso anno e, per la prima volta dal 1981, vi è stato un trasferimento netto di risorse alla regione latino-americana. Inoltre, la ripresa della domanda interna è stata sorretta dagli investimenti fissi delle imprese, finanziati in parte dagli afflussi di capitali. Infine, si sono avute indicazioni di una certa flessione dei premi di rischio sulle attività finanziarie e di una minore esigenza di massicci interventi correttivi sugli strumenti di politica economica per segnalare gli intendimenti delle autorità.

... grazie alle riforme e alle politiche più restrittive

Costi iniziali elevati...

... ma rafforzato clima di fiducia



Risultati favorevoli in Messico ...	Questi segnali positivi hanno assunto particolare evidenza in <i>Messico</i> e in <i>Cile</i> , che da diversi anni perseguono politiche di consolidamento e di ristrutturazione. In <i>Messico</i> la combinazione di misure di politica dei redditi e di un indirizzo fiscale restrittivo ha contribuito ad abbassare l'inflazione e ad accelerare la crescita degli investimenti fissi delle imprese. Anche al netto dei proventi delle privatizzazioni, il disavanzo del settore pubblico si è ridotto lo scorso anno, e ciò implica che l'aumento del saldo passivo con l'estero è dovuto a un crescente deficit di risparmio del settore privato. In <i>Cile</i> la crescita del PIL reale ha segnato una ripresa nel 1991, favorita dal graduale allentamento delle politiche, di riflesso al calo dell'inflazione. Nonostante l'eccedenza del bilancio statale, la banca centrale, ora autonoma, ha incontrato considerevoli problemi nel contenere l'espansione monetaria ed è infine ricorsa alla rivalutazione del peso per arginare l'afflusso di capitali esteri. L'accelerazione nella crescita del PIL reale è stata ancor più pronunciata in <i>Venezuela</i> , dove ha rispecchiato l'impulso espansivo della politica di bilancio e investimenti su vasta scala nel settore petrolifero. L' <i>Argentina</i> ha conseguito il più alto tasso di espansione dal 1986; l'abolizione dell'indicizzazione dei salari insieme all'introduzione della convertibilità della moneta e di riforme fiscali e monetarie ha concorso infatti a smorzare le aspettative inflazionistiche. Il <i>Perù</i> si è avvalso di politiche monetarie e fiscali restrittive e di riforme strutturali per portare sotto controllo l'iperinflazione.
... Cile ...	
... e in altri paesi ...	
... ma non ancora in Brasile	In <i>Brasile</i> non è tuttora chiaro se la decima vasta riforma intrapresa dal 1979 avrà durevole successo nel ridurre l'inflazione e nell'invertire la tendenza calante del prodotto. Nel 1991 la crescita del PIL reale è ammontata solo all'1,2% e il tasso di sviluppo è andato diminuendo in corso d'anno. L'eccedenza finanziaria del settore pubblico (concetto operativo) sembra essere stata mantenuta lo scorso anno, ma vi è stato uno sconfinamento degli obiettivi di politica fiscale, dovuto a un eccesso di spesa a livello di amministrazioni statali e locali. Ha preso anche avvio un processo di deregolamentazione e di apertura dell'economia alla concorrenza estera, ma l'influenza del settore pubblico è ancora molto ampia e diversi progetti di privatizzazione sono falliti. Infine, benché il tasso d'inflazione sia sensibilmente calato rispetto al 1990, su base mensile l'incremento dei prezzi si è accelerato nella seconda metà del 1991 e ha raggiunto una media del 25% nel primo trimestre di quest'anno. Tutto considerato, pare che le autorità siano riuscite a inasprire gradualmente le politiche fiscali e monetarie. Tuttavia, in mancanza di un consenso politico a favore di riforme strutturali e di una chiara svolta nelle aspettative inflazionistiche, l'effetto iniziale di queste politiche è stato principalmente quello di ridurre il prodotto reale e l'occupazione.
Prospettive a breve termine tuttora incerte	Nel complesso, l'evoluzione macroeconomica nei paesi dell'America Latina ha mostrato un significativo cambiamento nel 1991 rispetto agli anni di alta inflazione e di crescita del prodotto lenta o negativa. Nondimeno, i risultati ottenuti di recente non vanno estrapolati in modo meccanico. Varie riforme hanno avuto successo nella fase iniziale, ma sono fallite in seguito perché non erano stati eliminati gli squilibri fondamentali. La più bassa inflazione, osservata lo scorso anno, è stata anche favorita da misure transitorie e/o dall'apprezzamento del cambio, mentre il ritorno a tassi di crescita positivi ha rispecchiato in parte gli effetti di natura straordinaria del rallentamento dei prezzi. Pertanto, le prospettive a breve termine dipendono dal consolidamento dei progressi sul fronte



dell'inflazione mediante un più incisivo programma di stabilizzazione. In secondo luogo, in molti casi le riforme e il calo dell'inflazione sono stati accompagnati da una sensibile contrazione della quota del lavoro dipendente sul reddito nazionale. Invero, la portata degli effetti redistributivi è stata tale da non escludere la ricomparsa di rivendicazioni salariali in termini reali. In Messico i salari reali sono diminuiti di oltre il 20% dal 1980, a fronte di una contrazione del 5% dei redditi reali pro capite. In Perù gli effetti redistributivi sono stati ancor più pronunciati, con un'erosione dei salari reali, pari al 60% dal 1980, più che doppia rispetto al calo del reddito pro capite. Infine, anche nei casi di maggior successo delle politiche, i costi sono stati elevati, con il rischio che le strategie di riforma subiscano un certo logoramento prima che i progressi siano consolidati. In Cile il livello dei redditi reali pro capite registrato nel 1981 non è stato più raggiunto fino al 1989 e in Bolivia il loro livello è tuttora inferiore del 20% a quello del 1980.

Nel Medio Oriente il 1991 è stato caratterizzato da sviluppi macroeconomici molto differenziati, principalmente a causa degli effetti della guerra del Golfo. Negli ultimi due anni l'Iran ha beneficiato di una forte ripresa, dovuta in parte all'aumento dei proventi petroliferi, ma anche allo smantellamento del precedente sistema centralizzato. La crescita del prodotto è stata vigorosa anche nell'Arabia Saudita, sebbene i costi connessi con la guerra potrebbero essere stati pari a ben il 40% del PIL, compensati per meno della metà da proventi addizionali del petrolio. Un problema che ha avuto notevoli ripercussioni sugli stati del Golfo è stata la chiusura della "Bank of Credit and Commerce International" (BCCI). In altri paesi i massicci cambiamenti demografici che hanno accompagnato e seguito la guerra del Golfo hanno provocato seri problemi di aggiustamento. In Giordania e nello Yemen il riafflusso di emigrati ha fatto salire il tasso di disoccupazione a oltre il 25%. In aggiunta ai connessi costi sociali, la perdita di rimesse di lavoratori dall'estero pone gravi problemi a medio termine, anche se nell'immediato la domanda e il prodotto interno hanno probabilmente ricevuto un impulso espansivo. L'Egitto è forse il paese che ha tratto i maggiori vantaggi economici dalla guerra, sebbene il rientro di lavoratori emigrati abbia fatto salire ulteriormente il già elevato numero di disoccupati e la perdita di rimesse dall'estero abbia aggravato la flessione dei redditi reali delle famiglie. I trasferimenti dagli Stati del Golfo, insieme a un sostanziale alleggerimento dell'onere del debito estero (pagina 53), hanno contribuito al miglioramento del saldo con l'estero e al calo del disavanzo di bilancio. Inoltre, il tasso d'inflazione è stato contenuto al disotto del 20% con l'ausilio di una forte stretta creditizia. Lo scorso anno sono state inoltre prese iniziative per rafforzare il settore finanziario, fra cui figurano l'abolizione dei massimali sui tassi d'interesse e del doppio mercato dei cambi, l'introduzione di aste per i titoli del Tesoro e direttive più rigide per la valutazione dei fidi.

Anche in Africa diversi paesi hanno risentito negativamente della guerra del Golfo e della chiusura della BCCI. Inoltre, le diffuse tensioni sociali e politiche in quest'area hanno influito pesantemente sulla produzione e sul commercio estero. Tali perturbazioni vanno viste sullo sfondo di un decennio di redditi pro capite calanti (oltre la metà della popolazione nell'Africa sub-sahariana vive ora in condizioni di "assoluta povertà"), di disoccupazione in aumento, di investimenti bassi o decrescenti e di oneri debitori sempre più gravosi. I problemi che i paesi

Gli sviluppi nel Medio Oriente influenzati dalla guerra...

... dai cambiamenti demografici...

... e dalle riforme

Problemi irrisolti in Africa



africani devono affrontare sono molteplici, ma quattro principali ostacoli si frappongono a una crescita più sostenuta: insufficiente diversificazione delle esportazioni e loro elevata sensibilità a variazioni delle ragioni di scambio; una crescita demografica di quasi il 3% annuo e un'espansione ancor più rapida delle forze di lavoro; bassi saggi di risparmio interno; politiche strutturali e di gestione della domanda inappropriate. Questi problemi sono particolarmente evidenti nei paesi a basso reddito dipendenti dalle esportazioni di materie prime non petrolifere, ma sono altresì ravvisabili negli sviluppi relativi alla *Nigeria*, dove oltre il 95% degli introiti complessivi delle esportazioni deriva dal petrolio. Nel periodo 1980-87 il reddito reale pro capite è diminuito di oltre il 25% e l'ampia eccedenza di bilancio si è trasformata in un saldo passivo. A seguito della flessione dei prezzi del petrolio, lo scorso anno la crescita del PIL si è indebolita, e il crescente disavanzo di bilancio è stato finanziato in larga parte mediante fondi bancari, provocando un ampio sconfinamento dell'obiettivo di espansione del credito. Rispecchiando anche l'aumento dei prezzi interni dell'energia, il tasso d'inflazione si è più che raddoppiato, ed è prevista una sua ulteriore accelerazione nella prima parte di quest'anno.

Politiche restrittive nei paesi dell'ASEAN

Una crescita economica vigorosa, sostenuta dalla domanda interna e dagli investimenti diretti esteri, aveva caratterizzato negli ultimi anni gli andamenti di diversi paesi dell'ASEAN. Lo scorso anno, tuttavia, questo quadro è in parte mutato, in quanto i crescenti disavanzi con l'estero, la carenza di manodopera specializzata, il sovraccarico delle infrastrutture e le spinte inflazionistiche hanno costretto alcuni paesi ad adottare misure restrittive. In *Indonesia* l'inasprimento della politica monetaria (compresi limiti più severi alla raccolta di fondi all'estero e tassi d'interesse reali al di sopra del 15%) ha contribuito a frenare la crescita della domanda interna e a contenere il tasso d'inflazione e il disavanzo con l'estero. Anche in *Malaysia* la politica monetaria più restrittiva è servita a moderare l'accelerazione dell'inflazione, malgrado le condizioni più tese sul mercato del lavoro. Ciò nonostante, la spesa in investimenti fissi ha segnato nuovamente un forte aumento, con una quota sul PIL reale che ha raggiunto quasi il 25% negli ultimi tre anni. Nello stesso tempo, di riflesso a crescenti squilibri finanziari sia nel settore pubblico che in quello privato, il saldo passivo con l'estero è salito al 10% del PIL. La bassa quota di risparmio interno costituisce un problema anche in *Tailandia*, e lo stesso vale per le *Filippine*, dove un saggio di risparmio nazionale solo del 16% è di gran lunga insufficiente a finanziare gli investimenti necessari ad assorbire il rapido aumento delle forze di lavoro. Lo scorso anno le Filippine hanno registrato una caduta del prodotto reale, in parte causata da una serie di calamità naturali, ma anche da politiche fiscali e monetarie più restrittive. Tali politiche hanno consentito di ridurre i disavanzi di bilancio e dei conti con l'estero, mentre il tasso d'inflazione ha cominciato a flettere solo verso la fine dell'anno.

Vigorosa crescita del prodotto in Cina e riforme strutturali in India

In Asia i due paesi maggiori hanno presentato andamenti economici alquanto diversi, ma in entrambi i casi alcuni problemi di lunga data sono rimasti irrisolti. In *Cina* la crescita del PIL si è accelerata sotto la spinta della robusta espansione della produzione industriale e di tutte le componenti della domanda interna. Per contro in *India* la crescita del PIL è scesa a solo il 2%, di riflesso al ristagno dell'attività nel settore industriale e a un orientamento più restrittivo

della politica di bilancio. In Cina un ulteriore elemento di forza è consistito nella dinamica delle esportazioni (Capitolo IV), mentre in India il progressivo ampliamento del disavanzo commerciale e l'assottigliarsi delle riserve in valuta hanno indotto il governo a svalutare la moneta in luglio e a introdurre una convertibilità parziale agli inizi di quest'anno. Queste misure fanno parte di due pacchetti di provvedimenti che hanno per obiettivo l'apertura alla concorrenza estera dell'economia interna, nonché la sua deregolamentazione e privatizzazione. Tuttavia, queste riforme non sono riuscite finora a ridurre sostanzialmente il peso del settore pubblico. E ciò vale altresì per la Cina, dove le imprese statali deficitarie sono state una causa importante dello sconfinamento degli obiettivi di bilancio. Nondimeno, a differenza dell'India, dove il risparmio privato è rimasto stagnante e una parte rilevante del deficit di bilancio è finanziata con il credito bancario, in Cina il disavanzo di bilancio non ha rappresentato una seria minaccia in termini di inflazione o di saldo esterno, giacché il risparmio privato è salito a oltre il 10% del PIL.

#### *Andamenti dei saldi commerciali e correnti nei PVS*

A livello aggregato il disavanzo delle partite correnti dei paesi in via di sviluppo (escluse le NIEs) si è fortemente ampliato nel 1991 (tabella seguente). Il deterioramento più pronunciato ha riguardato la bilancia commerciale e i trasferimenti unilaterali la cui eccedenza, tradizionalmente ampia, si è ridotta di quasi \$ 17 miliardi.

Questi sviluppi globali rispecchiano in ampia misura il massiccio deterioramento registrato nel *Medio Oriente*. Esso è direttamente ricollegabile alla guerra del Golfo che, oltre a più bassi prezzi del greggio, ha lasciato in quest'area un retaggio di gravi perturbazioni nelle relazioni commerciali, di ingenti danni e costi di finanziamento della guerra, non avendo fruito questi paesi del contributo finanziario della Germania e del Giappone. Le accresciute forniture di petrolio,

Grave deterioramento nel Medio Oriente...

Bilancia delle partite correnti dei PVS <sup>1</sup>									
Gruppi di paesi	Partite correnti			di cui:					
				commercio			pagamenti per interessi		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991	1989	1990	1991
in miliardi di dollari USA									
Paesi in via di sviluppo	-45,9	-23,5	-90,8	21,0	51,4	9,3	79,6	80,9	75,2
Africa	- 8,7	- 4,4	- 8,6	- 2,3	2,9	- 0,9	11,5	12,4	12,4
Asia	-23,9	-17,0	-17,1	-18,9	-12,9	-11,3	16,3	17,1	17,3
Medio Oriente	- 7,2	2,1	-45,7	12,9	31,6	9,7	12,1	12,6	9,9
America Latina	- 6,1	- 4,2	-19,4	29,3	29,8	11,8	39,7	38,8	35,6
Per memoria:									
PVS esportatori di fonti di energia <sup>2</sup>	-11,2	4,6	-59,7	49,0	78,9	41,9	29,4	29,3	25,6
PVS non esportatori di fonti di energia	-34,9	-28,2	-31,0	-28,0	-27,5	-32,5	50,1	51,7	49,7
NIEs	24,1	14,5	9,9	19,3	7,5	2,8	5,7	4,8	5,0

<sup>1</sup> Escluse le NIEs. <sup>2</sup> Paesi le cui esportazioni di fonti di energia nel 1984-86 ammontavano a oltre il 50% del totale delle esportazioni di beni e servizi.

Fonti: FMI, World Economic Outlook; statistiche nazionali.



soprattutto dell'Arabia Saudita e dell'Iran, non sono bastate a compensare queste perdite, mentre in altri paesi la crescita delle esportazioni è rimasta depressa. Inoltre, l'opera di ricostruzione ha reso necessario un aumento delle importazioni, mentre i pagamenti connessi alla guerra hanno gonfiato il disavanzo dei trasferimenti unilaterali sino a quasi \$ 30 miliardi. Si stima che nella sola Arabia Saudita il repentino aumento delle importazioni e dei trasferimenti abbia fatto salire il deficit di parte corrente da poco più di \$ 4 miliardi nel 1990 a oltre \$ 20 miliardi lo scorso anno.

... e fattori sfavorevoli in Africa

Sebbene il conflitto del Golfo abbia influito anche sui saldi con l'estero di un certo numero di paesi in Africa, la loro posizione ha risentito principalmente degli sfavorevoli sviluppi di mercato. Dipendendo dalle esportazioni di prodotti primari sensibili a fattori congiunturali, molti paesi africani hanno accusato un rallentamento nella crescita delle merci esportate e un sensibile deterioramento delle ragioni di scambio (tabella di pagina 50).

Deterioramento anche nell'America Latina...

Nell'America Latina il disavanzo aggregato delle partite correnti si è ampliato in misura notevole, salendo a oltre \$ 19 miliardi nel 1991, esclusivamente a seguito della contrazione nel saldo attivo dell'interscambio commerciale. D'altra parte, la flessione dei tassi d'interesse mondiali ha apportato un sensibile alleviamento. Il rapporto tra pagamenti per interessi ed esportazioni di beni e servizi è sceso a poco più del 21%, rispetto a un terzo circa agli inizi degli anni ottanta.

... nonostante le politiche di promozione del commercio estero

Indebolita dalla sopravvalutazione della moneta e dall'attuazione discontinua delle politiche di stabilizzazione, la crescita delle esportazioni nell'America Latina era rimasta depressa nel corso degli anni ottanta, mentre le importazioni avevano ripreso gradualmente quota dopo la loro spettacolare caduta agli inizi del decennio. Nondimeno molti paesi dell'America Latina hanno preso iniziative per rafforzare la dinamica delle esportazioni e l'efficienza delle rispettive economie. Tra queste figurano interventi per rendere più competitivi i tassi di cambio, lo smantellamento di barriere commerciali protezionistiche, una maggiore apertura a investimenti esteri orientati alle esportazioni e, più in generale, tentativi di diversificare le vendite all'estero.

Cause dell'indebolimento del saldo commerciale

L'impennata delle importazioni nel 1991 va vista come esito degli sforzi di riforma e della ripresa della domanda interna, piuttosto che come conseguenza dei persistenti squilibri economici che avevano caratterizzato i primi anni ottanta. Al tempo stesso, la debolezza del più importante mercato estero di quest'area, gli Stati Uniti, spiega in buona parte la relativa staticità delle esportazioni, sebbene ad essa abbia contribuito anche una carenza di capacità produttiva dopo anni di bassa attività d'investimento. Inoltre, le spinte al rialzo sui tassi di cambio reali, provocate dal crescente afflusso di capitali, hanno stimolato la crescita delle importazioni frenando invece quella delle esportazioni. La debolezza della domanda estera ha altresì contribuito alla flessione del 4½% nel prezzo in dollari delle esportazioni, causando un deterioramento delle ragioni di scambio per il settimo anno consecutivo.

Questo profilo è ravvisabile nella maggior parte dei paesi latino-americani nel 1991, con aumenti particolarmente forti delle importazioni in volume registrati in Argentina, Messico e Venezuela. Il quadro si presenta invece leggermente diverso in Brasile e in Cile. La crescita sia delle esportazioni sia delle importazioni è stata modesta in Brasile, e anche in Cile le importazioni sono

Indicatori del commercio estero per gruppi di PVS <sup>1</sup>				
Gruppi di paesi	Periodi	Esporta- zioni reali	Importa- zioni reali	Ragioni di scambio
		variazioni medie annue in percentuale		
Paesi in via di sviluppo	1985-89	8,6	0,7	- 7,4
	1990	5,3	3,8	4,7
	1991	3,9	8,0	- 5,3
Africa	1985-89	3,6	0,9	- 15,3
	1990	5,5	4,4	7,2
	1991	4,0	1,2	- 9,2
Asia	1985-89	11,1	1,4	- 4,1
	1990	11,0	4,2	- 1,2
	1991	11,3	8,5	- 0,1
Medio Oriente	1985-89	10,6	- 3,8	- 13,4
	1990	- 0,5	1,1	16,3
	1991	- 3,8	2,5	- 10,0
America Latina	1985-89	5,0	3,8	- 4,2
	1990	4,6	6,0	- 1,1
	1991	3,2	15,6	- 5,2
<i>Per memoria:</i>				
<i>PVS esportatori di fonti di energia<sup>2</sup></i>	1985-89	9,0	- 2,9	- 13,7
	1990	3,1	6,4	15,8
	1991	0,8	9,7	- 10,8
<i>PVS non esportatori di fonti di energia</i>	1985-89	8,2	3,2	- 3,4
	1990	6,9	1,9	- 3,2
	1991	6,2	6,7	- 1,2
<i>NIEs</i>	1985-89	15,5	18,0	2,2
	1990	6,2	10,5	- 1,3
	1991	13,4	18,5	1,0

<sup>1</sup> Escluse le NIEs. <sup>2</sup> Paesi le cui esportazioni di fonti di energia nel 1984-86 sono ammontate a oltre il 50% del totale delle esportazioni di beni e servizi.  
 Fonti: FMI, World Economic Outlook; statistiche nazionali.

aumentate a ritmo lento, in gran parte per l'effetto ritardato di precedenti politiche di aggiustamento.

Anche se nell'insieme la posizione di parte corrente dell'Asia (escluse le NIEs) è cambiata assai poco nel 1991, gli sviluppi nei singoli paesi si sono differenziati notevolmente. Agli ampi e crescenti disavanzi di Tailandia, Indonesia e Malaysia, ha fatto riscontro una contrazione del deficit in India e un'elevata eccedenza in Cina. Molte economie asiatiche hanno mostrato una considerevole resilienza, nonostante la recessione nei paesi anglosassoni e il rallentamento della crescita in altri paesi industriali, poiché è proseguita a ritmo rapido l'espansione degli scambi all'interno dell'area. A livello aggregato la crescita in Asia non è praticamente rallentata, offrendo agli esportatori asiatici mercati sostenuti nei paesi vicini, che in parte hanno compensato l'andamento più stagnante dei mercati in altre aree. Le esportazioni in volume sono aumentate dell'11% circa, ossia allo stesso ritmo degli anni precedenti. Peraltro, la protratta rapida espansione ha comportato anche un'accelerazione dal lato delle importazioni.

Le posizioni  
esterne in Asia ...

... contraddistinte  
dalla crescita  
dell'interscambio  
a livello regio-  
nale ...



... e dalle differenze tra i paesi

Buoni esempi di paesi in cui le esportazioni e le importazioni hanno continuato a crescere a ritmo sostenuto sono Tailandia e Malaysia. Le esportazioni, soprattutto di manufatti, sono state in gran parte trainate dagli investimenti diretti esteri nei settori orientati all'esportazione. Tuttavia questi afflussi, sovrapponendosi a una domanda interna sostenuta, hanno considerevolmente accresciuto la domanda di importazioni, e i disavanzi di parte corrente sono saliti all'8-10% del PIL. Anche la Cina ha registrato una fortissima accelerazione dei flussi commerciali, con un'espansione di quasi il 20% (in dollari correnti) sia delle esportazioni sia delle importazioni (Capitolo IV). Viceversa, squilibri di origine interna ed esterna hanno costretto altri paesi, come Filippine, India e Indonesia, a frenare la domanda di importazioni mediante politiche interne più restrittive o vincoli alle importazioni. Poiché in questi paesi la crescita delle esportazioni è stata modesta, le posizioni delle bilance commerciali e correnti sono migliorate ben poco.

### *Debito esterno dei PVS*

Lo scorso anno un certo numero di paesi in via di sviluppo a medio reddito fortemente indebitati ha compiuto evidenti progressi nella ricerca di una soluzione duratura dei problemi dell'eccessivo debito estero da cui sono afflitti da quasi un decennio. Nello stesso tempo, molte delle economie più povere non si sono incamminate sulla via di una crescita economica sostenibile e alcuni altri paesi, in particolare nell'area dell'ex Unione Sovietica e in Europa orientale (pagina 69), hanno incontrato difficoltà nel servizio del debito che non si preannunciano di rapida soluzione.

Scarse variazioni dell'onere debitorio aggregato

Per l'insieme dei paesi in via di sviluppo l'indebitamento esterno aggregato è leggermente aumentato in termini di dollari. Tuttavia, il rapporto debito/esportazioni è rimasto invariato, ed è intervenuto un certo miglioramento nella distribuzione geografica del debito. Alcune economie in via di sviluppo dinamiche, soprattutto quelle in Asia capaci di far fronte a oneri aggiuntivi per il servizio del debito, hanno accresciuto la raccolta di fondi all'estero, e i paesi a medio reddito fortemente indebitati, in particolare quelli che hanno posto in essere rigorosi programmi di aggiustamento, sono riusciti a ridurre leggermente il loro debito esterno. Un altro sviluppo positivo è consistito nel cospicuo afflusso di capitali spontanei verso diversi paesi debitori precedentemente in posizione critica, in particolare nell'America Latina. Grazie a questi afflussi, vi è stata una minore esigenza di nuovi schemi di ristrutturazione del debito come fonte di finanziamento esterno.

Ampi afflussi di fondi in Messico ...

Il Messico, che è stato il primo paese a porre in atto un programma di riduzione del debito sotto l'egida ufficiale, ha attratto capitali esteri in varie forme, incrementando considerevolmente le proprie riserve in valuta. Gli afflussi a titolo di investimenti diretti e di portafoglio hanno raggiunto un totale di circa \$ 12 miliardi e le emissioni sui mercati obbligazionari internazionali sono ammontate a \$ 9 miliardi. Il rientro di capitali espatriati è stato stimato a oltre \$ 5 miliardi.

Argentina e Brasile hanno compiuto progressi nel far fronte ai loro problemi debitori e, analogamente al Messico, hanno beneficiato di consistenti investimenti diretti esteri. Nell'aprile di quest'anno l'Argentina ha raggiunto un

accordo-quadro con le banche creditrici concernente passività a medio e a lungo termine per \$ 11 miliardi e arretrati per \$ 8 miliardi. L'accordo contempla una gamma di opzioni simili a quelle contenute nei precedenti programmi nell'ambito dell'Iniziativa Brady. I fondi per finanziare questo programma verranno messi a disposizione dal FMI e da altri creditori ufficiali.

... e progressi  
in Argentina ...

Il Brasile, indebitato nei confronti di creditori esteri più di qualsiasi altro paese in via di sviluppo, sta tentando di ristrutturare le proprie passività a medio e lungo termine verso i creditori ufficiali e privati. Nel febbraio di quest'anno è stato raggiunto un accordo di massima con il Club di Parigi per la rinegoziazione di \$ 23 miliardi di debiti bilaterali nei confronti di creditori ufficiali. Poco prima il FMI aveva approvato una linea di credito *standby* per \$ 2,1 miliardi, di cui una parte dovrà servire per la riduzione dell'indebitamento bancario e del connesso servizio.

... nonché  
in Brasile

L'esperienza recente dell'India mostra come un'azione tempestiva e coordinata tra autorità nazionali e istituzioni finanziarie internazionali possa scongiurare una crisi di liquidità e consentire a un paese di onorare puntualmente le proprie obbligazioni sul debito estero. Nel primo semestre del 1991, a seguito dei timori circa la stabilità politica, l'onere crescente del debito esterno e l'impegno delle autorità nel perseguire politiche economiche appropriate, vi è stata un'inversione di tendenza nei fondi bancari che in precedenza affluivano regolarmente al paese, ed esso ha dovuto fare pesantemente ricorso alle proprie riserve internazionali, che in agosto erano scese all'equivalente di sole tre settimane circa di importazioni. L'India ha in seguito annunciato un radicale cambiamento della sua strategia di sviluppo, ripudiando l'approccio orientato verso l'interno a favore di una graduale liberalizzazione e di un ridimensionamento del ruolo dello stato nell'attività commerciale e industriale. A sostegno di questa strategia e per risolvere la crisi dei pagamenti, sono stati stanziati fondi dal FMI e dalla Banca Mondiale, e nel marzo di quest'anno le riserve erano risalite a livelli più confortevoli. Peraltro, il debito esterno dell'India è andato costantemente aumentando negli ultimi anni, e ammonta ora a ben oltre \$ 70 miliardi, facendo dell'India uno dei paesi in via di sviluppo più indebitati. Inoltre, gli oneri per il servizio del debito sono aumentati, in quanto buona parte dei nuovi prestiti contratti non prevede condizioni agevolate.

Azione tempe-  
stiva in India ...

In altri casi gli sforzi per affrontare i problemi del debito sono stati più laboriosi. Nell'estate del 1991 le Filippine sono state il primo paese a raggiungere un accordo preliminare su un secondo schema di alleggerimento del debito nel quadro dell'Iniziativa Brady. Tuttavia, gli obiettivi previsti dal programma del FMI, sui quali era basato l'accordo, non sono stati conseguiti, e uno schema riveduto ha dovuto essere negoziato con le banche. L'accordo, finalizzato nel febbraio 1992, comprende praticamente tutti i rimanenti \$ 5 miliardi di passività verso le banche commerciali. I creditori possono scegliere tra un riscatto di debito in contanti, la conversione di prestiti in essere in titoli obbligazionari garantiti a basso rendimento e l'erogazione di nuovi fondi.

... ma negoziati  
protratti con  
Filippine ...

Anche i negoziati tra la Nigeria e le banche creditrici su debiti per oltre \$ 5 miliardi si sono protratti nel tempo. Un accordo è stato infine raggiunto, nel dicembre 1991, solo dopo che erano stati regolati tutti gli interessi arretrati mediante pagamenti in contanti. Questo paese non ha ricevuto finanziamenti da

... e Nigeria



fonti ufficiali per il programma di riduzione del debito. Esso intende invece attingere alle proprie riserve. A fine 1991 le sue riserve ufficiali ammontavano a \$ 4,4 miliardi, equivalenti a oltre sei mesi di importazioni. L'accordo di massima elaborato con le banche prevede riscatti di passività con uno sconto del 60%, conversioni del debito alla pari contro obbligazioni garantite e nuovi fondi, sebbene nessuna delle banche abbia scelto l'opzione dei nuovi finanziamenti.

Alleggerimento  
del debito come  
complemento  
delle politiche  
di stabilizzazione

L'esperienza ha finora dimostrato che le riduzioni del debito e del connesso servizio possono integrare validamente estesi e assidui programmi di aggiustamento strutturale e di stabilizzazione macroeconomica. Alcuni dei problemi potenziali prospettati all'epoca in cui la riduzione del debito per la prima volta fu proposta non si sono rivelati insormontabili. Per esempio, il problema del *free rider* che si pone allorché un creditore rifiuta di partecipare a un programma, ma fruisce di un eventuale aumento del merito di credito del debitore, è stato reso minimo tenendo conto delle quotazioni prevalenti sul mercato secondario e assicurando che vi sia un ventaglio di opzioni sufficienti a soddisfare le differenti esigenze di vari creditori. Inoltre, questi ultimi non si sono mostrati riluttanti ad accordare nuovi crediti su base spontanea a paesi in cui erano operanti programmi di riduzione del debito. Vi sono tre principali ragioni a spiegazione di ciò. Anzitutto, questi programmi attenuano il rischio di trasferimento valutario, riducendo la probabilità che vengano introdotte restrizioni amministrative. In secondo luogo, le riduzioni del debito accompagnate a programmi di privatizzazione hanno contribuito a diminuire i disavanzi di bilancio e le distorsioni connesse con un'eccessiva proprietà statale. Infine, l'aspetto più importante è che l'alleviamento del debito è stato accordato nel quadro di politiche a medio termine che hanno migliorato l'andamento economico di fondo del paese debitore.

Sua estensione  
all'indebitamento  
ufficiale  
dei paesi a medio  
reddito...

Un'indicazione del successo degli schemi di alleggerimento del debito è stata la loro estensione, nel 1991, al debito ufficiale di alcuni paesi a reddito medio-basso. Sebbene i creditori ufficiali abbiano assistito i paesi debitori in difficoltà mettendo a loro disposizione fondi dopo che le banche commerciali creditrici erano divenute restie ad accrescere le proprie esposizioni, i membri del Club di Parigi dei creditori ufficiali bilaterali erano stati per lungo tempo contrari ad accordare un alleggerimento del debito sotto forma di vere e proprie riduzioni, se non ai paesi debitori più poveri e in posizione particolarmente critica. Nella primavera del 1991 sono stati raggiunti accordi di massima con due paesi a medio reddito, Egitto e Polonia, su riduzioni del debito ufficiale e del connesso servizio. La principale differenza rispetto ai precedenti schemi concordati dal Club di Parigi è che tali accordi comprendono l'intero *stock* del debito in essere e prevedono riduzioni fino al 50% del valore attuale netto delle passività ufficiali bilaterali di questi paesi. L'alleggerimento del debito è cadenzato su un periodo di diversi anni ed è subordinato all'elaborazione e all'osservanza di un accordo pluriennale con il FMI. L'Egitto ha inoltre ottenuto uno sgravio su \$ 14 miliardi di debito ufficiale bilaterale da parte degli Stati Uniti e di alcuni paesi del Medio Oriente in contropartita del suo contributo alla guerra del Golfo.

Un nuovo sviluppo in questo ambito è costituito dall'appello rivolto al vertice di Londra del 1991 a favore di un'ulteriore riduzione del debito dei paesi

più poveri e maggiormente indebitati su una base differenziata caso per caso. Sebbene questi paesi avessero fruito di agevolazioni in base alle condizioni concordate a Toronto nel 1988, lo sgravio ottenuto è stato finora modesto e, a differenza di molti paesi debitori a medio reddito, la maggior parte di essi non è attualmente in grado di far fronte ai propri oneri debitori. Un'ulteriore assistenza sarà accordata sotto forma di sostanziali riduzioni del debito ufficiale bilaterale e del connesso servizio in favore dei paesi che intraprendono programmi di aggiustamento con il sostegno del FMI e della Banca Mondiale.

... e ulteriori sgravi in favore dei paesi più poveri

## Andamenti nei paesi dell'Europa orientale

Il 1991 è stato per i paesi dell'Europa orientale un anno assai più difficile di quanto fosse stato previsto. La caduta del prodotto reale si è accentuata, e in alcuni paesi il calo cumulativo dal 1989 ha raggiunto il 30–35%, con scarse prospettive a breve termine di un ritorno a tassi positivi di crescita (tabella seguente). Nonostante il persistere di un'esuberanza di manodopera nelle imprese, la contrazione del prodotto si è accompagnata a un forte incremento della disoccupazione, sebbene con ampie differenze a seconda delle regioni e dei settori all'interno di ciascun paese. Anche per la popolazione tuttora occupata il tenore di vita si è nettamente deteriorato, giacché la liberalizzazione dei prezzi lo scorso anno ha determinato fortissimi rialzi *una tantum*, mentre le politiche dei redditi hanno contenuto la crescita dei salari nominali. In siffatto contesto si sono avuti chiari segni di logoramento del processo di riforma, unitamente a crescenti tensioni sociali che in alcuni casi hanno assunto la forma di conflitto armato.

Peggioramento dei risultati a causa di:

Le ragioni dei deludenti risultati sono principalmente quattro. In primo luogo, non si è concretizzata la risposta sperata dal lato dell'offerta a causa dei ritardi nell'attuare le riforme strutturali, dell'inadeguatezza delle infrastrutture, della penuria di materie prime e di valuta estera, e del collasso dei sistemi di produzione e distribuzione in seguito all'assenza di riforme oppure a causa di conflitti sociali o di una vera e propria guerra civile. In secondo luogo (Capitolo IV), per i paesi al di fuori dell'ex Unione Sovietica questi fattori sono stati aggravati dagli *shocks* esterni dovuti all'inattesa scomparsa del loro maggiore mercato di esportazione e alle forti perdite nelle ragioni di scambio in seguito allo smantellamento del sistema di interscambio e di regolamento del Consiglio di mutua assistenza economica (Comecon). L'impatto diretto aggregato è stato assai pesante, sebbene difficilmente quantificabile. A causa della dipendenza dalle esportazioni verso l'ex Unione Sovietica e da fonti di energia a buon mercato, una parte consistente dell'industria è divenuta non più redditizia. In terzo luogo, al fine di ridurre il pericolo di una spirale salari-prezzi le politiche monetarie e fiscali sono state decisamente inasprite o mantenute restrittive, mentre le politiche dei redditi volte a frenare la dinamica nominale e reale delle retribuzioni hanno ulteriormente compresso la domanda interna. Infine, nonostante il netto declino della dinamica dei prezzi negli ultimi dodici mesi (tabella a pagina 56), diversi fattori di spinta dal lato dei costi hanno teso a mantenere relativamente elevata l'inflazione. Il lento adeguarsi dell'occupazione al calo del prodotto ha comportato una forte diminuzione della produttività del lavoro, e la crescita dei costi di lavoro unitari è accelerata nonostante la moderazione dei salari

mancata risposta dell'offerta...

... collasso dei mercati di esportazione...

... e fattori di spinta dei costi



Andamenti del PIL reale <sup>1</sup>						
Paesi	1981-86	1987	1988	1989	1990	1991 <sup>2</sup>
	variazioni medie annue in percentuale					
Cecoslovacchia	2,3	2,4	2,6	1,4	- 0,4	-16,0 (-23,0)
Polonia	-0,8	2,0	4,8	0,3	-11,6	- 9,0 (-12,0)
Ungheria	1,5	4,1	-0,1	-0,2	- 3,3	- 8,0 (-19,0)
Albania	3,4	2,0	2,0	2,0	-10,0	-21,0 (-50,0)
Bulgaria	3,7	6,1	2,6	-1,9	-11,8	-23,0 (-28,0)
Iugoslavia <sup>3</sup>	1,1	-1,1	-1,7	0,6	- 8,5	-15,0 (-20,0)
Romania	3,6	0,7	-0,5	-5,9	- 7,4	-13,5 (-22,0)
Unione Sovietica <sup>4</sup>	3,0	1,6	4,4	2,5	- 2,3	-17,0 (- 8,0)
Media <sup>5</sup>	3,0	1,8	3,7	1,7	- 4,1	-16,8 (-11,0)
Paesi OCSE	2,7	3,3	4,4	3,3	2,6	0,9 (- 0,5)

<sup>1</sup> Per l'Unione Sovietica variazioni nel prodotto materiale netto fino al 1989. <sup>2</sup> Dati provvisori o stimati: le cifre tra parentesi si riferiscono alla produzione industriale. <sup>3</sup> Croazia, Slovenia e Bosnia-Erzegovina incluse. <sup>4</sup> I dati per il 1981-90 si riferiscono all'ex Unione Sovietica e quelli per il 1991 alla CSI. <sup>5</sup> Media ponderata in base al prodotto e ai tassi di cambio non commerciali del 1984-86.

Fonti: OCSE, Economic Outlook e Main Economic Indicators; ONU, Economic Commission for Europe; Vienna Institute for Comparative Economic Studies; FMI, International Financial Statistics.

nominali. I più elevati prezzi all'importazione, specie per le fonti energetiche, hanno generato pressioni addizionali sui costi, mentre il perdurante comportamento non competitivo delle imprese statali ha costituito un ulteriore fattore inflazionistico.

Vi sono state tuttavia notevoli differenze quanto alla misura in cui i singoli paesi hanno risentito di questi fattori di fondo, e in particolare degli *shocks* esterni. Sebbene gli amplissimi spostamenti nei prezzi relativi connessi allo smantellamento del Comecon rendano difficile una valutazione esatta dell'impatto degli *shocks* esterni, le variazioni delle esportazioni e importazioni (misurate in dollari USA) forniscono un'indicazione di massima della loro portata relativa e degli aggiustamenti intrapresi in ciascun paese. Su questa base si osserva che due dei paesi maggiormente progrediti nel processo di trasformazione (Cecoslovacchia e Ungheria) sono stati in grado di compensare parzialmente gli effetti del collasso del commercio intra-Comecon incrementando le esportazioni verso le economie occidentali. In Polonia un analogo incremento si era prodotto nel 1990, mentre lo scorso anno l'elemento caratterizzante è stato il netto aumento delle importazioni, principalmente dai paesi occidentali.

In un secondo gruppo di paesi – Bulgaria, Romania, e più tardi Albania – dove il processo di riforma è iniziato soltanto lo scorso anno, sono stati presenti tutti e quattro i fattori sfavorevoli. L'aggiustamento delle loro economie agli *shocks* di domanda interni ed esterni è stato reso ancor più problematico dalla carenza di materie prime e di beni intermedi, così come dal collasso della pianificazione centralizzata prima che si potesse apprestare un sistema alternativo. Data la scarsità di riserve valutarie e il limitato accesso ai crediti esteri, questi paesi sono stati costretti a compensare i minori introiti delle esportazioni con tagli alle importazioni, aggravando così ulteriormente la penuria di beni. I fattori di disgregazione politica ed economica hanno dominato la scena in alcune regioni

Forte crescita  
delle esportazioni  
in alcuni paesi ...

... ma condizioni  
sfavorevoli in altri

dell'ex Unione Sovietica e della Jugoslavia, specie nella seconda parte dell'anno, allorché le tensioni interetniche sono sfociate in aperto conflitto armato.

### *Paesi in fase avanzata di trasformazione*

L'Ungheria è stato il primo dei paesi dell'Europa orientale ad adottare provvedimenti di riforma. Sebbene gli indicatori macroeconomici più recenti possano indicare un graduale deterioramento della situazione, sono stati compiuti progressi in diverse aree. Nonostante il crollo del commercio intra-Comecon e il forte deterioramento delle ragioni di scambio, gli avanzi di parte corrente sono ulteriormente aumentati. Questo risultato è dovuto principalmente a un aumento delle esportazioni verso le economie occidentali, il che è indicativo di un riuscito aggiustamento dei prezzi relativi alle condizioni del mercato mondiale. Oltre a ciò, l'investimento diretto estero è venuto progressivamente aumentando, e nel 1991 l'afflusso totale di capitali è ammontato a quasi il 5% del PIL. Di conseguenza, le riserve valutarie hanno registrato un forte incremento e hanno continuato ad accrescersi nei primi mesi del 1992. Nello stesso tempo il debito netto sull'estero subiva un declino significativo.

Diversi aspetti  
positivi  
in Ungheria...

Dopo l'accelerazione graduale del tasso annuo di incremento dei prezzi fino al 1991, più di recente gli sforzi tesi a contenere l'inflazione hanno dato risultati positivi. Una politica monetaria restrittiva e la limitazione degli incrementi salariali hanno sensibilmente ridotto gli effetti inflazionistici prodotti dall'aggiustamento dei prezzi interni ai livelli del mercato mondiale e dall'abolizione dei sussidi. Invero nel 1991 la crescita dell'inflazione ha riguardato in larga misura il primo trimestre, allorché sono stati decurtati i sovvenzionamenti, mentre durante il resto dell'anno i tassi su base mensile si sono limitati all'1-1,5%.

Andamenti dei prezzi al consumo (IPC) e delle retribuzioni nominali (W)									
Paesi		1980-85	1986	1987	1988	1989	1990	1991 <sup>1</sup>	1992 <sup>1,2</sup>
variazioni percentuali su base annua									
Bulgaria	IPC	1,0	2,6	2,7	2,4	6,4	26,3	480,0	73,3
	W	3,3	5,1	4,3	7,7	8,8	36,0	150,0	—
Cecoslovacchia	IPC	2,0	0,5	0,1	0,1	1,5	10,0	58,0	10,8
	W	1,8	1,5	2,0	2,3	2,3	3,7	16,5	—
Jugoslavia	IPC	47,5	89,8	121,0	194,1	1.240	583,0	118,0	303,0
	W	42,5	105,0	112,5	170,5	1.586	421,0	81,0	—
Polonia	IPC	32,5	17,7	25,2	60,2	251,1	585,0	70,4	38,1
	W	28,2	21,1	21,5	84,0	283,0	365,0	76,5	—
Romania	IPC	5,0	2,0	0,5	2,9	0,6	4,7	165,0	265,0
	W	4,8	1,0	0,5	2,5	4,0	10,6	122,0	—
Ungheria	IPC	6,7	5,3	8,2	16,5	17,0	28,3	35,0	24,7
	W	7,1	7,4	8,9	11,0	17,0	20,0	23,5	—
Unione Sovietica	IPC	1,0	2,0	1,3	0,6	2,0	4,7	95,0	—
	W	2,4	3,0	3,6	8,4	9,5	14,2	70,0	—

<sup>1</sup> Dati provvisori. <sup>2</sup> Variazioni sui dodici mesi fino a marzo.  
 Fonti: FMI, International Financial Statistics; ONU, Economic Commission for Europe; Vienna Institute for Comparative Economic Studies; statistiche nazionali.



Importanti progressi sono stati compiuti nel riformare e potenziare il settore finanziario, e nell'ampliare la gamma di strumenti della politica monetaria. Con la concessione di garanzie statali è stato in parte ridotto il rischio sul portafoglio di crediti bancari in sofferenza, mentre i limiti posti alla distribuzione dei dividendi delle banche mirano a rafforzarne la base patrimoniale. Nonostante l'accresciuta domanda di moneta del settore privato, attribuibile principalmente allo smembramento di grandi imprese, la Banca Nazionale ha mantenuto l'espansione monetaria al disotto di quella del PIL nominale. Infine, come conseguenza diretta delle politiche di riforma, le imprese private hanno assorbito circa la metà del personale dismesso dalle aziende statali. Anche il prodotto delle imprese private è in crescita, ma continua a essere rispecchiato solo in parte dalle statistiche ufficiali del PIL.

... ma presenza  
anche di difficoltà

Fra le difficoltà incontrate nel 1991 vanno menzionati i ritardi subiti dal processo di privatizzazione a causa di problemi legislativi, nonché le pressioni inflazionistiche dovute al comportamento non competitivo delle imprese statali. Altri aspetti negativi sono stati il calo degli investimenti fissi e la rapida crescita della disoccupazione. Anche la situazione delle finanze pubbliche si è deteriorata in quanto le entrate sono diminuite in linea con l'attività economica, mentre si sono accresciute le uscite. Il deterioramento pare essersi accelerato nel primo trimestre di quest'anno. Infine, la politica volta a preservare la concorrenzialità internazionale mediante la manovra del tasso di cambio si è trovata in misura crescente di fronte a un dilemma: da un lato, con un saggio annuo di incremento dei prezzi del 35% era difficile mantenere un tasso di cambio nominale fisso per un periodo di tempo protratto; dall'altro, l'aggiustamento del tasso nominale per stabilizzare il tasso effettivo reale rischiava di alimentare l'inflazione e le aspettative inflazionistiche.

Squilibrio esterno  
in Polonia...

Lo scorso anno anche la *Polonia* ha sperimentato problemi di tasso di cambio. L'adozione di una parità fissa nei confronti del dollaro USA era stata una delle principali misure volte ad ancorare le aspettative inflazionistiche dopo il programma di riforma del 1990. Tuttavia, il mantenimento di un cambio nominale fisso ha incontrato crescenti difficoltà in presenza di un tasso d'inflazione ben superiore a quello dei maggiori *partners* commerciali. Come si vedrà nel Capitolo IV, la moneta polacca è stata svalutata a più riprese, ma nonostante questi aggiustamenti lo scorso anno la bilancia dei pagamenti correnti ha subito un deciso peggioramento, giacché le esportazioni sono calate, mentre il volume delle importazioni, sotto lo stimolo di una forte ripresa dei consumi privati, è aumentato di oltre il 40%.

... congiunto a un  
peggioramento  
nella posizione  
delle aziende  
statali

Il crescente squilibrio esterno non rappresenta l'unico indizio del fatto che la liberalizzazione dei prezzi e le politiche di stabilizzazione non sono di per sé sufficienti a trasformare un sistema prima centralizzato in un'economia di mercato. La posizione finanziaria delle aziende pubbliche si è drasticamente deteriorata, e il numero di imprese che hanno compromesso la loro affidabilità creditizia è cresciuto da meno di 600 a quasi 3000 nel corso del 1991. Inoltre, sebbene le aziende di stato si siano mostrate esitanti nel commisurare i livelli di occupazione al calo produttivo e sebbene circa un quarto dei lavoratori licenziati abbia trovato un impiego nel settore privato, il tasso di disoccupazione è salito a quasi il 12% (tabella a pagina 58). Di riflesso all'erosione dei profitti delle

Tassi di disoccupazione							
Anni	Bulgaria	Cecoslo- vacchia	Iugoslavia	Polonia	Romania	Ungheria	Unione Sovietica
	disoccupati iscritti in percentuale delle forze lavoro totali a fine periodo <sup>1</sup>						
1989	0,0	0,0	15,4	0,1	0,0	0,6	n.d.
1990	1,5	1,0	17,8	6,1	0,4	1,7	n.d.
1991	10,1	6,6	20,5	11,5	3,1	7,5	0,8
1992 1° trim.	12,5	6,5	20,8 <sup>2</sup>	11,9	4,6	8,9	n.d.

<sup>1</sup> Per la Romania, l'ex Unione Sovietica e, fino al settembre 1991, la Bulgaria e l'Ungheria, in percentuale della forza lavoro dipendente. <sup>2</sup> Gennaio.  
Fonte: statistiche nazionali.

imprese, all'assenza di entrate alternative e alle spese crescenti, specie per prestazioni previdenziali, il saldo finanziario delle amministrazioni pubbliche si è fortemente deteriorato, e il credito bancario al settore pubblico ha incrementato di quasi il 50% l'offerta di moneta (tabella a pagina 59). Un altro problema è derivato dal fatto che le politiche dei redditi basate sullo strumento fiscale hanno viepiù perso efficacia in quanto le aziende statali hanno accordato incrementi retributivi superiori al livello programmato, evitando in pari tempo di corrispondere all'erario gran parte dei corrispettivi maggiori oneri di imposta. Di conseguenza nel 1991 i salari reali hanno segnato un aumento del 2-3% che, associato al calo della produttività, ha acuito le spinte sui prezzi e il peggioramento dei profitti delle imprese. Infine, come ulteriore conseguenza del deterioramento della redditività e probabilmente anche di riflesso a un certo effetto di "spiazzamento" prodotto dall'espansione del credito bancario al settore pubblico, la quota degli investimenti fissi sul PIL è calata al 18%, dopo l'ascesa registratasi nel 1990.

Di fronte alle crescenti tensioni sociali originate dai deludenti risultati dello scorso anno, in febbraio il governo ha proposto una serie di modifiche al programma di riforma, non riuscendo però a trovare un consenso maggioritario in Parlamento. Per quest'anno è stato sottoposto all'organo legislativo un bilancio di austerità che prevede aumenti dei prezzi controllati dallo stato e ampi tagli ai sovvenzionamenti così come ad altre spese. Un disavanzo limitato al 5% del PIL, di cui circa un terzo dovrà essere finanziato dalla Banca Nazionale, è considerato come chiave di volta delle politiche di stabilizzazione. Tuttavia, due provvedimenti di spesa adottati dal parlamento in maggio hanno sensibilmente peggiorato la possibilità che siano realizzati gli obiettivi di bilancio e soddisfatte le condizioni di nuove agevolazioni sul debito.

Una vasta riforma dei prezzi è stata introdotta in Cecoslovacchia agli inizi dello scorso anno, anche se i provvedimenti legislativi alla base di essa erano già stati adottati tempo prima, e il commercio con l'estero era stato parzialmente liberalizzato nel 1990. La riforma dei prezzi è stata accompagnata da politiche di stabilizzazione aventi due principali obiettivi: contenere le pressioni inflazionistiche e salvaguardare la bilancia dei pagamenti. Le autorità hanno continuato a basarsi su un cambio nominale fisso per ancorare le aspettative inflazionistiche, mentre un accordo trilaterale inteso a ridurre del 10% le remunerazioni reali ha attenuato il pericolo di una spirale salari-prezzi.

Provvedimenti  
di riforma  
in Cecoslovacchia



Le condizioni  
iniziali...

I risultati vanno visti in rapporto alle condizioni di partenza, che differivano da quelle della Polonia e dell'Ungheria. Da un lato, dato il basso livello del debito estero e un trascorso storico di politiche monetarie e fiscali stabili, l'esigenza di un'azione correttiva degli squilibri finanziari precedenti non era molto avvertita. Dall'altro lato, il settore privato era praticamente inesistente, mentre l'apparato industriale, fortemente dipendente da fonti di energia a prezzi sovvenzionati e dalle esportazioni verso i paesi dell'ex Comecon, era molto esposto e vulnerabile di fronte a variazioni nei prezzi relativi e nella struttura merceologica dell'interscambio. In effetti, la progressione dei prezzi si è rapidamente attenuata dopo l'aggiustamento d'impatto agli inizi dell'anno. Nonostante le perdite nelle ragioni di scambio e un deciso calo delle esportazioni, la bilancia delle partite correnti si è chiusa con un leggero avanzo.

...e gli esiti

Tuttavia i costi sono stati pesanti, poiché il PIL reale è calato del 16% e l'eccedenza dei pagamenti correnti è principalmente derivata da una debole domanda interna e da minori importazioni. Di riflesso alle marcate differenze regionali in termini di strutture industriali, l'aumento della disoccupazione è stato disomogeneo, il che ha accentuato le tensioni sociali e politiche. Inoltre, il processo di ristrutturazione del settore industriale è stato appena avviato. In effetti, essendo stati in parte mantenuti i sussidi ai prodotti energetici, le minori perdite produttive sono state registrate nei settori ad alta intensità di energia, e in tutti è ulteriormente aumentato il consumo di energia per unità di prodotto.

#### Variazioni nel credito interno e nella quantità di moneta in termini reali<sup>1</sup>

Paesi e voci	1980-85 <sup>2</sup>	1988	1989	1990	1991 <sup>3</sup>
	medie annue percentuali della massa monetaria in senso ampio				
<b>Cecoslovacchia</b>					
amministrazione pubblica	-1,1	3,0	13,7	8,8	- 4,6
imprese pubbliche	5,2	2,9	-1,8	0,3	26,0
settore privato	0,4	0,8	0,3	0,6	0,6
credito interno totale	4,5	6,7	12,2	9,7	22,0
saldi monetari reali	4,6	11,0	3,1	-16,2	-16,5
<b>Polonia</b>					
amministrazione pubblica	6,0	10,4	48,0	-13,9	21,6
imprese pubbliche	17,2	37,8	70,0	94,6	27,0
settore privato	2,4	4,9	7,3	20,4	14,5
credito interno totale	25,6	53,1	125,3	101,2	50,0 <sup>4</sup>
saldi monetari reali	-6,4	- 3,7	-6,0	-32,5	- 7,0
<b>Ungheria</b>					
amministrazione pubblica	0,8	6,8	15,6	0,5	6,2
imprese pubbliche	} 8,7	4,3	11,1	12,6	21,1
settore privato <sup>5</sup>		0,3	9,0	10,3	1,5
credito interno totale	9,5	11,4	35,7	23,4	28,8
saldi monetari reali	-1,0	-10,2	-2,6	- 3,1	- 6,8

<sup>1</sup> Variazioni della massa monetaria in senso ampio meno quelle dei prezzi al consumo (quarto trimestre su quarto trimestre). <sup>2</sup> Per l'Ungheria, 1982-85. <sup>3</sup> Dati provvisori. <sup>4</sup> Compresi errori e omissioni. <sup>5</sup> Amministrazioni locali incluse.

Fonti: FMI, International Financial Statistics; statistiche nazionali.

Infine, la quota degli investimenti fissi sul PIL è scesa a solo il 10,5%, ossia un livello appena sufficiente a coprire gli investimenti di sostituzione. L'andamento eccezionalmente scadente della formazione di capitale può essere dovuto a incertezze in attesa del vasto piano di privatizzazione previsto per quest'anno. Probabilmente vi è stata altresì una certa rarefazione dell'offerta di credito. Infatti, anche dopo l'adozione di provvedimenti di bilancio per alleviare in parte le banche dello stock di crediti in sofferenza e migliorarne i coefficienti patrimoniali, esse sono rimaste assai caute nelle loro politiche di credito. Ciò è deducibile anche dal forte aumento dei prestiti interaziendali nei primi mesi successivi alla riforma dei prezzi.

Il processo di trasformazione nei tre paesi è stato accompagnato da un miglioramento del risparmio delle famiglie, che può avere importanti implicazioni per la capacità potenziale dell'economia di finanziare i futuri investimenti (tabella seguente). L'inversione di tendenza nel risparmio delle famiglie è stata particolarmente marcata in Ungheria, ed essa risulterebbe ancora maggiore se misurata in termini di variazione delle attività nette, poiché le famiglie hanno beneficiato di un provvedimento fiscale che consente il rimborso di prestiti ipotecari a condizioni agevolate. E' possibile che l'incremento del saggio stimato di risparmio rispecchi l'incertezza legata alla crescente disoccupazione, ma esso potrebbe altresì essere il risultato della più vasta gamma di opportunità di investimento, specie in Ungheria, dove sono fortemente aumentati gli acquisti di strumenti finanziari da parte delle famiglie. Il più debole aumento del risparmio in Cecoslovacchia va giudicato in relazione al brusco calo del reddito reale delle famiglie e appare come il riflesso di una crescita delle disponibilità detenute a fini precauzionali.

In Polonia l'aumento del risparmio delle famiglie non è stato sufficiente a compensare il crescente disavanzo di bilancio e la peggiorata posizione finanziaria del settore delle imprese. Nondimeno, gli sviluppi osservati in questo paese sono particolarmente degni di nota. Prima del processo di riforma vi erano diffusi timori di un notevole eccesso latente di liquidità, e il fatto che il risparmio delle famiglie sia stato positivo nel 1990 e sia cresciuto lo scorso anno indicherebbe che tale eccesso è stato eliminato. Inoltre, alla fine del 1989 i depositi in valute estere rappresentavano quasi il 60% dei depositi delle famiglie, costituendo una

Crescente risparmio delle famiglie, specie in Ungheria...

... ma anche in Cecoslovacchia ...

... e in Polonia

Andamenti del risparmio delle famiglie <sup>1</sup>							
Paesi	1982	1985	1987	1988	1989	1990	1991 <sup>2</sup>
	in percentuale del PIL nominale						
Cecoslovacchia	2,2	2,2	2,4	1,9	1,7	-0,6	1,6
Polonia	3,6	3,7	2,6	4,6	4,2	5,3	6,6
Ungheria	1,8	3,7	3,3	3,5	2,2	6,2	6,6
<i>Paesi del Gruppo dei Sette</i>	<i>8,0</i>	<i>7,1</i>	<i>6,4</i>	<i>6,2</i>	<i>6,2</i>	<i>6,8</i>	<i>7,0</i>
<sup>1</sup> Stimati sulla base delle variazioni nei depositi delle famiglie e delle imprese private, inclusi i depositi in valuta corretti per le variazioni dei tassi di cambio. Per l'Ungheria, il risparmio comprende anche le variazioni nelle disponibilità di titoli; per i paesi del Gruppo dei Sette il risparmio è calcolato come risparmio lordo delle famiglie secondo i dati di contabilità nazionale. <sup>2</sup> Dati parzialmente stimati. Fonti: ONU, Economic Commission for Europe; OCSE, contabilità nazionale e statistiche nazionali.							



minaccia potenziale per la stabilità finanziaria. A fine 1991 la quota di tali depositi risultava calata al 40%, a indicazione di un'accresciuta fiducia nella moneta nazionale e delle prospettive di stabilità dei prezzi.

### *Paesi in fase iniziale di trasformazione*

Avverse  
condizioni  
in Bulgaria ...

In *Bulgaria* il processo di riforma è cominciato tardi, e poiché esso si è svolto in presenza di condizioni interne ed esterne estremamente sfavorevoli, i costi in termini di prodotto perduto e di crescente disoccupazione sono stati gravosi. Sotto l'impatto della scarsità di valuta estera e della rapida disgregazione del sistema a pianificazione centralizzata, i risultati economici erano già fortemente peggiorati nel 1990. La produzione si è contratta, l'inflazione palese è accelerata e quella "repressa" è cresciuta in misura ancora maggiore. Un deciso ampliamento del disavanzo di bilancio, in gran parte finanziato con credito della banca centrale, congiuntamente a controlli sui prezzi e penurie di beni di consumo, ha determinato una netta espansione dei saldi monetari detenuti dalle famiglie. Inoltre, con l'80% delle esportazioni dirette ai paesi del disciolto Comecon, di cui il 60% all'ex Unione Sovietica, la Bulgaria è stata duramente colpita dallo smantellamento di tale sistema di interscambio e dal collasso del mercato sovietico. Gli effetti diretti delle perdite nelle ragioni di scambio e della caduta delle esportazioni spiegano la metà circa del calo del PIL lo scorso anno; essi sono stati acuiti dalla perdurante scarsità di valuta estera, che ha costretto le autorità a compensare i minori introiti delle esportazioni con drastici tagli alle importazioni. Mentre nel 1991 è stata adottata una riforma dei prezzi unitamente a misure complementari di stabilizzazione, ed è in corso di attuazione una riforma finanziaria, un piano che prevede ulteriori provvedimenti strutturali è stato approvato dal parlamento bulgaro soltanto nell'aprile di quest'anno.

... ma provvedi-  
menti di riforma  
adottati lo scorso  
anno

Il pacchetto di riforme varato agli inizi dello scorso anno era sostanzialmente simile a quelli adottati in Cecoslovacchia e in Polonia. Esso prevedeva infatti l'eliminazione di quasi tutti i controlli e sussidi sui prezzi, l'adozione di politiche fiscali e monetarie restrittive e un accordo trilaterale per ridurre la crescita dei salari. Anche i risultati a breve termine sono stati analoghi, sebbene più pronunciati: un'impennata iniziale dei prezzi seguita da un netto calo del tasso d'inflazione; forti riduzioni dei salari reali; eliminazione dell'eccesso di domanda e di liquidità. Tuttavia, sotto un importante aspetto il programma di riforme si è differenziato da quelli degli altri paesi, giacché la Bulgaria ha adottato un tasso di cambio flottante, determinato su un mercato valutario interbancario. Dopo una certa instabilità iniziale il cambio si è stabilizzato intorno a Leva 18-20 per dollaro USA, rispetto a un tasso medio di 2,65 nel 1990.

Graduale  
liberalizzazione  
dei prezzi  
in Romania

La *Romania* ha liberalizzato i prezzi in tre fasi ad iniziare dal novembre 1990. Una politica monetaria restrittiva, usata in funzione di principale ancora delle grandezze nominali, ha contribuito a smorzare gli effetti della rimozione dei controlli sui prezzi. Tuttavia, a causa della mancata adozione di riforme strutturali e probabilmente anche di riflesso alla graduale liberalizzazione dei prezzi e all'assenza di politiche dei redditi capaci di comprimere la crescita dei salari nominali, il tasso mensile d'inflazione è rimasto superiore al 5%. Inoltre, lo scorso anno il calo delle retribuzioni reali ha condotto a notevoli tensioni sociali e a frequenti astensioni dal lavoro. Nel quadro del processo di riforma sono state decisamente

ridotte le erogazioni statali ma, diversamente dalla maggior parte degli altri paesi, i tagli di spesa hanno per lo più riguardato gli investimenti pubblici. Un'altra caratteristica delle politiche fiscali è stata l'assenza di grossi squilibri ereditati dal passato. In effetti la maggior parte dei crediti in sofferenza delle banche è stata assorbita mediante lo stralcio di attività nette dello stato.

### *Paesi in differenti stadi di disgregazione*

Nell'ex *Unione Sovietica*, i segni di un sistema irrimediabilmente disestato e di un deterioramento dei risultati economici, che erano evidenti fin dal 1985, si sono drammaticamente aggravati lo scorso anno. Il prodotto totale reale potrebbe essere calato del 17% circa, e la contrazione è stata risentita praticamente in tutte le repubbliche (tabella a pagina 63). Vi sono state diffuse carenze di beni finali, nonché di fattori intermedi e di materie prime, in quanto i prodotti alimentari sono stati spesso sottratti al sistema distributivo statale, le importazioni sono state ridotte per risparmiare valuta estera e il rublo ha progressivamente perso di valore come mezzo di scambio. Per giunta, le imprese si sono premunite contro i futuri incrementi di prezzo accrescendo le scorte di beni intermedi e astenendosi dall'effettuare consegne ai produttori a valle. Un parziale smantellamento dei controlli ha condotto a un raddoppio dei prezzi al dettaglio. A causa dell'ulteriore deterioramento del controllo finanziario e monetario in condizioni di diffusa penuria di beni, è probabile che l'inflazione repressa si sia ancor più accresciuta. A causa anche dei più elevati sussidi erogati per colmare il crescente divario fra i prezzi all'ingrosso e al dettaglio, ma soprattutto come conseguenza della crescente autonomia fiscale delle repubbliche, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche è salito a circa il 20% del PIL. Poiché gran parte del deficit è stato finanziato dalla banca centrale, e dato inoltre il massiccio aumento dei prestiti alle aziende di stato, il credito interno si è espanso del 100% circa. A riprova del peggioramento degli squilibri finanziari, i depositi a risparmio delle famiglie sono cresciuti di circa il 175%, aggravando così il già ampio eccesso latente di liquidità.

Nel corso del 1990 tutte e quindici le repubbliche si erano dichiarate indipendenti, e i vari tentativi per concordare un nuovo trattato di unione avevano avuto poco successo. Il processo di disgregazione politica ed economica si è accelerato dopo il fallito tentativo di colpo di stato dell'agosto scorso. Verso la fine dell'anno tre delle maggiori repubbliche hanno costituito una Comunità di Stati Indipendenti (CSI), cui si sono in seguito associate altre otto repubbliche. In dicembre l'Unione Sovietica ha formalmente cessato di esistere, ma finora non è stato raggiunto alcun accordo ufficiale sulla cooperazione e sul grado di coordinamento delle politiche economiche fra i membri della CSI, il che suscita grandi incertezze circa il futuro processo di riforma e gli sviluppi economici a breve termine. Fino ad ora il passo più significativo è stato la liberalizzazione della maggior parte dei prezzi compiuta nel gennaio di quest'anno dalla Russia, imitata successivamente con maggior esitazione da altri stati. Il provvedimento ha determinato un balzo dei prezzi del 300–400%, eliminando l'eccesso latente di disponibilità monetarie ma non alleviando nell'immediato la penuria di beni. In effetti un ulteriore calo della produzione pare essersi prodotto ben prima dell'adozione di qualsiasi provvedimento di riforma. Nel tentativo di stabilizzare la situazione economica

In via di deterioramento la situazione nell'ex Unione Sovietica...

... a causa delle penurie di beni...

... e della perdita di controllo finanziario

Ulteriore disgregazione...

... culminata nella creazione della CSI

Riforma in Russia...



Repubbliche sovietiche: indicatori economici di base (dati del 1988)								
Repubbliche	Popolazione	Reddito pro capite	Prodotto per addetto	Salario mensile	Salario per unità di prodotto	Ridistribuzione fiscale <sup>1</sup>	Per memoria:	
							prodotto <sup>2</sup>	prezzi
	% del totale	indici, media = 100				rapporto	variazioni percentuali 1990-91 <sup>3</sup>	
Armenia	1,1	79	83	91	109	1,55	- 12,0	84,0
Azerbaijan	2,5	71	92	79	86	1,05	- 0,5	86,5
Bielorussia	3,6	117	107	95	89	1,10	- 3,0	80,0
Estonia <sup>4</sup>	0,6	117	111	117	105	1,35	- 11,0	212,0
Georgia <sup>4</sup>	1,9	86	83	84	101	1,10	- 23,0	59,0
Kazakhstan	5,8	74	80	99	123	1,40	- 10,0	83,0
Kirghizistan	1,5	53	71	84	117	1,50	- 2,0	88,0
Lettonia <sup>4</sup>	0,9	119	107	106	99	1,20	- 8,0	172,0
Lituania <sup>4</sup>	1,3	110	100	103	102	1,20	- 13,0	245,0
Moldavia	1,5	81	84	83	99	1,15	- 12,0	97,5
Russia (RSFSR)	51,4	119	111	108	97	0,90	- 9,0	90,0
Tadžikistan	1,8	43	70	80	115	1,35	- 9,0	103,0
Turkmenistan	1,2	61	80	92	115	1,30	- 6,0	84,5
Ucraina	18,0	90	87	90	103	0,95	- 9,5	84,0
Uzbekistan	6,9	48	69	82	117	1,40	- 1,0	83,0

<sup>1</sup> Calcolata come quota del gettito fiscale trattenuto dalla repubblica in rapporto alla quota del prodotto materiale netto. <sup>2</sup> PIL reale o prodotto materiale netto reale. <sup>3</sup> Dati provvisori. <sup>4</sup> Non comprese nella CSI.

Fonti: Commissione delle Comunità Europee; FMI, OCSE, BIRS, rapporti speciali.

è stato altresì raggiunto un accordo preliminare di bilancio per il primo trimestre, che prevede aumenti impositivi e ampi tagli di spesa. Tuttavia, successive agevolazioni fiscali e decisioni di spesa hanno gravemente eroso la posizione finanziaria dello stato. Analogamente, dopo un iniziale inasprimento delle condizioni del credito della banca centrale, i finanziamenti alle aziende pubbliche sono stati notevolmente aumentati allo scopo di alleviare il problema dei debiti fra le imprese, cresciuti nell'arco di soli quattro mesi da meno di 50 a quasi 900 miliardi di rubli.

Data la dimensione relativa del paese, la stabilizzazione in Russia è ovviamente d'importanza cruciale per arrestare il deterioramento finanziario nella CSI. Anche negli altri paesi è necessaria l'adozione di politiche di stabilizzazione, ma molti di essi sono in una situazione meno favorevole per intraprendere le misure necessarie e per sostenere i costi ad esse connessi. Ciò vale in particolare per gli stati con bassi redditi pro capite i quali in passato avevano beneficiato di una redistribuzione del reddito attraverso il bilancio dell'Unione e di importazioni sussidiate di fonti energetiche e di altre materie prime. Come si vedrà ulteriormente nel Capitolo IV, un altro compito che si pone con urgenza è quello di impedire il collasso del commercio intra-CSI. In effetti, l'alto grado di divisione del lavoro fra le varie repubbliche, che era alla base delle preesistenti strutture dell'interscambio, rende indispensabile un coordinamento dei provvedimenti di riforma e delle politiche macroeconomiche.

... ma necessità  
di stabilizza-  
zione ...

... e di  
coordinamento

Finora, tuttavia, non vi è stato praticamente alcun accordo, neanche sui provvedimenti di riforma più essenziali. In effetti, all'indomani della generale disgregazione i singoli stati, così come le maggiori aziende, hanno sperimentato l'uso di buoni-merce, e diverse repubbliche hanno annunciato l'intenzione di emettere una propria moneta nazionale. Nel caso dell'Ucraina la decisione di emettere buoni è stata determinata da dissesti nella produzione e distribuzione di banconote e dal fatto che la più rapida liberalizzazione dei prezzi in Russia induceva i residenti russi a recarsi in Ucraina per acquistarvi prodotti. Mentre inizialmente i buoni potevano essere usati soltanto unitamente ai rubli, in seguito sono stati emessi buoni multi-uso divenuti unico mezzo di pagamento. Nel marzo di quest'anno il parlamento ha approvato un programma che prevede l'introduzione di una moneta ucraina autonoma.

Iniziative verso monete separate

Se gli accadimenti politici hanno avuto un ruolo predominante nell'evoluzione economica dell'ex Unione Sovietica, essi hanno letteralmente paralizzato quella della *Iugoslavia*. Il commercio fra le singole repubbliche, già fortemente perturbato prima dello scoppio delle ostilità, è praticamente crollato durante il secondo semestre del 1991. Inoltre, a causa del brusco calo degli introiti da esportazioni, delle limitate riserve valutarie e dell'imposizione di sanzioni commerciali, non vi è stata alcuna possibilità di sostituire con importazioni le materie prime e i beni intermedi prodotti all'interno. Le conseguenti penurie, combinate con il collasso dei trasporti e delle comunicazioni, sono alla base del calo del 15% nel prodotto totale. Si tratta di una contrazione non superiore a quelle registrate in altri paesi est-europei, ma essa va vista in una prospettiva a più lungo termine, in quanto una parte delle infrastrutture e numerose abitazioni private sono state distrutte. Inoltre, sovrapponendosi al deterioramento economico già intervenuto negli anni ottanta, quest'ultimo calo produttivo ha fatto scendere il reddito reale pro capite in Iugoslavia al livello del 1972.

Ulteriore peggioramento in Iugoslavia...

... dopo un lungo periodo di declino

Con l'indipendenza della Slovenia e della Croazia nell'ottobre 1991 e della Bosnia-Erzegovina nell'aprile di quest'anno, la Iugoslavia ha cessato di esistere nella forma precedente, anche se l'esito finale permane incerto. Le prospettive immediate sono fosche, specie nell'area in cui il dinaro è ancora la moneta in uso. In seguito all'introduzione di monete nazionali proprie in Slovenia e in Croazia (rispettivamente in ottobre e in dicembre) altre repubbliche, e segnatamente la

Prospettive cupe...

Repubbliche iugoslave: indicatori economici di base (dati del 1990)									
Repubbliche	Popolazione	Esportazioni verso i paesi occidentali	Reddito pro capite	Salari medi	Per memoria:				
					produzione industriale	PIL reale	prezzi	salari reali	disoccupazione
	% del totale	indici, media = 100		variazioni percentuali 1990-91				% a fine 1991	
Croazia	19,7	20,9	132	112	-28,5	-23,5	123,0	-21,5	18,0
Slovenia	8,2	35,1	241	133	-12,5	-13,0	118,0	- 9,0	11,5
Bosnia-Erzegovina	19,0	12,5	68	80	-24,0	} -21,0	116,0	-16,5	22,1
Serbia e altre	53,1	31,5	83	92	-17,5				
Fonte: Vienna Institute for Comparative Economic Studies.									



... con il rischio di inflazione galoppante ...

... e necessità di ripristinare il commercio

Serbia, hanno avuto un ingente afflusso di dinari. Inoltre, poiché nel 1991 le spese federali sono state quasi per intero finanziate con crediti erogati dalla Banca Nazionale, l'inflazione è accelerata bruscamente nel secondo semestre e potrebbe risalire ai tassi a tre cifre registrati soltanto tre anni orsono. In tutti gli stati sussiste un grave pericolo di penurie di prodotti alimentari e, date le distruzioni causate dalla guerra e la caduta del 30% degli investimenti fissi, le carenze di capitali potrebbero far salire la disoccupazione al disopra del tasso del 20% raggiunto nel 1991. Anche la futura struttura merceologica dell'interscambio fra le repubbliche avrà un significativo influsso sugli andamenti economici complessivi. Sebbene la divisione interregionale del lavoro sia meno spinta che nell'ex Unione Sovietica, in tutti i casi il commercio interno fa registrare una quota superiore a quella degli scambi con il resto del mondo. La soluzione di questo problema è essenziale per la Croazia (tabella precedente), che non soltanto ha subito gravi danni di guerra e ingenti perdite di introiti per turismo, ma che altresì dipendeva in forte misura dal commercio con i paesi dell'ex Comecon.

### *Tendenze comuni e questioni irrisolte*

Fra gli aspetti comuni figurano:

contenimento degli *shocks* dei prezzi ...

... ma investimenti in declino ...

... e squilibri fiscali

Nonostante le differenze nelle condizioni di partenza, nonché nella natura e nel profilo temporale del processo di riforma, lo scorso anno si sono potute osservare nei paesi dell'Europa orientale talune tendenze comuni. In primo luogo, il tasso d'inflazione è rimasto molto elevato nella maggioranza dei paesi, a causa soprattutto della pressione dei costi e del comportamento non concorrenziale delle imprese pubbliche. Le riforme dei prezzi non sembrano aver innescato una spirale prezzi-salari, grazie soprattutto alle politiche fiscali e monetarie restrittive. Invero, un aspetto caratteristico è stato il fatto che a distanza di circa sei mesi dall'entrata in vigore di tali riforme l'inflazione si sia significativamente ridotta e sia stata attuata una parziale correzione in senso più permissivo dell'indirizzo generale delle politiche. In secondo luogo, gli investimenti fissi sono diminuiti di quasi il 40% dal 1988 nei paesi dell'area esterni all'ex Unione Sovietica. Nella maggior parte dei casi il calo può essere ricollegato all'erosione dei profitti, alle difficili condizioni di finanziamento e alle incertezze circa l'evoluzione economica e le politiche future, quantunque vi abbiano contribuito anche i tagli agli investimenti pubblici. In terzo luogo, in tutti i paesi a un miglioramento iniziale del bilancio ha fatto seguito un rapido aumento del fabbisogno di finanziamento dello stato. Ciò è imputabile principalmente a una forte dilatazione delle erogazioni previdenziali combinata a entrate calanti, in conseguenza di una struttura degli introiti tributari ancora dipendente dai profitti delle indebolite imprese statali e/o non compatibile con i prezzi determinati dal mercato (si veda più oltre). Infine, nonostante i progressi compiuti nel riformare il settore finanziario e nel realizzare l'indipendenza delle banche centrali, i mercati dei capitali continuano a essere troppo sottosviluppati per poter assorbire ampi disavanzi di bilancio. Pertanto, in tutti i paesi in corso di trasformazione vi è stata una dilatazione dei crediti bancari al settore pubblico e, in conseguenza di ciò, si è assistito a spinte espansive sull'offerta di moneta ovvero a fenomeni di "spiazzamento" dei finanziamenti al settore privato.

In complesso queste tendenze di massima possono essere tutte ricondotte a due aree in cui i provvedimenti di riforma sono stati finora assenti o hanno

subito forti ritardi: la ristrutturazione o privatizzazione delle aziende statali e la riforma della dimensione e della struttura delle entrate e uscite delle amministrazioni pubbliche. In quasi tutti i paesi sono stati adottati o proposti piani di privatizzazione, ma la loro attuazione richiederà tempo. Sono stati altresì adottati o proposti programmi di riforma fiscale; tuttavia è urgentemente necessaria un'azione più incisiva, dato il rapido ampliamento dei disavanzi di bilancio nello scorso anno e il pericolo che ciò comporta per la riuscita delle politiche antinflazionistiche.

Aree che necessitano urgentemente di riforme

### La necessità di una riforma fiscale

Le politiche di bilancio nel sistema a pianificazione centrale. Nel quadro del precedente sistema ad economia pianificata le politiche di bilancio erano per lo più finalizzate al conseguimento degli obiettivi di redistribuzione e di allocazione. Scarso rilievo veniva dato alla stabilizzazione, salvo che per eliminare le carenze di determinati beni o gli effetti di *shocks* dal lato dell'offerta. Una larga parte delle uscite era destinata a sussidiare i beni di consumo di prima necessità e le aziende statali in perdita, mentre la quota dei trasferimenti sociali era relativamente modesta, giacché la maggior parte dei servizi sociali era fornita dalle aziende (tabella seguente). Dal lato delle entrate, le imposte sui profitti, sul montesalari e sul volume di affari costituivano le principali fonti di introiti, mentre le imposte personali sul reddito erano inesistenti o molto basse. Il sistema tributario comportava numerosi disincentivi e forti effetti distorsivi sui prezzi. Un altro aspetto caratterizzante era dato dalla scarsa trasparenza e dall'assenza di aliquote fisse prestabilite. In effetti, l'imposta sui profitti veniva spesso determinata attraverso un processo di contrattazione fra le singole aziende statali e le autorità centrali. Inoltre, l'imposta sul fatturato era essenzialmente commisurata alla differenza fra prezzi alla produzione e prezzi al dettaglio, usando gli aggiustamenti di specifiche aliquote come meccanismi di equilibrio dei mercati. Poiché la maggior parte dei tributi gravava sulle aziende statali, la loro riscossione risultava semplice, e i casi di mora o di evasione erano rari. In quasi tutti i paesi le amministrazioni locali godevano di scarsa autonomia e i loro bilanci

Aspetti principali delle strutture e delle politiche di bilancio nei sistemi ad economia pianificata

Indicatori degli andamenti di bilancio <sup>1</sup>									
Voci	Bulgaria			Cecoslovacchia			Polonia		
	1988	1990	1991	1988	1990	1991	1988	1990	1991
	in percentuale del PIL								
Spese totali	58,4	71,3	45,9	60,1	58,3	47,0	48,2	35,2	46,5
sovvenzioni	17,6	16,1	3,5	13,0	14,0	4,2	16,0	7,5	5,5
previdenza sociale	10,1	13,0	12,1	11,7	12,0	15,0	11,2	n.d.	n.d.
investimenti	5,4	4,3	n.d.	8,6	5,5	5,0	7,0	4,0	3,0
Entrate totali	56,9	57,6	32,4	57,7	58,9	45,9	46,9	39,0	43,0
redditi e profitti	25,2	22,5	15,0	25,2	20,5	18,1	14,8	17,0	11,2
beni e servizi	11,6	9,7	5,7	16,8	17,5	13,2	13,1	6,5	6,9
previdenza sociale	9,5	9,6	n.d.	6,7	14,3	11,2	6,9	11,2	20,1
Crediti netti	-1,5	-13,7	-13,5	-2,4	0,6	-1,1	-1,3	3,8	-3,5
Per le note e le fonti si veda la tabella di pagina 67.									



Indicatori degli andamenti di bilancio <sup>1</sup> (continuazione)							
Voci	Romania			Ungheria			OCSE Europa <sup>2</sup>
	1988	1990	1991	1988	1990	1991	1989
	in percentuale del PIL						
Spese totali	39,0	42,0	31,0	63,3	58,2	61,1	47,6
sovvenzioni	0,5	7,5	5,7	11,8	8,9	8,2	2,0
previdenza sociale	7,9	8,6	7,3	15,4	17,5	24,0	19,0
investimenti	16,8	8,4	3,2	7,7	4,1	4,7	3,0
Entrate totali	44,9	41,7	29,0	63,3	58,0	56,7	45,4
redditi e profitti	5,5	n.d.	n.d.	9,9	8,7	10,4	16,0
beni e servizi	17,4	n.d.	n.d.	21,9	16,3	14,2	14,5
previdenza sociale	6,3	n.d.	n.d.	13,7	19,8	20,0	12,2
Crediti netti	5,9	-0,3	-2,0	0,0	-0,2	-4,3	-2,2

<sup>1</sup> Per molti paesi le cifre non sono confrontabili tra i diversi anni a causa di variazioni sostanziali nelle definizioni e nella struttura dei conti di bilancio. <sup>2</sup> Stime.

Fonti: FMI, International Financial Statistics e Government Finance Statistics; OCSE, Country Surveys sulla Cecoslovacchia e l'Ungheria, Economic Outlook e contabilità nazionale; statistiche nazionali.

erano generalmente in pareggio. Per contro, le aziende statali operavano generalmente con ampi disavanzi finanziari e assorbivano una quota notevole del credito bancario, specie nella seconda metà degli anni ottanta.

*Obiettivi principali della riforma fiscale.* Praticamente tutti i paesi necessitano urgentemente di una riforma fiscale, il cui obiettivo più arduo consiste nella riduzione non soltanto dei disavanzi di bilancio ma anche della quota del settore pubblico sul PIL. E' inoltre necessario che vengano apprestati opportuni strumenti di stabilizzazione, compreso un mercato degli strumenti debitori pubblici, e che siano rimodellati i rapporti fiscali fra i diversi livelli dell'amministrazione pubblica parallelamente alla privatizzazione di aziende statali e alla concessione di maggiore autonomia alle amministrazioni locali. Infine, è di importanza vitale la collocazione temporale delle varie riforme, dato il forte rischio che i crescenti fabbisogni di spesa vengano a coincidere con introiti calanti o li precedano.

Anche prescindendo dalle aziende statali, nella maggior parte dei paesi dell'Europa orientale la spesa pubblica in rapporto al PIL supera di gran lunga i valori registrati nei paesi OCSE europei. Considerando i livelli comparativamente bassi del reddito pro capite vi è chiaramente il bisogno di ridurre le erogazioni pubbliche se si vogliono evitare aliquote d'imposta punitive. Come si è potuto constatare dai recenti sviluppi, la riduzione dei sussidi può far realizzare ampie economie di spesa su base *una tantum*, ma essa sola non sarà sufficiente, poiché sono destinati a emergere maggiori fabbisogni in altre aree. Le erogazioni socioassistenziali aumenteranno di pari passo con la crescente disoccupazione e l'assunzione da parte delle amministrazioni centrali o periferiche di servizi precedentemente forniti dalle aziende. Anche i pagamenti per salari e pensioni potrebbero espandersi qualora si intendesse ripristinare i livelli di reddito reale e invertire l'andamento a forbice delle retribuzioni rispetto al settore privato. Inoltre, i futuri incrementi del debito pubblico dovranno essere finanziati a tassi di

Principali  
questioni inerenti  
alla riforma:

riduzione della  
spesa pubblica  
in presenza  
di fabbisogni  
crescenti...

mercato, mentre in passato le passività dello stato erano per lo più detenute dalla banca centrale a tassi d'interesse bassi o nulli. Si dovrà inoltre potenziare la spesa in investimenti pubblici al fine di porre rimedio ai problemi delle infrastrutture sottosviluppate e dei danni ambientali. Infine, è probabile che il problema dei crediti in sofferenza, i quali in parte continuano a essere accollati alle banche e/o rivestono la forma di prestiti interaziendali, debba in definitiva essere alleviato con risorse di bilancio. Diversi paesi hanno già adottato misure in questa direzione, accettando un peggioramento della posizione finanziaria netta del settore statale.

... ristrutturazio-  
ne del sistema  
tributario ...

Due importanti punti di debolezza degli attuali sistemi tributari sono la forte dipendenza dai profitti delle imprese e, come illustra l'esempio dell'imposta sul fatturato, la loro incompatibilità con un regime di prezzi determinati dal mercato. Per risolvere il secondo problema diversi paesi hanno in programma di sostituire l'imposta sul fatturato con un'imposta sul valore aggiunto, ma finora soltanto l'Ungheria (nel 1988) ha messo in atto tali progetti. La riduzione della dipendenza dai profitti aziendali potrebbe rivelarsi ancora più difficile. Essa non richiede soltanto uno spostamento del carico tributario dai redditi di impresa a quelli delle persone fisiche, bensì anche un potenziamento dell'amministrazione fiscale per gestire i tributi a carico delle famiglie e delle imprese private, con l'adozione fra l'altro di una definizione non ambigua dei profitti e di regole contabili per gli ammortamenti e la deduzione di interessi passivi. E' probabile che debba parimenti diminuire il ricorso ai contributi previdenziali. Di fronte ai crescenti fabbisogni di spesa, negli ultimi tempi molti paesi hanno aumentato del 50% e oltre le aliquote degli oneri sociali, e il risultante incremento dei costi unitari del lavoro ha eroso la competitività internazionale delle imprese.

Al fine di accrescere l'efficienza dei servizi pubblici di pari passo con la transizione verso un'economia di mercato, è necessaria una ridefinizione dei rapporti fiscali fra i vari livelli della pubblica amministrazione. Al tempo stesso, per il mantenimento della stabilità finanziaria complessiva è essenziale che una maggiore autonomia degli enti centrali e periferici non pregiudichi il controllo monetario. Nei paesi a struttura federale la questione più importante è costituita dalla ripartizione delle decisioni di spesa e delle entrate fra l'autorità centrale e gli organi delle singole repubbliche o stati. Nell'ex Unione Sovietica una delle ragioni della perdita di controllo finanziario nel 1991 è stata il fatto che diverse repubbliche hanno accumulato ampi disavanzi di bilancio senza curarsi delle conseguenze inflazionistiche. Nello stesso tempo gli introiti tributari non sono stati fatti affluire al governo centrale, cosicché quest'ultimo si è trovato a dover contare unicamente sui crediti bancari come fonte di finanziamento. Anche gli sviluppi intervenuti lo scorso anno in Cecoslovacchia mostrano come sia problematico mantenere un indirizzo restrittivo di politica fiscale in una struttura federale, poiché l'imprevisto disavanzo è stato interamente provocato da un aumento della spesa dei governi delle due repubbliche, mentre l'amministrazione centrale e quelle locali hanno registrato un'eccedenza. Nei paesi con una struttura *non federale* il problema principale riguarda la ripartizione delle funzioni di spesa fra l'amministrazione centrale e quella periferica. Il criterio informatore dovrebbe essere quello dell'efficienza, poiché il rischio di una perdita di controllo

... mantenimento  
del controllo  
delle finanze  
nell'ambito  
di strutture  
federali ...

... e non  
federali ...



sul sistema appare minore che nel primo gruppo di paesi. Un ultimo problema concerne i rapporti del governo con le aziende di stato. In passato queste fornivano molti servizi pubblici, e non vi era una chiara distinzione fra imposte sui profitti e trasferimenti di reddito allo stato, ovvero fra reddito lordo e reddito al netto dei costi di rimpiazzo. In futuro le amministrazioni pubbliche dovranno far fronte a spese addizionali e trovare fonti di reddito alternative per finanziarle.

... limitazione dei  
disavanzi nel  
breve periodo ...

*Il profilo temporale delle riforme della finanza pubblica.* La componente temporale è probabilmente l'aspetto più importante del processo di riforma. Sebbene sia normale che il saldo finanziario delle amministrazioni pubbliche peggiori nei periodi di recessione, la rapidità con cui è aumentato il fabbisogno di finanziamento nel 1990-91 fa ritenere che il deterioramento non sia puramente ciclico. In effetti, i tagli ai sussidi e i maggiori introiti da profitti avevano sì contribuito a stabilizzare i bilanci nelle fasi iniziali della riforma, ma tali guadagni erano stati per lo più di natura straordinaria. Poiché nei prossimi anni è probabile che la progressione del fabbisogno di spesa sia assai più rapida di quella dei miglioramenti ottenibili dal lato delle entrate, appare inevitabile il ricorso al nuovo indebitamento. Di conseguenza, durante questa fase è importante che siano sviluppati i mercati dei titoli di stato, affinché i disavanzi di bilancio non pregiudichino gli obiettivi monetari e non alimentino spinte inflazionistiche.

... e crescita del  
risparmio  
pubblico a più  
lungo termine

Nel medio periodo è essenziale che venga frenato il fabbisogno del settore pubblico e che aumenti il risparmio. Le esperienze maturate nei paesi industriali e in molti paesi in via di sviluppo mostrano chiaramente come le politiche di stabilizzazione non sorrette da sane politiche di bilancio siano destinate al fallimento. Inoltre, data l'esigenza di modernizzare e potenziare lo stock di capitale, in tutti i paesi est-europei dovrà aumentare la quota degli investimenti sul PIL. Anche se parte di tale aumento può essere finanziata da importazioni di capitali, si è dimostrato opportuno, al fine di preservare la stabilità finanziaria, che l'80-90% degli investimenti sia coperto dal risparmio interno. Infine, sebbene in passato i tassi di risparmio nell'Europa orientale non fossero bassi in base ai parametri internazionali, gran parte del risparmio era attribuibile al settore pubblico o rispecchiava un'astensione involontaria dai consumi da parte delle famiglie. Con il passaggio a un'economia di mercato, il risparmio del settore privato dipenderà dagli incentivi. Le recenti tendenze in Cecoslovacchia, Ungheria e Polonia sono incoraggianti, ma ben poco si sa sull'andamento dei profitti non distribuiti, che nella maggioranza dei paesi industriali rappresentano una quota molto consistente del risparmio nazionale. E' quindi di importanza vitale che sia migliorata la posizione strutturale di bilancio e che le amministrazioni pubbliche forniscano un contributo sostanziale al risparmio aggregato.

### *Il debito estero dell'ex Unione Sovietica e dell'Europa orientale*

Crescenti diffi-  
coltà nel servizio  
del debito nell'ex  
Unione Sovietica

Il progressivo venir meno del controllo centrale, le gravi interruzioni nella produzione e un deciso peggioramento della bilancia dei pagamenti correnti avevano condotto, durante il 1990, a difficoltà nel servizio del debito esterno dell'Unione Sovietica. Si sono accumulati progressivamente gli arretrati sui pagamenti dovuti ai fornitori e alle banche commerciali, che sono divenute decisamente riluttanti a concedere nuovi crediti. Nell'intento di far fronte al

fabbisogno di liquidità nel 1991 il paese ha compresso le importazioni, senza però riuscire a onorare i propri impegni di servizio del debito. Al volgere dell'anno i creditori ufficiali e le banche hanno concesso una dilazione dei pagamenti in conto capitale fino a marzo, che è stata successivamente prorogata.

Un altro problema da risolvere era la ripartizione dei \$ 65 miliardi di indebitamento esterno in valute convertibili dell'ex Unione Sovietica fra gli stati ad essa succeduti. Nelle negoziazioni condotte nell'autunno 1991 con i principali creditori occidentali la Russia e sette delle repubbliche minori si sono dichiarate congiuntamente e individualmente responsabili per il debito dell'ex Unione Sovietica. In altre parole, ciascun firmatario dell'accordo si assumeva il servizio del debito nel caso in cui uno o più stati già appartenenti all'Unione non vi avessero provveduto. Le restanti repubbliche erano riluttanti a firmare il memorandum d'intesa, il quale implicava che i pagamenti per il servizio del debito sarebbero stati effettuati attraverso un ente soggetto al controllo russo. Soltanto dopo la modifica di questa clausola l'Ucraina, la seconda repubblica per importanza, ha accettato i termini dell'accordo. Gli stati baltici hanno dichiarato che essi non erano mai stati incorporati legalmente nell'Unione Sovietica e che quindi non potevano essere chiamati a rispondere dei debiti di quest'ultima.

Ripartizione del debito esterno convertibile...

Un'ulteriore questione che si è posta lo scorso anno agli stati che componevano l'ex Unione Sovietica è quella inerente ai loro crediti e debiti in valute non convertibili. Gran parte dei debiti in valute non convertibili dell'Unione Sovietica derivavano dagli accordi commerciali nel quadro del disciolto Comecon, che avevano consentito a diversi dei membri minori del blocco di accumulare consistenti saldi creditori in rubli trasferibili. Non è possibile determinare con una certa accuratezza l'entità di tali posizioni. Le stime di un totale di \$ 15-20 miliardi di passività dell'ex Unione Sovietica in valuta non convertibile sono, nella migliore delle ipotesi, orientative. Inoltre, le complesse relazioni politiche ed economiche fra i paesi dell'Europa orientale fanno sì che esista tutta una gamma di contropartite creditorie.

... e regolamento dei saldi non convertibili

Fra gli altri paesi dell'Europa orientale, la Bulgaria e la Polonia si sono sforzate di risolvere le difficoltà nel servizio del rispettivo debito. Posta di fronte a una contrazione di quasi un quinto delle esportazioni in valute convertibili e colpita in modo particolarmente grave dal collasso del commercio intra-Comecon così come dai conflitti medio-orientali, la Bulgaria aveva già nel marzo 1990 dichiarato una moratoria dei pagamenti in conto capitale, che è stata successivamente estesa agli interessi. Da allora l'onere debitorio è divenuto ancora più gravoso, dato l'accumulo di arretrati e la contrazione del PIL reale. Tuttavia il paese ha conseguito gli obiettivi fissati dal FMI e ha cercato di ripristinare normali relazioni con i propri creditori. Nel 1991 il Club di Parigi ha concordato la ristrutturazione di crediti ufficiali bilaterali per \$ 0,6 miliardi, e sono in corso negoziazioni in vista di un accordo concernente i quasi \$ 10 miliardi dovuti alle banche commerciali.

Difficoltà nel servizio del debito in Bulgaria...

Diversamente che in Bulgaria, la maggior parte dei \$ 47 miliardi di debito esterno della Polonia è nei confronti di creditori ufficiali. Pertanto, un alleggerimento delle passività bancarie non ridurrebbe di molto l'onere debitorio del paese, e i creditori ufficiali hanno convenuto in linea di principio che sono giustificate sostanziali ed eccezionali concessioni. Tuttavia, una condizione per ottenere

... e alleggerimento del debito per la Polonia



tali concessioni è che la Polonia e le banche creditrici pervengano a un accordo a riguardo di \$ 11 miliardi di crediti bancari. Le negoziazioni sono state prorogate in seguito all'emergere di segni di logoramento nel processo di riforma, nonché alla riluttanza delle banche a stabilire nuovi precedenti.

A differenza della crisi del debito dei paesi in via di sviluppo dieci anni or sono, il problema debitorio di questi paesi e degli stati succeduti all'ex Unione Sovietica non costituisce una seria minaccia alla solidità del sistema finanziario internazionale. Gran parte dei crediti delle banche è coperta da garanzie ufficiali, e sono stati effettuati i relativi accantonamenti. Le esposizioni non sono quindi grandi in relazione alle riserve e al capitale delle banche. Esse, inoltre, non sono fortemente concentrate, sebbene esistano significative differenze fra paesi quanto all'ammontare dei crediti bancari, di cui le banche europee detengono una quota consistente.

## IV. Il commercio e i pagamenti internazionali

### Aspetti salienti

Lo scorso anno, l'andamento del commercio mondiale è stato contrassegnato da una netta decelerazione della crescita nei paesi industriali, nonché dalle ripercussioni delle riforme orientate al mercato in talune altre aree del mondo. La recessione negli Stati Uniti e nel Regno Unito ha contribuito a ridurre quelli che erano stati i maggiori disavanzi di parte corrente. Inoltre, il perdurante *boom* dell'economia tedesca fino a circa metà anno ha trasformato in saldo negativo la più ampia eccedenza commerciale.

I tassi di cambio reali hanno parimenti influenzato le posizioni di parte corrente. Il mantenimento per parecchi anni di un più basso cambio reale del dollaro ha notevolmente contribuito ad una costante diminuzione del disavanzo USA. Per contro, il forte apprezzamento in termini reali dello yen fra l'inizio del 1985 e l'ultima parte del 1987 non è perdurato, il che ha agito nel senso di rallentare fortemente la penetrazione delle importazioni nel mercato giapponese. Inoltre, vi sono indicazioni che il sensibile apprezzamento reale segnato negli ultimi anni dalle monete di diversi paesi europei, del Canada e della Corea del Sud, ha teso ad aggravare i disavanzi correnti.

La riforma economica in America Latina in generale, e la liberalizzazione del commercio in particolare, hanno attratto più ampi afflussi di capitali esteri e hanno sostenuto una notevole espansione sia del reddito che delle importazioni. I paesi asiatici hanno liberalizzato ulteriormente le loro importazioni e quest'area ha continuato ad essere un'importante fonte di dinamismo nel commercio internazionale. L'integrazione della Cina nell'economia mondiale è proceduta a ritmo sostenuto e fornisce un esempio significativo di quale portata possa avere lo stimolo del commercio estero.

I paesi dell'Europa orientale hanno dovuto far fronte alla necessità di sostituire il sistema di baratto tipico dell'economia di comando con un interscambio orientato al mercato. I progressi compiuti sono stati notevoli; i paesi che hanno mantenuto tassi di cambio competitivi hanno conseguito i migliori risultati. Le riforme in Russia e in taluni degli altri nuovi stati succeduti all'ex Unione Sovietica sono state rivolte nella medesima direzione: questi paesi hanno di fronte a sé l'immane compito di sviluppare regimi commerciali e di pagamento efficienti per favorire gli scambi reciproci e l'integrazione nell'economia mondiale.

L'acquisita consapevolezza da parte di numerosi paesi in via di sviluppo (PVS) dei benefici del libero scambio pone in special modo ai paesi industriali la responsabilità dell'apertura dei propri mercati. Invece, negli ultimi anni le politiche commerciali di molti paesi industriali sono divenute per diversi aspetti più restrittive. Agli inizi di maggio non era stato ancora raggiunto alcun accordo nell'ambito dei negoziati dell'Uruguay Round da tempo in corso.



I flussi di capitali sono rimasti molto ampi e le transazioni internazionali in titoli azionari esteri hanno segnato nuovi record: lo scorso anno il massiccio investimento estero in azioni giapponesi ha costituito un fattore saliente. Si è nuovamente accresciuta la quota dei PVS sul totale degli investimenti diretti, in quanto gli afflussi di fondi sono fortemente aumentati in Asia e in America Latina, mentre sono diminuiti nei paesi industriali. Molti PVS hanno altresì ottenuto un più agevole accesso ai mercati finanziari internazionali, sia attraverso emissioni obbligatorie sia attraendo investimenti esteri nei mercati azionari interni.

I PVS in generale hanno inoltre incrementato sensibilmente le proprie riserve. Per contro, i paesi del Gruppo dei Dieci hanno registrato un sostanziale calo, in quanto una transazione fuori mercato di grande entità ha comportato un'estinzione di riserve. Vi è stata la tendenza a investire in misura relativamente maggiore in strumenti denominati in dollari.

## Il commercio mondiale

### *Andamenti*

Il commercio  
rallenta...

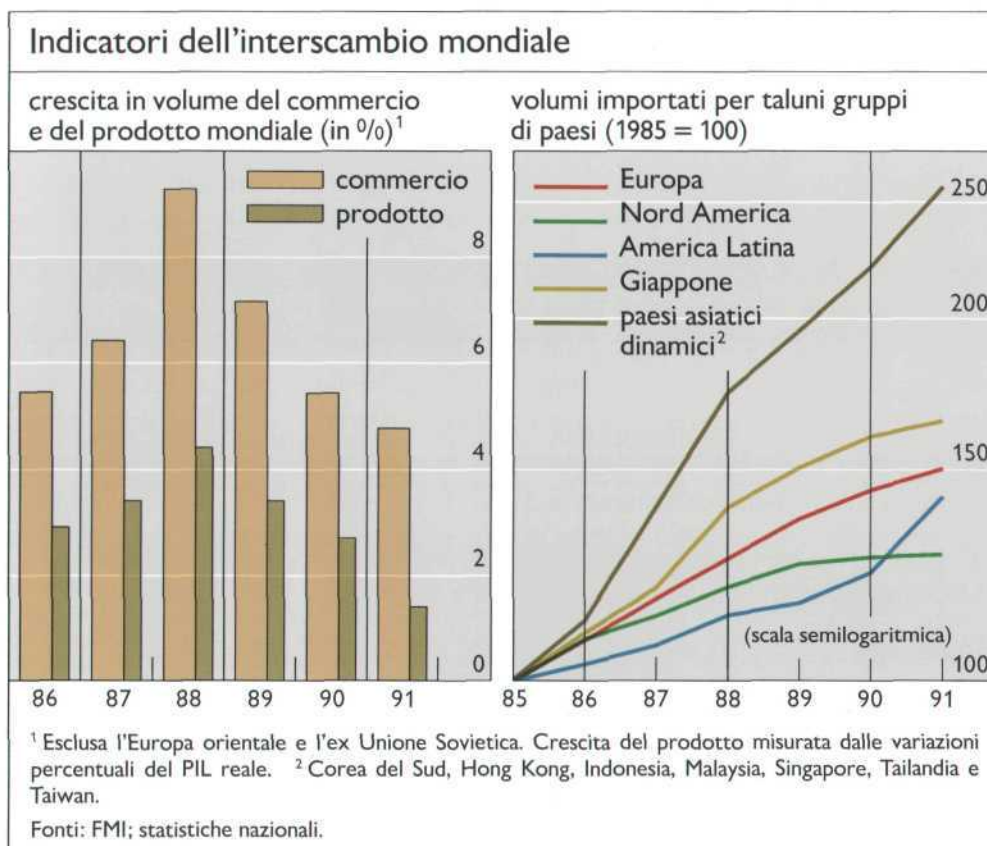
Lo scorso anno, il valore in dollari dell'interscambio mondiale è aumentato di meno del 2%, contro il 13% del 1990. Anche il suo saggio di crescita reale ha segnato un rallentamento, quantunque assai inferiore a quello della produzione mondiale. Per l'insieme dell'anno, la decelerazione dell'attività economica in Europa occidentale e in Giappone, nonché la recessione nei paesi anglosassoni hanno contratto la crescita in volume delle importazioni dei paesi industriali dal 4½% circa nel 1990 a meno del 2½% lo scorso anno. Nel contempo, la cessazione degli accordi speciali di commercio in compensazione ha ridotto di quasi un quinto il volume delle importazioni degli ex membri del Consiglio di mutua assistenza economica (Comecon).

... ma non nei PVS

In netto contrasto con questi andamenti, i PVS hanno registrato un'accelerazione del commercio estero, con un incremento di circa il 15% delle importazioni reali in Asia e in America Latina. Come descritto in maggior dettaglio nel Capitolo III, l'Asia ha continuato a rappresentare l'area più dinamica, mentre importanti misure di liberalizzazione hanno consentito una rapida espansione delle importazioni in vari paesi dell'America Latina, grazie ad una ripresa nella crescita del reddito reale per effetto delle riforme macroeconomiche e della riduzione nell'onere del servizio del debito estero.

Debolezza  
dei corsi  
delle materie  
prime

Il rallentamento congiunturale nei paesi industriali, unitamente alla perdurante elevata produzione di taluni beni primari, ha determinato condizioni di offerta eccedentaria che hanno ridotto del 5% i prezzi in dollari delle materie prime non petrolifere. Anche la tendenza di fondo dei corsi petroliferi è stata debole, in particolare in quanto la perdita di produzione in Iraq e Kuwait è stata rapidamente compensata dall'incremento delle forniture di altri paesi. In effetti, alla fine del 1991 e agli inizi del 1992 la produzione OPEC ha raggiunto il livello più alto da oltre un decennio, esercitando una forte pressione al ribasso sui corsi petroliferi. Per sostenere i prezzi, a metà febbraio 1992 l'OPEC ha raggiunto un accordo per diminuire la produzione del 5%. Nel 1991 si sono inoltre stabilizzati i prezzi medi all'esportazione in dollari dei manufatti. Il risultato netto è stato un leggero deterioramento nelle ragioni di scambio dell'insieme dei PVS



(ad eccezione dell'Europa orientale e dell'ex Unione Sovietica); gli esportatori di fonti di energia hanno subito perdite alquanto superiori.

L'eccezionale crescita degli scambi con l'estero dei PVS dell'Asia ne ha incrementato la quota sul commercio mondiale, da poco meno del 9% nel 1980 al 15½% nel 1991. Questa variazione si è rispecchiata in un pronunciato riorientamento di gran parte dell'interscambio dei paesi industriali. Le importazioni USA dai PVS dell'Asia, ad esempio, superano ora le importazioni dal Canada, dall'Europa occidentale o dal Giappone, il che rappresenta una spettacolare inversione di tendenza rispetto al 1980. Anche nella Comunità europea la quota dell'interscambio dei PVS dell'Asia è raddoppiata nell'arco di soli dieci anni: insieme al Giappone, questi paesi rappresentano attualmente la principale area di provenienza non comunitaria delle importazioni CEE, e sono divenuti uno sbocco di esportazioni importante quasi quanto gli Stati Uniti.

#### Politiche commerciali

Negli ultimi anni molti paesi non industriali hanno adottato radicali provvedimenti di liberalizzazione dell'interscambio. Gli evidenti successi conseguiti dai paesi che avevano perseguito politiche volte a sfruttare al meglio le opportunità disponibili sui mercati mondiali, nonché gli insuccessi di quelli che avevano invece fatto ricorso a politiche autarchiche di sostituzione delle importazioni, hanno creato un clima d'opinione nettamente favorevole alla liberalizzazione. I tassi di cambio più competitivi, la maggiore apertura agli investimenti diretti esteri e la riduzione delle barriere protettive sono stati gli elementi principali di tale cambiamento d'approccio. Nel corso degli ultimi cinque anni, non meno di diciassette paesi dell'America Latina hanno adottato provvedimenti unilaterali per

Dinamismo in Asia

Liberalizzazione del commercio nei PVS...



liberalizzare il commercio. Tuttavia, in nessun luogo il mutamento delle politiche è stato così grande come nell'Europa orientale e in Russia, dopo decenni di rigido controllo autarchico del commercio estero. Anche vari paesi dell'Asia hanno liberalizzato le importazioni. Complessivamente, circa cinquantuno PVS hanno annunciato misure di liberalizzazione unilaterali – spesso di vasta portata – nell'arco dell'ultimo quinquennio.

Queste riforme, che sono state attivamente incoraggiate dai paesi industriali, daranno appieno i loro frutti soltanto se i mercati degli stessi paesi industriali si apriranno maggiormente alle esportazioni dei PVS; quanto più prontamente sarà fornito tale sostegno, tanto minore sarà il rischio di un'inversione di rotta. Attualmente, molte delle potenziali esportazioni dei PVS riguardano beni fra i più protetti da parte dei paesi industriali: derrate agricole, vari manufatti semilavorati, prodotti di abbigliamento e tessuti.

... cui fa riscontro  
un aumento del  
protezionismo  
nei paesi  
industriali

Negli ultimi anni, in molti paesi industriali la politica commerciale si è sempre più allontanata dall'ideale di libero scambio al quale si era ispirata la liberalizzazione progressiva e multilaterale del commercio per gran parte del dopoguerra e che era stato ripagato da decenni di prosperità senza precedenti. Quattro aspetti sono stati importanti: vi è stata una tendenza a negoziare la liberalizzazione in ambito regionale piuttosto che globale; la produzione e il commercio nel settore agricolo sono divenuti sempre più disgiunti dai vantaggi comparati; in misura crescente il commercio di manufatti è stato "amministrato" mediante vari strumenti volti a limitare la concorrenza e a restringere la scelta del consumatore; il crescente interscambio di servizi è rimasto escluso dai negoziati GATT.

Blocchi  
commerciali

Nell'ambito degli accordi commerciali regionali, i più rilevanti sono il progetto di mercato unico della Comunità europea e la prevista Area nordamericana di libero scambio (NAFTA). Siffatti accordi possono avvantaggiare il consumatore intensificando la concorrenza all'interno del blocco commerciale e consentendo lo sfruttamento delle economie di scala. Tuttavia, essi tendono a deviare la domanda da produttori più efficienti nel resto del mondo, qualora non siano accompagnati da sostanziali provvedimenti per ridurre le barriere all'interscambio con i paesi terzi. L'importanza di questo commercio "fuori-area" per varie regioni spesso identificate quali possibili blocchi commerciali è evidenziata dalla struttura degli scambi illustrata nella seguente tabella. Il commercio fra queste regioni non soltanto è ampio, ma in molti casi è anche cresciuto più rapidamente del commercio intra-regionale. Il fatto che i flussi commerciali *non* abbiano solitamente mostrato tendenza a concentrarsi regionalmente fa ritenere che le forze sottostanti del vantaggio comparato sono molto più radicate.

Una politica di riduzione delle barriere all'interno dei blocchi commerciali regionali potrebbe accrescere la tentazione di erigerne di più elevate nei confronti dei prodotti esterni all'area, per compensare le imprese del fatto di dover accettare una più intensa concorrenza all'interno del blocco. Tali insidie sottolineano l'esigenza che gli accordi regionali offrano un accesso ai mercati il più libero possibile. In effetti, questo è l'obiettivo che si sono prefisse molte delle direttive adottate nell'ambito del progetto del mercato unico europeo. Tuttavia, il recente accordo stipulato fra la Comunità europea e il Giappone ha prorogato fino al 1999 le restrizioni "transitorie" alle esportazioni di automobili giapponesi

Struttura del commercio nel 1990 (dati del 1975 fra parentesi) <sup>1</sup>					
Aree dichiaranti	quota percentuale sul commercio totale delle singole aree <sup>2</sup>				
	Comunità europea	EFTA	NAFTA	Asia orientale	Resto del mondo
Comunità europea	59,2 (51,4)	10,0 (9,4)	8,4 (8,7)	7,3 (3,6)	15,1 (26,9)
EFTA	59,4 (51,7)	13,3 (17,0)	7,9 (7,0)	7,7 (3,9)	11,8 (20,4)
NAFTA	18,3 (18,6)	2,8 (2,5)	37,6 (36,2)	26,7 (15,6)	14,6 (27,1)
Asia orientale	16,0 (12,0)	2,6 (1,9)	26,9 (24,8)	37,6 (28,0)	16,8 (33,3)
Per memoria:	crescita annua media del commercio, in percentuale <sup>3</sup>				
Comunità europea	11,4	10,8	10,1	15,6	6,2
EFTA		8,1	11,0	16,1	6,0
NAFTA			10,4	14,1	5,7
Asia orientale				16,0	8,6

<sup>1</sup> La prevista area nordamericana di libero scambio (NAFTA) comprende Canada, Messico e Stati Uniti. L'Asia orientale comprende i paesi ASEAN (ad eccezione del Brunei), Cina, Corea del Sud, Hong Kong, Giappone e Taiwan. Non sono disponibili dati sull'interscambio diretto di Taiwan con Cina e Messico. <sup>2</sup> Il commercio totale equivale alla somma di esportazioni e importazioni di merci. <sup>3</sup> 1975-90.

Fonti: FMI, Direction of Trade Statistics; statistiche nazionali.

in Europa, ed esso potrebbe aver incluso intese tacite che ostacolano ulteriormente la concorrenza.

Nella maggior parte dei paesi industriali, le politiche agricole isolano i mercati interni dall'influenza dei corsi mondiali. Le politiche attuali affondano le proprie radici nell'immediato dopoguerra, allorché il ricordo di penurie di prodotti alimentari era recente ed un'ampia fascia della popolazione era ancora occupata nel settore agricolo. Questa situazione è stata radicalmente modificata da molti anni di crescita costante della produttività nell'agricoltura, alla quale ha fatto riscontro un aumento assai lento dei consumi. L'occupazione a tempo pieno in questo settore è fortemente diminuita, ed è ora relativamente bassa; un'eccedenza di produzione è subentrata alle penurie di un tempo e si sono accumulate enormi scorte alimentari; infine, paesi che in passato erano importatori netti di importanti derrate agricole sono divenuti esportatori. La Comunità europea ha tentato di abbattere le eccedenze sovvenzionando le esportazioni agricole verso i paesi terzi, politica che ha indotto gli Stati Uniti ad aumentare per ritorsione i sussidi alle proprie esportazioni su taluni mercati. Tali conflitti hanno intensificato la pressione al ribasso sui corsi delle derrate alimentari nei mercati mondiali, che sono rimasti molto depressi (in termini reali, essi si situano ora a circa la metà del livello degli anni settanta). Non soltanto queste politiche hanno causato serie difficoltà ai naturali esportatori di prodotti alimentari (compresi alcuni fra i PVS poveri), ma sono altresì divenute sempre più costose per gli stessi paesi industriali. Stime dell'OCSE situano i costi complessivi del sostegno all'agricoltura – ossia le sovvenzioni ai produttori e il costo implicito imposto ai consumatori attraverso prezzi di acquisto superiori a quelli mondiali – intorno ai \$ 320 miliardi per lo scorso anno, l'equivalente di quasi il 2% del PIL nell'area OCSE.

Negli ultimi anni vi è stato un costante slittamento verso il commercio "amministrato" nel settore dei manufatti, spesso su base puramente bilaterale. I provvedimenti adottati assumono le forme più svariate. Le misure *anti-dumping*

Politiche agricole

Commercio  
"amministrato"



dissimulano spesso tentativi di proteggere i produttori interni da concorrenti esteri più efficienti. Il numero di inchieste *anti-dumping* notificate al GATT è stato quasi doppio rispetto all'anno precedente; in molti casi, l'imposizione ufficiale di dazi *anti-dumping* è resa non necessaria da intese bilaterali volte a limitare le esportazioni. Accordi espliciti di ripartizione del mercato disciplinano circa la metà del commercio di tessili, abbigliamento e acciaio. Restrizioni "volontarie" limitano l'esportazione di automobili e di apparecchi elettronici, soprattutto dal Giappone. Vari accordi sui prezzi minimi – sia informali che formali – ostacolano il commercio dei *chips* di memoria. Più di recente, sono stati concordati "obiettivi" d'importazione particolari: nel gennaio di quest'anno, il Giappone ha convenuto di raddoppiare le importazioni annue di componenti di automobili dagli Stati Uniti entro il 1994/95; un recente accordo prevede una quota estera del 20% del mercato giapponese dei *chips* di microelaborazione.

Tali misure restringono la scelta del consumatore, gonfiano i costi e fanno salire i prezzi. Poiché esse consentono ad alcune imprese di non curarsi troppo delle proprie inefficienze, viene ad essere ridotto un fattore vitale del miglioramento della produttività a medio termine. Contrariamente ad una credenza diffusa, questi provvedimenti contribuiscono assai poco a stimolare nel complesso la produzione e l'occupazione interna, in quanto le misure che tutelano un'industria inevitabilmente ne danneggiano altre, attraverso un apprezzamento del cambio e un'inflazione dei costi. Per citare l'esempio più significativo, la limitazione delle esportazioni giapponesi contribuisce a sottovalutare lo yen, il che rende molto più difficile per i produttori non protetti competere con i prodotti del Giappone, tutela di fatto alcune imprese di questo paese e potrebbe far poco o nulla per ridurre l'eccedenza esterna netta giapponese.

E' superfluo sottolineare come tali provvedimenti pregiudichino il sistema commerciale multilaterale, distorcano l'allocazione delle risorse, indeboliscano gli investimenti e agiscano da freno sulla crescita dell'economia mondiale. I paesi e le imprese di grandi dimensioni riescono ad assicurarsi preferenze discriminatorie a vantaggio dei propri prodotti e a scapito di altri. La mancanza di trasparenza delle più recenti forme di protezionismo rende ancora più arduo mobilitare i consumatori e gli elettori che indirettamente ne sopportano i costi. Inoltre, viene a ridursi la portata delle procedure di composizione delle controversie internazionali.

Servizi

L'interscambio di servizi, pur rappresentando attualmente un quinto delle transazioni correnti, continua ad essere escluso dal GATT. La tendenza, negli ultimi anni, verso un'economia basata sui servizi e i rapidi progressi tecnologici compiuti in taluni settori hanno notevolmente accresciuto i benefici potenziali di un più libero commercio, in particolare in quanto molti servizi (ad esempio i trasporti aerei e le telecomunicazioni) sono tuttora controllati in molti paesi da monopoli nazionali e talvolta retti da associazioni internazionali di produttori che si sforzano di mantenere elevati i prezzi e di limitare la concorrenza.

Uruguay Round

La tornata di negoziazioni commerciali "Uruguay Round", avviata nel settembre 1986, si era posta un ordine del giorno eccezionalmente ambizioso e di vasta portata, che cercava di affrontare risolutamente molti di questi problemi. Purtroppo, l'"Uruguay Round" si è rivelato più difficile e più controverso di qualsiasi altra tornata del GATT. Il termine originario per il suo completamento,

il dicembre 1990, è scaduto senza che si fosse concluso un accordo. Nel dicembre 1991, i negoziati fra i principali partecipanti hanno subito un'ulteriore battuta d'arresto, e la politica agricola ha verosimilmente costituito il principale punto d'attrito. Sembra tuttavia che siano stati fatti alcuni progressi con un accordo provvisorio concernente l'allentamento delle restrizioni al commercio di tessili e abbigliamento, l'inasprimento delle regole del GATT sulle misure protettive non esplicite (*anti-dumping*, sussidi, ecc.), la tutela dei diritti di proprietà intellettuale e i meccanismi di composizione delle controversie. Il Direttore Generale del GATT ha proposto il principio che tutte le barriere agricole non tariffarie siano convertite in barriere tariffarie e poi progressivamente abbassate. Egli ha inoltre proposto riduzioni del valore delle esportazioni agricole sovvenzionate e dei prezzi interni di sostegno. Agli inizi di maggio, i negoziati erano ancora in corso.

## Andamenti di parte corrente nei paesi industriali e nelle NIEs dell'Asia

Lo scorso anno, le condizioni del ciclo hanno ancora una volta esercitato un poderoso impatto sugli andamenti della bilancia commerciale e di parte corrente nei paesi industriali. Benché quasi tutti i paesi ne abbiano risentito, l'entità del rallentamento dell'attività è stata alquanto differenziata, e molti paesi deficitari – segnatamente i paesi anglosassoni e la Svezia – sono stati in recessione per la maggior parte dell'anno. Per contro, la domanda interna è rimasta relativamente sostenuta in Germania e in Giappone fino alla metà dell'anno.

Sebbene vi abbiano concorso taluni fattori specifici, il miglioramento nella posizione competitiva degli Stati Uniti ha comunque notevolmente contribuito alla forte riduzione del disavanzo esterno USA, ed ha altresì fornito un certo sostegno all'attività economica statunitense in presenza di un forte calo della spesa interna. In altri casi, invece, una capacità concorrenziale internazionale bassa o calante potrebbe aver ostacolato la riduzione del disavanzo: Canada, Finlandia, Corea del Sud, Italia, Regno Unito e Svezia hanno accusato negli ultimi anni perdite cospicue di competitività.

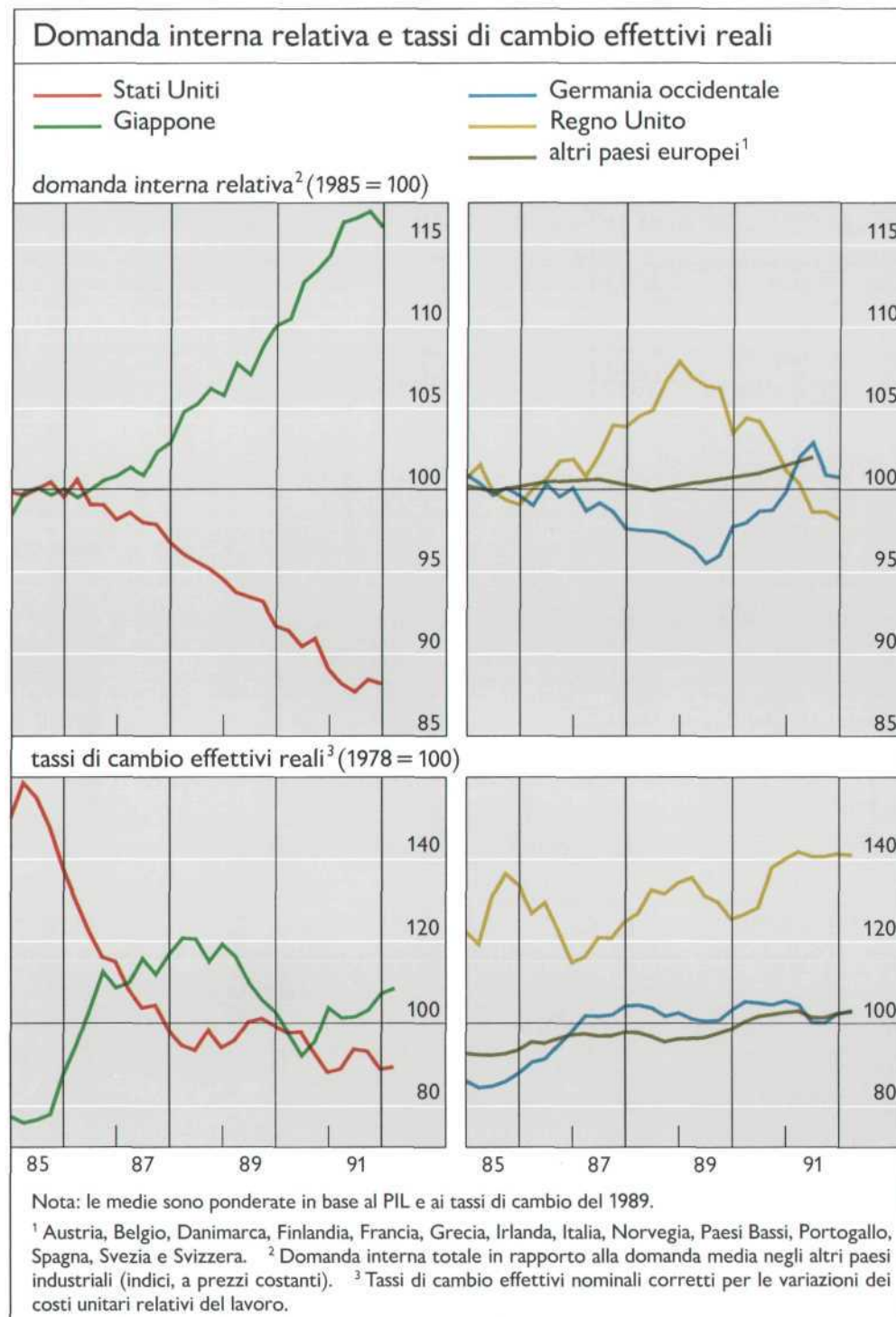
### Stati Uniti

Lo scorso anno, il disavanzo USA di parte corrente si è notevolmente ridotto, fin quasi ad annullarsi, grazie anche ad una serie di fattori transitori particolarmente favorevoli. La principale determinante è costituita dall'esborso di \$ 42,5 miliardi da parte di Kuwait, Germania, Giappone e diversi altri paesi, a titolo di contributo ai costi connessi alla guerra del Golfo. Inoltre, nel 1991 il disavanzo commerciale è diminuito di quasi \$ 35 miliardi – il maggior calo mai registrato – e si è ulteriormente ridotto nei primi mesi del 1992. Dal canto suo, l'eccedenza sui servizi non dei fattori è aumentata rispetto ai livelli già elevati del 1990 (tabella di pagina 80).

Benché alla riduzione del disavanzo commerciale abbia contribuito un calo di \$ 11 miliardi delle importazioni petrolifere – a causa di una flessione dei corsi nonché della domanda – essa è principalmente ascrivibile all'ulteriore diminuzione del disavanzo non petrolifero. Poiché le ragioni di scambio non petrolifere sono

Forte riduzione  
del disavanzo  
USA in parte  
temporanea...





rimaste per lo più invariate, questo calo è interamente dovuto agli andamenti delle quantità: le importazioni non petrolifere sono rimaste praticamente stagnanti, mentre le esportazioni hanno continuato a crescere vigorosamente.

In termini reali, le esportazioni non agricole hanno segnato lo scorso anno una crescita dell'8<sup>1</sup>/<sub>2</sub>%, nettamente superiore a quella dei mercati mondiali. Il recente incremento delle esportazioni USA, assai maggiore di quelli registrati nelle precedenti fasi di recessione, è in gran parte imputabile al perdurante deprezzamento del dollaro in termini reali. Il miglioramento della posizione competitiva indotto dal forte deprezzamento nominale della moneta

... ma dovuta anche all'andamento sostenuto delle esportazioni ...

Stati Uniti: bilancia delle partite correnti						
Voci	1987	1988	1989	1990	1991	
					anno	quarto trimestre <sup>1</sup>
in miliardi di dollari USA						
Saldo delle partite correnti	- 160,2	- 126,2	- 106,3	- 92,1	- 8,6	- 41,2
bilancia commerciale	- 159,5	- 127,0	- 115,9	- 108,1	- 73,6	- 74,6
redditi netti di capitale	7,6	5,3	2,7	11,9	9,4	0,9
altri servizi	6,3	10,4	22,4	26,4	35,9	38,3
trasferimenti	- 14,7	- 14,9	- 15,5	- 22,3	19,7	- 5,6
<i>Per memoria:</i>						
importazioni petrolifere	42,9	39,6	50,9	62,1	51,4	48,8
bilancia commerciale non petrolifera <sup>2</sup>	- 114,1	- 76,4	- 55,2	- 37,7	- 13,9	- 17,0
variazioni percentuali						
volumi esportati	10,0	19,3	11,8	7,4	7,6	9,0 <sup>3</sup>
volumi importati	4,2	4,0	4,4	1,8	0,3	5,2 <sup>3</sup>
ragioni di scambio	- 3,2	1,3	- 1,0	- 3,0	1,0	6,0 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Su base annua destagionalizzata.    <sup>2</sup> A valori unitari dell'interscambio costanti in base 1987.    <sup>3</sup> Variazione sul quarto trimestre 1990.

<sup>1</sup> Su base annua destagionalizzata. <sup>2</sup> A valori unitari dell'interscambio costanti in base 1987. <sup>3</sup> Variazione sul quarto trimestre 1990.

americana fra gli inizi del 1985 e la fine del 1987 si è sostanzialmente mantenuto nell'arco dei quattro anni successivi (grafico a pagina 79). Si stima che alla fine del decennio i costi unitari del lavoro per i manufatti negli Stati Uniti fossero nettamente inferiori a quelli sia del Giappone che della Germania. Questa forte posizione competitiva ha condotto negli ultimi anni a cospicui incrementi nella quota USA dei mercati mondiali d'esportazione. La crescita delle esportazioni di beni di capitale, che rappresentano ora una percentuale record di ben il 45% delle esportazioni non agricole USA, è stata particolarmente vigorosa. Le esportazioni verso i paesi OPEC, l'America Latina e le NIEs dell'Asia hanno largamente sopravanzato quelle verso i paesi industriali.

Lo scorso anno, il ristagno della domanda interna USA ha mantenuto l'incremento in termini reali delle importazioni non petrolifere al disotto dell'1%. Le importazioni hanno fortemente reagito all'andamento della domanda, con un significativo calo iniziale prima di risalire nettamente a metà anno, allorché la domanda USA ha mostrato un'esitante ripresa e si è proceduto a una ricostituzione delle scorte di beni di consumo (autoveicoli esclusi). Invece, le importazioni di automobili si sono contratte. Un fattore di un certo rilievo a medio termine è che le case automobilistiche giapponesi producono in misura crescente negli Stati Uniti: lo scorso anno, la loro produzione in questo paese è stata di circa 1,4 milioni di unità, contro poco più di 2 milioni di esportazioni dirette.

La competitività in termini di prezzo ha altresì contribuito all'ampliamento dell'eccedenza nelle transazioni di servizi non dei fattori. Dopo avere registrato incrementi annui medi di quasi il 15% nel quinquennio precedente, gli introiti per servizi sono aumentati lo scorso anno di un ulteriore 8½%, e quelli da turismo del 12%. Nel contempo, le importazioni di servizi esteri sono rimaste per lo più invariate.

... e al ristagno delle importazioni in volume



## Giappone

L'eccedenza  
giapponese  
aumenta...

...essendo  
migliorate  
le ragioni  
di scambio...

La graduale riduzione dell'avanzo corrente giapponese, che aveva contraddistinto il periodo 1987-90, ha segnato lo scorso anno una brusca inversione di tendenza. L'eccedenza commerciale ha registrato un nuovo record, superando i \$ 100 miliardi, e i saldi creditori bilaterali nei confronti dei paesi CEE e del Sud-Est asiatico sono aumentati di circa \$ 9 miliardi ciascuno. L'aumento del disavanzo dei trasferimenti – in parte verso gli Stati Uniti per spese collegate alla guerra del Golfo – ha compensato solo parzialmente e temporaneamente la crescita dell'eccedenza. Nel primo trimestre del 1992, l'avanzo di parte corrente si aggirava intorno a un importo annuo di quasi \$ 115 miliardi, pari a circa il 3% del PNL.

L'ampliamento dell'eccedenza commerciale rispecchia due fattori. In primo luogo, le ragioni di scambio sono migliorate dell'8<sup>1/2</sup>%, in quanto gli esportatori nipponici hanno lasciato aumentare i prezzi in dollari in concomitanza dell'apprezzamento dello yen, anziché stabilizzarli come avevano fatto in precedenti occasioni. Per contro, i prezzi in dollari delle importazioni sono rimasti pressoché invariati, principalmente a causa della flessione, nel 1991, dei prezzi del petrolio e delle materie prime, che rappresentano circa un terzo delle importazioni giapponesi. In secondo luogo, nel 1991 le cifre sulle importazioni nella bilancia dei pagamenti valutaria comprendevano un calo stimato di \$ 15 miliardi nelle importazioni di oro, dovuto in gran parte a un forte decremento degli investimenti in oro dei residenti giapponesi. In base alle statistiche doganali, che computano l'oro soltanto quando è effettivamente trasportato, le importazioni non petrolifere sono cresciute in termini reali del 4%, ad un ritmo leggermente più rapido delle esportazioni, lasciando per lo più invariata la bilancia commerciale espressa a prezzi costanti.

Giappone: bilancia delle partite correnti						
Voci	1987	1988	1989	1990	1991	
					anno	quarto trimestre <sup>1</sup>
	in miliardi di dollari USA					
Saldo delle partite correnti	87,0	79,6	57,2	35,8	72,9	91,4 <sup>2</sup>
bilancia commerciale	96,4	95,0	76,9	63,5	103,0	118,8 <sup>2</sup>
redditi netti di capitale	16,7	21,0	23,4	23,2	26,7	21,8
altri servizi	-22,4	-32,3	-38,9	-45,4	-44,3	-45,5
trasferimenti	- 3,7	- 4,1	- 4,2	- 5,5	-12,5	- 3,7 <sup>2</sup>
Per memoria:						
importazioni petrolifere	27,4	25,8	29,8	41,3	37,8	40,0
bilancia commerciale non petrolifera <sup>3</sup>	63,0	49,0	44,8	46,4	45,9	53,6
	variazioni percentuali					
volumi esportati	0,3	5,1	3,8	5,5	3,0	2,3 <sup>4</sup>
volumi importati	9,3	16,7	7,8	5,8	3,0	1,8 <sup>4</sup>
ragioni di scambio	2,2	2,3	- 4,2	- 6,1	8,5	19,1 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> In ragione annua. <sup>2</sup> Dato destagionalizzato. <sup>3</sup> A valori unitari dell'interscambio costanti in base 1985. <sup>4</sup> Variazione sul quarto trimestre 1990.

<sup>1</sup> In ragione annua. <sup>2</sup> Dato destagionalizzato. <sup>3</sup> A valori unitari dell'interscambio costanti in base 1985. <sup>4</sup> Variazione sul quarto trimestre 1990.

In seguito al rallentamento nella crescita del reddito reale e della spesa in conto capitale, le importazioni di prodotti altamente elastici rispetto al reddito (beni di lusso e automobili), nonché di macchinari ed attrezzature, sono fortemente decelerate. Ciò ha colpito specialmente le esportazioni CEE verso il Giappone, che sono calate di quasi il 10%. Il fatto che il volume delle importazioni sia cresciuto quasi esattamente in linea con l'espansione della domanda interna per il secondo anno consecutivo – dopo essersi ampliato a un ritmo quasi doppio nel periodo 1986–89 – fa ritenere che gli effetti del precedente apprezzamento dello yen si siano esauriti.

... e calata  
la crescita reale  
delle importazioni

Il rallentamento dell'espansione nella maggior parte dei paesi industriali e l'incremento della produzione delle affiliate giapponesi all'estero hanno ridotto la crescita delle esportazioni. Per contro, le esportazioni verso il Sud-Est asiatico hanno continuato ad espandersi fortemente sulla scia del *boom* degli investimenti nella regione: i paesi di quest'area assorbono attualmente quasi un terzo delle esportazioni giapponesi, e hanno sostituito gli Stati Uniti quale principale mercato di sbocco per il Giappone.

L'indebolimento della domanda interna ha altresì inciso sulla bilancia dei servizi giapponese. La spesa per turismo all'estero dei residenti nipponici, depressa dalla crisi del Golfo nel primo semestre del 1991, non si è ripresa molto nel secondo: per l'insieme dell'anno essa è diminuita del 4%, dopo essere aumentata ad un ritmo annuo medio di quasi il 40% fra il 1985 e il 1990. Congiuntamente ad un incremento di \$ 3½ miliardi nel reddito netto da investimenti, dovuto alle crescenti attività nette sull'estero del Giappone, il rallentamento nelle importazioni di servizi ha ridotto il disavanzo complessivo delle partite invisibili (esclusi i trasferimenti), che era andato sensibilmente ampliandosi per svariati anni.

### *Europa occidentale*

La riunificazione tedesca ha avuto un ruolo di primo piano negli andamenti di parte corrente in Europa lo scorso anno. Essa ha fortemente stimolato la domanda interna nella Germania unificata: data una situazione di pressoché totale utilizzo della capacità produttiva nella parte occidentale del paese e di non competitività delle imprese in quella orientale, questa domanda supplementare poteva essere soddisfatta soltanto da un forte incremento delle importazioni e da una diversione dei prodotti tedeschi dai mercati d'esportazione. Le accresciute importazioni tedesche hanno consentito ad altri paesi europei di compensare in parte il sensibile rallentamento nella crescita della propria domanda interna. Tuttavia, col trascorrere dell'anno la domanda interna tedesca è rallentata, conducendo a un calo molto pronunciato nella crescita delle importazioni.

Il *boom* connesso  
all'unificazione ...

Per la prima volta dal 1981, lo scorso anno la bilancia corrente della Germania ha segnato un disavanzo, in gran parte a causa dell'improvvisa contrazione dell'eccedenza commerciale (tabella a fronte). Questa inversione è ascrivibile per circa la metà a una netta riduzione del tradizionale avanzo con altri paesi comunitari. Un secondo importante fattore è costituito dall'incremento di \$ 14 miliardi nei trasferimenti, imputabile ai contributi versati per le spese della guerra del Golfo, ai versamenti all'ex Unione Sovietica per i ritiri di truppe e a un aumento delle erogazioni al bilancio comunitario.

... all'origine  
del disavanzo  
in Germania



Germania: bilancia delle partite correnti						
Voci	1987	1988	1989	1990	1991	
					anno	quarto trimestre
	in miliardi di dollari USA					
Saldo delle partite correnti	46,2	50,7	57,5	46,5	-19,7	-15,6 <sup>2</sup>
bilancia commerciale	68,6	78,2	76,2	69,9	21,3	34,0 <sup>2</sup>
redditi netti di capitale	4,0	5,2	11,8	17,3	17,8	16,6
altri servizi	- 6,6	- 9,9	- 7,3	-12,2	-15,8	-22,2
trasferimenti	-19,8	-22,8	-23,2	-28,5	-43,0	-44,0 <sup>2</sup>
Per memoria:						
importazioni petrolifere	16,9	14,7	16,1	22,1	22,1	23,5
bilancia commerciale non petrolifera <sup>3</sup>	55,2	58,2	60,7	36,5	4,6	11,2
	variazioni percentuali					
volumi esportati	2,9	6,7	8,2	1,4	1,4	3,4 <sup>4</sup>
volumi importati	5,4	6,4	7,3	11,5	13,4	4,6 <sup>4</sup>
ragioni di scambio	3,5	- 0,1	- 2,7	1,5	- 2,2	1,0 <sup>4</sup>

Nota: ad eccezione delle voci in corsivo (che si riferiscono alla sola Germania occidentale), i dati comprendono dal luglio 1990 le transazioni con l'estero dell'ex RDT.

<sup>1</sup> In ragione annua.   <sup>2</sup> Dato destagionalizzato.   <sup>3</sup> A valori unitari dell'interscambio costanti in base 1980.   <sup>4</sup> Variazione sul quarto trimestre 1990.

Indicazioni  
di un'inversione  
di tendenza

La riduzione di \$ 49 miliardi segnata lo scorso anno dall'avanzo commerciale tedesco è dovuta quasi interamente agli effetti di domanda dell'unificazione, giacché il tasso di cambio effettivo reale del marco è rimasto pressoché invariato (grafico a pagina 79). Tuttavia, dopo che le pressioni della domanda hanno raggiunto l'apice nel primo semestre 1991, il deterioramento del saldo commerciale si è arrestato, ed è iniziato un movimento di segno opposto. Nei dodici mesi terminati alla fine del secondo trimestre 1991, un fattore determinante è stato l'incremento reale del 40% nelle importazioni di automobili e di altri beni di consumo, la domanda dei quali era stata a lungo repressa in Germania orientale. Tuttavia, a mano a mano che le famiglie hanno incontrato limiti di credito nel corso dell'anno, questo *boom* è andato esaurendosi e le importazioni si sono indebolite.

Analogamente, il ristagno delle esportazioni fino a metà anno ha rispecchiato la diversione della produzione tedesca verso un mercato interno in piena espansione. Il forte calo delle esportazioni della Germania orientale verso gli ex *partners* del Comecon con il venir meno degli accordi commerciali a fine 1990, nonché la cessazione dei sussidi alle esportazioni, hanno parimenti depresso queste ultime. Tuttavia il notevole raffreddamento della domanda interna verso la metà dell'anno sembra aver spinto le imprese tedesche a ricercare sbocchi esteri alla loro produzione.

L'inversione di segno nel saldo di parte corrente tedesco ha arrestato l'accumulo netto di attività estere del paese. In seguito all'ampliamento del differenziale d'interesse in favore delle attività della Germania nel 1991, i redditi netti da investimento dall'estero sono risultati pressoché stazionari per il complesso dell'anno ma sono andati progressivamente riducendosi. Poiché anche il saldo per

altri servizi si è deteriorato, principalmente a seguito dell'aumento della spesa per turismo all'estero, l'eccedenza precedentemente registrata dai servizi è praticamente venuta meno.

Le posizioni correnti della maggior parte degli altri paesi europei hanno segnato nel 1991 un netto miglioramento, in quanto il loro disavanzo complessivo si è contratto di circa \$ 30 miliardi. Questa variazione è in gran parte attribuibile al *Regno Unito*: la protratta recessione ha abbassato il volume delle importazioni e ridotto il disavanzo corrente britannico a meno dell'1% del PNL. Il rallentamento economico è altresì all'origine di una netta decelerazione nella domanda di importazioni degli altri paesi europei. La crescita reale delle importazioni è stata di circa il 2% nel 1991, contro una media del 7½% nei quattro anni precedenti. La recessione ha ridotto le importazioni in *Finlandia* (del 17%), *Svezia* (del 7%) e *Svizzera* (di poco più dell'1%). Soltanto in *Spagna* la crescita delle importazioni è rimasta prossima ai livelli segnati nel 1990, nonostante un indebolimento della domanda interna.

Data l'importanza del commercio intraeuropeo, il rallentamento della domanda di importazioni ha depresso le esportazioni della maggior parte dei paesi europei. Inoltre, vi sono indicazioni che i mutamenti nella competitività internazionale cominciano a influenzare le strutture delle esportazioni. La stabilità della maggior parte dei tassi di cambio nominali in Europa, dopo l'ultimo riallineamento generale delle parità in seno allo SME nel gennaio 1987, si è accompagnata a notevoli variazioni dei cambi reali. Poiché nell'arco complessivo di questo periodo i più bassi saggi d'inflazione sono stati tradizionalmente registrati dai paesi eccedentari, i tassi di cambio reali di questi ultimi hanno mostrato una tendenza a scendere rispetto ai paesi deficitari più inclini all'inflazione. Fra questi, Italia, Spagna, Svezia e Regno Unito hanno accusato una perdita considerevole in termini di competitività internazionale: tutti questi paesi, ad eccezione della Spagna (dove i costi della manodopera sono ancora bassi rispetto ai parametri internazionali), hanno visto diminuire lo scorso anno la loro quota sui mercati d'esportazione. La flessione accusata dall'industria manifatturiera in *Italia* è stata particolarmente sensibile, e spiega in gran parte il fatto che questo paese sia stato uno dei pochi in Europa a non registrare un miglioramento delle partite correnti: il disavanzo è salito infatti a quasi il 2% del PIL. Per contro, svariati anni di bassa inflazione hanno migliorato la competitività in *Francia*, che nel 1991 ha aumentato le proprie esportazioni di manufatti più di qualsiasi altro grande paese europeo.

Il crescente volume delle passività nette sull'estero, nonché variazioni nei differenziali d'interesse internazionali hanno accresciuto gli esborsi netti per investimenti di Italia e Spagna. Il disavanzo italiano in conto redditi di capitale ha raggiunto lo scorso anno \$ 17 miliardi, un importo doppio rispetto a quello di soli due anni prima.

### *Altri paesi industriali*

Lo scorso anno, la situazione economica di Australia, Canada, Nuova Zelanda e Sudafrica presentava talune analogie: in tutti questi paesi la domanda interna è stata assai debole e le ragioni di scambio si sono deteriorate. Tuttavia, solo il Canada ha accusato un ulteriore aggravamento del proprio disavanzo corrente,

Cala il deficit  
negli altri paesi  
europei

Recessione ...

... e competitività  
sono fattori  
determinanti



## Bilancia 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		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991	1989	1990	1991
	in miliardi di dollari USA								
Paesi industriali	- 78,6	- 100,0	- 15,4	- 39,5	- 43,8	0,9	- 7,9	- 10,4	- 16,6
Stati Uniti	- 106,3	- 92,1	- 8,6	- 115,9	- 108,1	- 73,6	2,7	11,9	9,4
Giappone	57,2	35,8	72,9	76,9	63,5	103,0	23,4	23,2	26,7
Comunità europea	6,6	- 7,9	- 53,8	0,8	- 4,7	- 35,7	- 1,6	- 7,6	- 15,3
Danimarca	- 0,9	1,5	2,2	2,4	4,6	4,9	- 4,4	- 5,6	- 5,3
Francia	- 4,7	- 9,7	- 6,1	- 10,7	- 13,7	- 10,2	- 0,3	- 3,2	- 4,8
Germania	57,5	46,5	- 19,7	76,2	69,9	21,3	11,8	17,3	17,8
Grecia	- 2,6	- 3,5	- 1,4	- 7,4	- 10,2	- 10,3	- 1,5	- 1,6	- 1,7
Irlanda	0,4	0,9	1,9	3,3	3,0	3,2	- 4,5	- 4,8	- 5,0
Italia	- 10,7	- 14,2	- 19,2	- 2,2	0,7	0,4	- 8,3	- 13,4	- 17,0
Paesi Bassi	8,1	10,5	9,3	8,2	10,4	11,9	1,3	1,1	1,0
Portogallo	0,2	- 0,2	- 0,8	- 4,9	- 6,8	- 7,8	- 0,7	- 0,2	0,0
Regno Unito	- 33,4	- 26,5	- 8,0	- 40,4	- 32,7	- 18,0	6,7	5,9	2,7
Spagna	- 10,9	- 16,8	- 16,0	- 24,5	- 29,6	- 31,7	- 3,0	- 3,8	- 4,5
UEBL <sup>1</sup>	3,6	3,6	4,0	0,8	- 0,3	0,6	1,3	0,7	1,5
Altri paesi europei	- 1,0	- 2,5	5,7	- 9,9	- 11,0	- 10,4	2,0	1,1	- 0,2
Austria	0,1	1,0	- 0,3	- 6,6	- 8,0	- 12,0	- 1,1	- 1,1	- 1,8
Finlandia	- 5,8	- 6,7	- 5,9	- 0,2	0,8	- 2,0	- 2,9	- 3,7	- 4,0
Islanda	- 0,1	- 0,2	- 0,3	0,1	0,1	0,0	- 0,2	- 0,3	- 0,3
Norvegia	0,2	3,9	5,0	3,8	7,8	9,0	- 2,6	- 2,7	- 2,8
Svezia	- 3,4	- 6,5	- 2,0	3,7	4,0	6,8	- 2,2	- 4,1	- 4,0
Svizzera	7,0	8,6	8,9	- 6,5	- 6,1	- 4,9	12,7	14,9	14,8
Turchia	1,0	- 2,6	0,3	- 4,2	- 9,6	- 7,3	- 1,7	- 1,9	- 2,1
Altri paesi industriali	- 35,1	- 33,3	- 31,6	8,6	16,5	17,6	- 34,4	- 39,0	- 37,2
Australia	- 17,9	- 15,2	- 10,3	- 4,0	0,0	3,4	- 12,2	- 13,9	- 13,4
Canada	- 17,5	- 18,8	- 23,4	6,0	9,4	6,4	- 17,9	- 20,5	- 20,1
Nuova Zelanda	- 1,3	- 1,6	- 0,6	1,0	0,8	1,5	- 1,7	- 1,9	- 1,7
Sudafrica	1,6	2,3	2,7	5,6	6,3	6,3	- 2,6	- 2,7	- 2,0
NIEs dell'Asia	24,1	14,5	9,9	19,3	7,5	2,8	2,7	4,7	6,2
Corea del Sud	5,1	- 2,2	- 8,8	4,6	- 2,0	- 7,1	- 1,3	- 1,0	- 0,6
Hong Kong	5,1 <sup>2</sup>	3,5 <sup>2</sup>	2,5 <sup>2</sup>	1,0	- 0,3	- 1,7	n.d.	n.d.	n.d.
Singapore	2,5	2,4	4,2	- 2,5	- 5,1	- 4,1	0,2	1,3	1,8
Taiwan	11,4	10,8	12,0	16,2	14,9	15,7	3,8	4,4	5,0

<sup>1</sup> Unione Economica del Belgio-Lussemburgo. - <sup>2</sup> Saldo dei beni e servizi non dei fattori.

Fonti: FMI; OCSE; statistiche nazionali; stime BRI.

che è ora il più ampio fra i paesi industriali. L'eccedenza del Sudafrica è aumentata al 2½% del PIL, mentre i disavanzi di Australia e Nuova Zelanda si sono contratti.

Il Sudafrica  
registra  
un'eccedenza...

Per il secondo anno consecutivo, l'andamento sostenuto delle esportazioni del Sudafrica ha rispecchiato un cospicuo aumento nelle esportazioni di manufatti, che rappresentano ormai quasi il 20% delle esportazioni non auree, con un incremento di circa 5 punti percentuali rispetto al 1987. Nel contempo,

i vincoli finanziari hanno continuato ad obbligare le autorità a comprimere la crescita della domanda per contenere le importazioni. Questa politica ha contribuito a migliorare la posizione corrente e a ridurre il debito estero, che attualmente ammonta a meno del 20% del PIL, contro il 43% nel 1985.

Il forte calo della spesa interna ha compresso la domanda di importazioni sia in *Australia* che in *Nuova Zelanda*. Per contro, la crescita delle esportazioni reali in entrambi i paesi è fortemente aumentata grazie ai recenti miglioramenti di competitività in termini di costi, nonché all'accresciuta domanda di importazioni in Asia. L'*Australia* ha avuto il suo primo apprezzabile avanzo commerciale da un decennio.

... mentre  
diminuiscono  
i disavanzi  
di Australia  
e Nuova Zelanda

La competitività internazionale del *Canada* ha segnato un forte deterioramento: nel quinquennio terminante a fine 1991 il tasso di cambio effettivo reale (basato sui costi unitari del lavoro) è aumentato di circa un terzo. Ciò ha inevitabilmente influenzato l'andamento dell'interscambio del paese: nel periodo 1987-91 il volume delle esportazioni di manufatti è cresciuto in media di poco più del 3% all'anno, ossia 11/2 punti percentuali meno della crescita delle importazioni nei mercati dei suoi *partners* commerciali. Lo scorso anno, la recessione USA e l'andamento sotto tono dei mercati delle materie prime hanno altresì notevolmente contribuito alla riduzione dell'eccedenza commerciale. A fine 1991, le passività esterne nette si situavano a circa il 40% del PNL; lo scorso anno, gli esborsi netti all'estero per redditi di capitale sono ammontati a \$ 20 miliardi.

Posizione  
competitiva  
del Canada

### Le NIEs dell'Asia

Lo scorso anno l'eccedenza aggregata di parte corrente delle NIEs dell'Asia si è ulteriormente ridotta. Con un importo di quasi \$ 10 miliardi, quest'eccedenza è ammontata nel 1991 a meno del 2% del PIL, rispetto al massimo di \$ 31 miliardi (oltre il 10% del PIL) toccato nel 1987. Questa variazione è per lo più ascrivibile all'ampliamento del disavanzo sudcoreano, salito a oltre il 3% del PIL, mentre ancora nel 1988 il paese registrava un avanzo pari all'8% del PIL.

Ampliamento  
del disavanzo  
sudcoreano ...

La crescita dei volumi esportati si è fortemente intensificata sia a Taiwan che a Hong Kong; poiché anche gli investimenti fissi si sono accelerati, vi è stato un cospicuo incremento delle importazioni. A *Taiwan*, sia esportazioni che importazioni sono aumentate di circa il 15%, ampliando l'eccedenza commerciale e di parte corrente. Le vendite all'estero di Taiwan hanno ricevuto un forte impulso dall'incremento del 45% nelle esportazioni indirette verso la Cina, convogliate tramite Hong Kong. Il vigore dell'interscambio con la Cina è stato ancor più determinante per *Hong Kong*, in quanto le riesportazioni originate dalle sue attività manifatturiere oltre confine sono fortemente aumentate, mentre le esportazioni puramente nazionali hanno stagnato (tabella a pagina 98).

... al quale fa  
riscontro l'ecce-  
denza delle altre  
NIEs

L'eredità del periodo 1987-90, durante il quale gli aumenti salariali, i conflitti di lavoro e l'apprezzamento del cambio avevano gravemente eroso la competitività dell'economia, ha continuato a pregiudicare l'andamento esterno della *Corea del Sud*. Lo scorso anno, le importazioni reali sono aumentate di circa il 17%, ossia a un ritmo quasi doppio rispetto alle esportazioni, e il disavanzo commerciale si è ampliato di circa \$ 5 miliardi. La debolezza congiunturale nei paesi industriali ha depresso la domanda di prodotti elettronici di *Singapore*; nondimeno, il vigore dell'attività nei paesi vicini (in particolare la *Malaysia*) ha



alimentato la crescita complessiva delle esportazioni sin verso la fine del 1991. Il disavanzo commerciale si è ridotto, mentre è aumentata l'eccedenza delle partite correnti.

## Europa orientale: commercio estero, convertibilità e tassi di cambio

### *Riorientamento dell'interscambio con l'Occidente*

Perdita delle importazioni di petrolio a buon mercato...

Già alla soglia del collasso nel 1990, il sistema di commercio in compensazione del Comecon ha effettivamente cessato di esistere nel corso del 1991, comportando per tutti i paesi dell'Europa orientale ingenti rialzi nei prezzi delle forniture di petrolio e gas da parte dell'ex Unione Sovietica. L'aumento dei prezzi, nonché la necessità di regolare i pagamenti in valuta forte hanno costretto la maggior parte dei paesi dell'Europa orientale a ridurre drasticamente i consumi energetici, e questa tendenza è stata accentuata dalla forte contrazione registrata in quasi tutta l'area dalla domanda interna e dalla produzione industriale. Per l'insieme dell'area (esclusa la Germania orientale), le importazioni petrolifere in termini reali provenienti dall'Unione Sovietica si sono contratte di quasi la metà (tabella a pagina 93).

... crollo delle esportazioni tradizionali...

La seconda conseguenza della scomparsa del Comecon è stato il collasso della domanda sovietica di prodotti dell'Europa orientale. Le autorità centrali sovietiche hanno dovuto affrontare una grave crisi valutaria, e i tentativi di concludere speciali accordi bilaterali per mantenere parte dell'interscambio con l'Unione Sovietica hanno dato ben scarsi frutti.

... e riorientamento delle esportazioni...

Questa evoluzione ha reso ancora più urgente per i paesi dell'Europa orientale l'avvio di un riorientamento delle proprie economie dopo anni di quasi totale isolamento dai mercati internazionali. Con l'eccezione della Jugoslavia (che aveva ridiretto il proprio commercio verso l'Occidente molto prima), la loro quota sui mercati OCSE era andata costantemente riducendosi da molti anni (grafico a pagina 97). Inoltre, la struttura delle esportazioni di questi paesi era fortemente squilibrata a favore di prodotti con una bassa elasticità della domanda rispetto al reddito: esse erano costituite per oltre due terzi da derrate agricole, materie prime o manufatti semilavorati, ossia le categorie di prodotti spesso più protette dai paesi OCSE.

... verso l'Occidente

Questi svantaggi non hanno tuttavia impedito un forte incremento delle esportazioni verso i paesi industriali. Nel 1991, il valore in dollari delle esportazioni dell'Europa orientale (esclusa l'ex Jugoslavia) verso i paesi OCSE è aumentato di circa il 10%, dopo un incremento del 18% nel 1990. Rapportato alla crescita delle importazioni dei paesi industriali (tabella seguente), questo andamento indica che lo scorso anno la quota di mercato dell'Europa orientale si è ulteriormente ampliata.

Intervento di alcuni fattori speciali...

Tuttavia, le esportazioni potrebbero in qualche misura essere state "sovra-stimolate" da una concomitanza di fattori che potrebbero non ripetersi. Poiché nelle economie di comando le imprese detengono tipicamente scorte in eccedenza, è verosimile che lo smobilizzo di queste ultime a seguito della liberalizzazione dei prezzi abbia gonfiato le esportazioni. In secondo luogo, l'assenza di vincoli di bilancio stringenti potrebbe aver consentito l'esportazione di prodotti

Interscambio dei paesi dell'Europa orientale con i paesi industriali								
	1988	1989	1990	1991				
				anno <sup>1</sup>	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim. <sup>1</sup>
				in miliardi di dollari USA, in ragione annua				
Esportazioni								
ex Unione Sovietica	20,2	22,3	27,2	26,5	29,6	26,9	24,3	25,3
ex Iugoslavia	8,8	9,7	11,7	10,8	12,0	11,0	10,5	9,6
altri paesi	17,7	18,9	22,4	24,7	24,2	23,0	25,6	26,3
Bulgaria	0,7	0,8	1,0	1,2	1,2	1,2	1,3	1,1
Cecoslovacchia	3,7	4,0	4,7	5,9	5,1	5,3	6,4	6,9
Polonia	5,5	5,9	8,6	9,0	9,4	8,2	9,4	9,2
Romania	3,9	3,8	2,6	2,3	2,2	2,1	2,2	2,6
Ungheria	3,9	4,4	5,5	6,3	6,3	6,2	6,3	6,5
Importazioni								
ex Unione Sovietica	21,7	25,6	23,8	22,0	20,5	19,4	23,7	25,1
ex Iugoslavia	8,9	10,1	13,9	10,5	14,1	11,1	9,2	7,9
altri paesi	16,3	18,2	22,0	28,4	28,9	27,3	28,7	28,2
Bulgaria	2,4	2,4	1,6	1,7	1,6	1,5	1,7	1,8
Cecoslovacchia	3,6	3,7	4,9	5,9	6,9	5,5	5,7	5,7
Polonia	5,0	6,2	7,7	12,1	12,5	11,6	12,4	12,0
Romania	1,3	1,2	2,4	2,3	2,3	1,9	2,6	2,5
Ungheria	4,0	4,7	5,4	6,4	6,5	6,8	6,3	6,2
Saldo								
ex Unione Sovietica	-1,5	-3,3	3,4	4,5	9,1	7,5	0,6	0,2
ex Iugoslavia	-0,1	-0,4	-2,2	0,3	-2,1	-0,1	1,3	1,7
altri paesi	1,4	0,7	0,4	-3,7	-4,7	-4,3	-3,1	-1,9
Bulgaria	-1,7	-1,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7
Cecoslovacchia	0,1	0,3	-0,2	0,0	-1,8	-0,2	0,7	1,2
Polonia	0,5	-0,3	0,9	-3,1	-3,1	-3,4	-3,1	-2,8
Romania	2,6	2,6	0,2	0,0	-0,1	0,2	-0,4	0,1
Ungheria	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	0,3
Per memoria:	1990 = 100							
importazioni dei paesi industriali <sup>2</sup>	76,9	83,6	100,0	101,2	104,6	98,8	101,4	99,2
Note: (a) cifre basate sui dati OCSE relativi alle importazioni c.i.f. convertiti in dati f.o.b. moltiplicandoli per 0,96; (b) escluso l'interscambio della Germania orientale; (c) escluso il commercio bilaterale fra ex Unione Sovietica e Finlandia; (d) i dati trimestrali sono in ragione annua e destagionalizzati (ad eccezione delle esportazioni rumene). Il totale può non coincidere con la somma delle singole voci a causa degli arrotondamenti.								
<sup>1</sup> In parte stime. <sup>2</sup> Importazioni dei paesi industriali ponderate in base all'importanza di questi paesi quali mercati d'assorbimento delle esportazioni dall'Europa orientale.								
Fonti: OCSE; Ufficio statistico federale tedesco; stime BRI.								

sottocosto. In terzo luogo, la gravità della recessione nell'intera area non ha lasciato molte alternative se non quella di esportare verso l'Occidente.

I paesi che hanno preservato la competitività internazionale nel corso del 1991 hanno avuto risultati assai migliori. La bassa inflazione ha consentito alla Cecoslovacchia di mantenere gran parte della competitività guadagnata con la

... determinante però la competitività in termini di prezzo



svalutazione del 1990, mentre ciò non è avvenuto in *Polonia*. Gli esportatori cecoslovacchi sono quelli che hanno avuto maggiore successo nel 1991: le loro esportazioni verso i paesi industriali sono aumentate di circa un quarto, con un palese rafforzamento nel secondo semestre dell'anno. Per contro, le esportazioni polacche hanno registrato solo un modesto incremento. L'*Ungheria*, che ha subito una perdita di competitività internazionale molto minore della Polonia, ha visto crescere la sue esportazioni del 15%.

La posizione competitiva sembra anche aver influenzato la composizione relativa delle importazioni dai paesi industriali. Le importazioni polacche sono aumentate di circa la metà, con una domanda di beni di consumo particolarmente vigorosa, che si è concentrata nel primo semestre dell'anno. Ciò ha praticamente annullato l'apprezzabile eccedenza commerciale polacca in valuta convertibile.

La bilancia commerciale della *Iugoslavia*, che nel 1990 si era decisamente deteriorata sulla scia di un ingente apprezzamento reale del dinaro, potrebbe essere migliorata nel corso del 1991, poiché la guerra civile e le misure internazionali di embargo hanno sconvolto l'interscambio. I massicci deflussi di capitali a breve e il servizio del debito estero hanno provocato una perdita di riserve per circa \$ 3 miliardi.

### *Convertibilità e politica del cambio*

Nel precedente sistema ad economia pianificata, i tassi di cambio ufficiali erano grossolanamente sopravvalutati e le transazioni commerciali con l'estero rigidamente controllate. La liberalizzazione dell'interscambio e i risoluti passi compiuti verso la convertibilità delle partite correnti hanno quindi costituito elementi determinanti nel processo di riforma che ha interessato praticamente tutti i paesi dell'ex Comecon.

Smantellamento  
delle restrizioni  
al commercio ...

Le restrizioni quantitative all'importazione sono state allentate ovunque; ciò nondimeno, l'industria interna continua ad essere protetta da dazi che variano considerevolmente da paese a paese. La maggior parte dei sussidi diretti all'esportazione è stata abolita. Laddove i prezzi delle derrate alimentari e delle materie prime interne restano regolamentati, continuano ad esservi restrizioni all'esportazione. Il passaggio ad accordi commerciali liberali è stato rapido e radicale: i regimi commerciali attualmente vigenti in Cecoslovacchia, Ungheria e Polonia reggono bene il confronto con quelli di vari paesi industriali.

... e decisi  
progressi verso  
la convertibilità...

I rapidi progressi verso la convertibilità delle transazioni commerciali hanno trasformato lo scenario economico internazionale in Europa orientale. Agli inizi del 1991 la Cecoslovacchia, l'Ungheria, la Polonia e la Iugoslavia avevano tutte valute quasi interamente convertibili per gli acquisti di prodotti esteri da parte delle imprese nazionali. Al fine di incoraggiare gli investimenti esteri diretti, la maggior parte di questi paesi ha altresì adottato una normativa alquanto liberale per il rimpatrio di utili e dividendi. Le limitazioni rimaste in vigore riguardano tipicamente i servizi (ad esempio, le assegnazioni di valuta per viaggi all'estero) e i flussi di capitale. In generale, le imprese nazionali sono tenute a cedere gli introiti in valuta estera, e l'utilizzo da parte di non residenti di conti bancari in moneta nazionale rimane soggetto a restrizioni. Inoltre lo scarto fra tasso di cambio ufficiale e tasso parallelo resta in genere contenuto.

Quanto agli altri paesi in transizione verso l'economia di mercato, la *Bulgaria*

ha abolito i tassi di cambio multipli nel febbraio 1991. La *Romania* ha mantenuto in un primo tempo un doppio mercato dei cambi, limitando l'applicazione del tasso ufficiale agli *inputs* industriali "essenziali". Benché nel novembre 1991 i tassi di cambio siano stati in linea di principio unificati sulla base del tasso del mercato interbancario determinato in sede d'asta (pari a un terzo del tasso ufficiale), perdura un razionamento di fatto della valuta estera.

... anche nei paesi  
in fase iniziale  
di transizione

Nondimeno, il ritmo e la portata del passaggio alla convertibilità in Europa orientale sono stati tanto più notevoli alla luce della grande diversità delle condizioni economiche interne con cui sono confrontate le autorità. Sia la Polonia che la Jugoslavia hanno introdotto la convertibilità dei saldi commerciali ad un tasso di cambio nominale fisso pur in presenza di saggi d'inflazione interna estremamente elevati. In entrambi i paesi, il settore delle famiglie deteneva inizialmente gran parte dei propri risparmi in depositi bancari in valute estere; inoltre, queste ultime venivano utilizzate anche per numerose transazioni interne.

Tassi di cambio  
nominali fissi...

Di fronte a un'accelerazione dell'inflazione (con incrementi dei prezzi di oltre il 40% al mese), all'inizio del 1990 le autorità iugoslave avevano deciso di rendere convertibile il dinaro a un tasso di cambio di din. 7 per marco. Un consistente avanzo corrente contribuiva a sostenere questo impegno di cambio. Tuttavia, la perdurante rapida inflazione interna aveva causato il raddoppio del tasso di cambio effettivo reale a fine 1990 (grafico alla pagina di fronte). Allorché il saldo delle partite correnti è passato in disavanzo, i controlli valutari sono stati inaspriti. Le due forti svalutazioni del primo semestre 1991 non sono riuscite ad annullare in modo duraturo questo apprezzamento reale. Dopo di che, l'inasprirsi della guerra civile – con le connesse penurie ed inflazione galoppante – nonché l'adozione da parte di Slovenia e Croazia di proprie monete nazionali, ha reso ancor più fittizio il tasso di cambio ufficiale. Nel 1992, dopo una serie di svalutazioni, quest'ultimo era salito da din. 13 a din. 200 per marco ad aprile; data l'inflazione incontrollata, il dinaro valeva molto meno sui mercati paralleli.

... in Jugoslavia...

La politica seguita in Polonia ha differito da quella iugoslava in quanto il passaggio alla convertibilità è stato accompagnato da una svalutazione massiccia dello zloty: il nuovo tasso di cambio ufficiale è stato fissato al disotto persino di quello prevalente sul mercato parallelo. Benché questa tattica abbia facilitato la difesa del tasso di cambio nei mesi immediatamente successivi all'introduzione della convertibilità – il fondo internazionale di stabilizzazione per \$ 1 miliardo messo a disposizione per sostenerlo non è stato utilizzato – il miglioramento di competitività che ne è conseguito è stato rapidamente annullato dal persistere di elevati livelli di inflazione. Di fatto, la scelta di un tasso di cambio così basso ha aggravato l'inflazione. Il risultato netto è stato che verso la fine del 1990 il tasso di cambio effettivo reale era più elevato che non prima della svalutazione. Ciò nonostante, le autorità hanno resistito alle pressioni per una svalutazione fino al maggio 1991, e si sono attenute al principio di un tasso di cambio nominale fisso sino ad ottobre, allorché è stato adottato un regime di parità mobili, che consente un deprezzamento mensile massimo dell'1,8%. Questo cambiamento di politica non ha tuttavia annullato l'enorme apprezzamento reale degli ultimi due anni. Agli inizi del 1992, il tasso di cambio effettivo reale, salito di circa il 40% rispetto al 1989, continuava ad aumentare a causa della rapida inflazione interna; un'ulteriore svalutazione è seguita in febbraio.

... e in Polonia...

... associati  
a un enorme  
apprezzamento  
reale



Cecoslovacchia

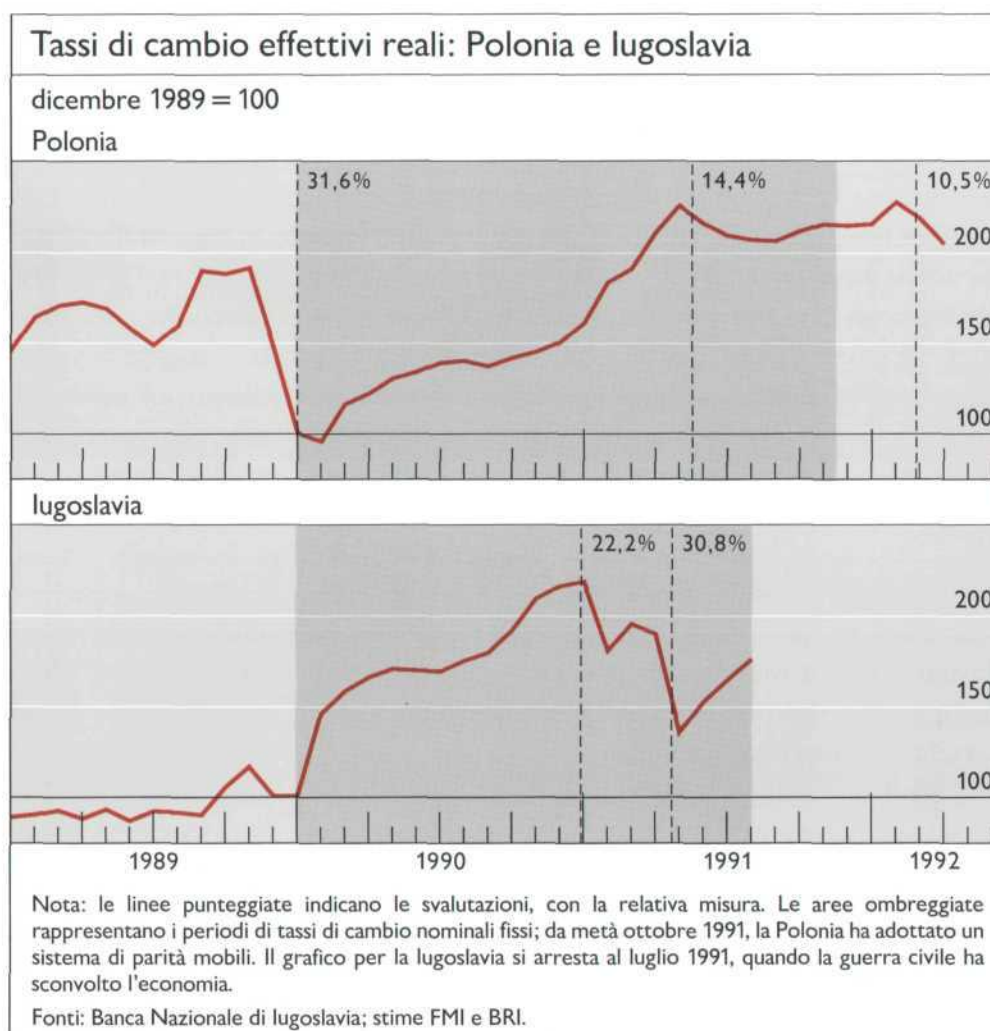
Il passaggio della Cecoslovacchia alla convertibilità, all'inizio del 1991, è stato preceduto da tre cospicue svalutazioni nel corso del 1990. Le autorità hanno altresì scelto un tasso nominale fisso, definito in base a un paniere di valute, e questo impegno è stato rispettato. Ben diversamente da quanto accaduto in Polonia, il deprezzamento reale della moneta nel 1990 è stato solo in parte annullato lo scorso anno, in quanto l'inflazione interna – dopo l'aggiustamento *una tantum* agli inizi dell'anno – è rimasta molto più contenuta, grazie al mantenimento di politiche fiscali, monetarie e salariali restrittive.

Ungheria

Anche l'Ungheria, che già da molti anni progrediva verso la convertibilità, ha mantenuto un tasso di cambio nominale fisso, con periodici aggiustamenti. Tuttavia, le svalutazioni – del 15% nel gennaio 1991 e di un ulteriore 5,8% in novembre – sono state notevolmente inferiori al differenziale d'inflazione del paese nei confronti dei suoi *partners* commerciali: a fine 1991, il tasso di cambio effettivo reale aveva superato il livello medio del 1989 di quasi il 20%. Il deprezzamento dell'1% nel marzo 1992 rispecchia la nuova politica di aggiustamenti più contenuti e meno prevedibili.

Bulgaria

Per contro, la penuria cronica di riserve ha spinto la Bulgaria a lasciar fluttuare la propria moneta allorché ha abolito il vecchio sistema di cambi multipli. Il tasso di cambio liberalizzato è rapidamente salito ben al disopra del livello precedentemente praticato sul mercato parallelo.



Una significativa caratteristica comune degli andamenti in Europa orientale è che l'introduzione di un sostanziale grado di convertibilità e il contestuale mantenimento, perlomeno per qualche tempo, di un tasso di cambio nominale fisso si sono rivelati più agevoli di quanto allora si temesse, anche quando i paesi stavano avvicinandosi pericolosamente all'iperinflazione. Tuttavia, l'applicazione di un cambio nominale fisso non ha comportato l'auspicato controllo dell'inflazione laddove essa non era sostenuta da politiche fiscali restrittive o da rigorose politiche dei redditi. Sia in Polonia che in Jugoslavia, l'inflazione interna, benché in calo, è stata ancora abbastanza elevata da determinare un apprezzamento di oltre il 100% del cambio reale nei primi dodici mesi circa di cambi nominali fissi.

Instabilità  
del tasso  
di cambio reale

Una tale instabilità del rapporto di cambio *reale* ha inevitabilmente confuso i segnali di prezzo internazionali forniti agli operatori interni – sia consumatori che produttori – ed ha pregiudicato la capacità di risposta delle rispettive economie ai mercati internazionali. In particolare, una forte sopravvalutazione rende più lento e oneroso il processo di transizione all'economia di mercato.

## Unione Sovietica: disgregazione e andamento del commercio estero

### *Interscambio, fuga di capitali e rublo*

Una notevole incertezza circonda gli andamenti dello scorso anno nella bilancia commerciale dell'Unione Sovietica. Le statistiche dell'Agenzia Internazionale per l'Energia, sintetizzate nella tabella seguente, fanno ritenere che le esportazioni petrolifere verso i paesi OCSE siano diminuite in volume di circa un quarto, in quanto la produzione ha sofferto di gravi perturbazioni. Dato il netto calo segnato lo scorso anno sui mercati mondiali dai corsi petroliferi rispetto al 1990, il valore delle esportazioni sovietiche è diminuito. Tuttavia, le importazioni sono diminuite ancor più, cosicché sembra essersi accresciuta l'eccedenza dell'Unione Sovietica nei confronti dei paesi industriali. Gli introiti in valuta convertibile sono stati incrementati anche obbligando i paesi dell'ex Comecon a pagare in valuta forte l'energia prima esportata a prezzi decisamente sottovalutati. Gli sforzi per onorare le obbligazioni inerenti al servizio del debito hanno provocato una pronunciata compressione delle importazioni; quelle dai paesi dell'Europa orientale si sono nettamente contratte in quanto le autorità hanno cercato di trattene quasi tutta la valuta forte ricavata dalle esportazioni. Sono state altresì abolite le transazioni in compensazione materiale, al fine di mantenere disponibili i potenziali proventi delle esportazioni per il servizio del debito. A fine 1991, era divenuto chiaro che le autorità centrali non sarebbero state in grado di effettuare i rimborsi dovuti sul debito estero, ed è stata concordata una dilazione con i creditori esteri (Capitolo III).

Calo delle  
esportazioni  
petrolifere  
sovietiche ...

... e compressione  
delle  
importazioni

Dilazionato  
il servizio  
del debito

Inoltre, vi sono state iniziative, dapprima esitanti e poi radicali, per correggere la sopravvalutazione del rublo. Nel novembre 1990 è stato fissato un nuovo cambio commerciale di circa R. 1,7 per dollaro (ossia un terzo del tasso ufficiale di R. 0,55) per una gran parte, ma non la totalità, delle transazioni correnti; questo tasso è stato mantenuto per quasi tutto il 1991. Durante l'anno lo speciale cambio turistico, già introdotto nel novembre 1989 a un decimo della parità ufficiale, si è fortemente svalutato, scendendo a meno di R. 100 a fine 1991.

Svalutazione



Produzione e interscambio di petrolio <sup>1</sup> dell'ex Unione Sovietica					
	1988	1989	1990	1991	1992 1° trim. <sup>2</sup>
	in milioni di barili al giorno				
Produzione	12,6	12,3	11,5	10,4	9,6
Consumo implicito	8,9	8,8	8,4	8,3	8,2
Esportazioni	3,7	3,5	3,1	2,1	1,4
di cui verso:					
paesi OCSE <sup>3</sup>	2,24	2,02	1,98	1,50	0,90
paesi europei non OCSE <sup>4</sup>	1,25	1,20	0,90	0,50	0,40

<sup>1</sup> Escluse le riesportazioni di greggio di origine non sovietica. <sup>2</sup> Stime. <sup>3</sup> Compresa la Germania orientale. <sup>4</sup> Quasi interamente paesi dell'Europa orientale.  
Fonte: International Energy Agency.

Infine, il tasso di cambio emerso dall'esiguo mercato ad asta, anch'esso aperto nel novembre 1989, è sceso da R. 9 in occasione della prima seduta a circa R. 23 a fine 1990 e a quasi R. 170 a fine 1991.

Il differenziale fra il cambio commerciale e quelli praticati in altri mercati si è pertanto ampliato enormemente con il trascorrere dell'anno, rendendo gli esportatori riluttanti a cedere la valuta estera acquisita al tasso commerciale. Si sono quindi accresciuti gli incentivi a sottofattare le esportazioni, mantenendo la differenza presso conti bancari all'estero. Nel contempo, l'incertezza circa il futuro dell'Unione stessa si è fatta più acuta. Questi fattori hanno limitato l'offerta di valuta estera alle autorità centrali, e pare essersi prodotta una massiccia fuga di capitali all'estero.

All'inizio del 1992 vi è stata una radicale liberalizzazione del commercio che ha abolito le restrizioni all'importazione e limitato i contingenti per le esportazioni ai soli prodotti energetici. I provvedimenti di riforma comprendevano una svalutazione del cambio commerciale a R. 110. Tuttavia, le autorità hanno continuato a impiegare un sistema di cambi multipli (ad esempio, gli esportatori devono cedere due quinti degli introiti ad un tasso doppio di quello commerciale, ossia R. 55 per dollaro). Nei primi mesi del 1992, i tassi influenzati dal mercato erano estremamente instabili, mostrando forti scostamenti dai vari tassi ufficiali, e gli esportatori continuavano a eludere gli obblighi di cessione della valuta alle autorità. Nell'ultima parte di aprile, tuttavia, il governo russo ha annunciato l'intenzione di unificare i vari tassi di cambio entro metà anno. Esso ha altresì annunciato che intende successivamente stabilizzare il valore esterno del rublo, consentendo nel contempo un ampio margine di fluttuazione intorno a una data parità centrale o altro parametro-guida. Al fine di assecondare queste politiche, verso la fine di aprile il Gruppo dei Dieci ha annunciato la sua disponibilità a contribuire a un fondo di stabilizzazione del rublo per \$ 6 miliardi mediante l'attivazione degli Accordi generali di prestito.

### *Il nodo dei rapporti fra le repubbliche*

Ai problemi esterni si sono sommate le difficoltà specifiche derivanti dalla disgregazione dell'Unione Sovietica in quindici repubbliche. Il retaggio lasciato dalla pianificazione centralizzata è un'economia caratterizzata dall'estrema

specializzazione e da posizioni di monopolio: in numerosi casi soltanto una o due aziende, o addirittura stabilimenti, erano responsabili per la produzione di una specifica merce per l'intera Unione. Tale specializzazione a livello sovranazionale aveva dato luogo ad un commercio fra repubbliche eccezionalmente intenso, nel quale le esportazioni reciproche ammontavano spesso al 40–50% del PIL (tabella seguente). La specializzazione si applicava anche all'ubicazione delle infrastrutture di trasporto – in particolare porti e gasdotti – cosicché le repubbliche ove queste ultime erano situate potrebbero ora cercare di ricavarne elevatissimi diritti d'uso.

Nel contempo, la pianificazione non teneva sufficientemente conto delle esportazioni di manufatti al di fuori dell'Unione. Tradizionalmente, l'Unione Sovietica esportava quei prodotti la cui esportazione era quasi inevitabile data la dotazione di risorse naturali: petrolio, altre materie prime e prodotti semifiniti quali i metalli. Le repubbliche prive di tali risorse esportavano poco al di fuori dell'Unione. Il principale esportatore verso i mercati esteri era la Russia, con ingenti forniture di petrolio e gas naturale.

Poiché la Russia riforniva le altre repubbliche di fonti energetiche ad un prezzo molto inferiore alle quotazioni del mercato mondiale e costituiva un facile mercato di sbocco per la loro produzione di manufatti solitamente di mediocre qualità, le repubbliche erano state ulteriormente isolate dalla realtà dei mercati internazionali. Il porre l'interscambio fra repubbliche su basi commerciali normali – ossia a prezzi mondiali e con un'apertura alla concorrenza del resto del mondo – comporterebbe enormi guadagni in termini di ragioni di scambio per la Russia, e notevoli perdite per quasi tutte le altre repubbliche. I potenziali vantaggi a medio termine per la Russia di un passaggio ai prezzi mondiali sono ancora più notevoli: si potrebbe ridurre l'eccessivo consumo interno di energia, stimolare la produzione e incrementare le esportazioni. Le altre repubbliche avrebbero invece da perdere. La Bielorussia

... a prezzi  
distorti

Struttura dell'interscambio fra le ex repubbliche sovietiche <sup>1</sup>						
	Esportazioni			Saldo commerciale		
	fra le repubbliche	all'estero	totale	a prezzi interni	aggiustamento ai prezzi mondiali	a prezzi mondiali
	in percentuale del PIL					
Ex Unione Sovietica	21,1	5,4	26,5	– 5,8	6,0	0,2
Russia	13,0	6,2	19,2	– 6,2	12,0	5,8
Ucraina	28,2	4,8	33,0	– 2,1	0,1	– 2,0
Bielorussia e Moldavia	48,9	4,2	53,1	2,3	– 12,1	– 9,8
Paesi baltici <sup>2</sup>	45,5	4,4	49,9	– 10,7	– 12,1	– 22,8
Regione caucasica <sup>3</sup>	41,8	2,4	44,2	– 1,6	– 8,5	– 10,1
Asia <sup>4</sup>	28,1	3,4	31,5	– 13,5	0,6	– 12,9

<sup>1</sup> Nel 1988. Le stime presumono che il rapporto PIL/prodotto materiale netto (PMN) sia identico per tutte le repubbliche. Le medie per area sono ponderate in base al PMN del 1988. <sup>2</sup> Estonia, Lettonia e Lituania. <sup>3</sup> Armenia, Azerbaigian e Georgia. <sup>4</sup> Kazakhstan, Kirghizistan, Tadžikistan, Turkmenistan e Uzbekistan.  
Fonte: FMI et al., A Study of the Soviet Economy.



e i paesi baltici, fortemente dipendenti dalla Russia per l'approvvigionamento energetico, ne risentirebbero in modo particolarmente grave, e praticamente tutte le repubbliche dovrebbero affrontare ampi disavanzi commerciali, spesso superiori al 10% del PIL.

Necessità di  
assorbire le  
perdite in termini  
di ragioni di  
scambio...

Questa intricata situazione pone ardue sfide di politica economica. La necessità di un aggiustamento alle perdite nelle ragioni di scambio richiederà politiche macroeconomiche restrittive per ridurre l'assorbimento interno, più elevati prezzi dell'energia per incoraggiare il risparmio energetico e forse un deprezzamento del cambio reale per stimolare la domanda esterna. Gli squilibri iniziali sono di tale entità e l'isolamento dai mercati mondiali è durato così a lungo che i vantaggi del deprezzamento del cambio reale richiederanno più tempo per concretizzarsi che non nelle economie orientate al mercato. Ciò evidenzia la necessità di un finanziamento esterno transitorio per sostenere i disavanzi correnti mentre sono perseguite politiche di aggiustamento. Nell'aprile 1992 i governi dei principali paesi industriali hanno annunciato la loro intenzione di contribuire a uno schema di assistenza finanziaria esterna in favore della Russia per circa \$ 18 miliardi, e di considerare l'adozione di provvedimenti analoghi per le altre repubbliche.

...di riformare le  
politiche  
commerciali...

La seconda sfida consiste nella necessità di concordare regole per disciplinare l'interscambio fra le repubbliche nonché con il resto del mondo. L'adozione di prezzi mondiali è il presupposto essenziale per un commercio efficiente e non discriminatorio. L'auspicabilità in generale di un interscambio quanto più libero possibile è accresciuta non soltanto dalla forte interdipendenza reciproca delle repubbliche, ma anche dal predominio di monopoli interni in molti mercati. La forte contrazione del commercio fra le repubbliche, iniziata lo scorso anno, sembra essersi accelerata nei primi mesi del 1992; gran parte dell'interscambio consiste tuttora in transazioni concordate fra i governi, solitamente sulla base dei precedenti piani centralizzati, e non è ancora il frutto di un autentico commercio fra imprese. Inoltre, negli ultimi mesi vi sono state crescenti indicazioni dell'introduzione di barriere al commercio fra repubbliche.

...e di sviluppare  
meccanismi di  
pagamento

Infine, è necessario sviluppare mezzi di pagamento per l'interscambio che siano accettabili per tutte le parti. La stabilizzazione del valore del rublo e i progressi verso la sua convertibilità esterna potrebbero in linea di principio consentire a questa moneta di adempiere tale funzione. Tuttavia, diverse repubbliche hanno annunciato l'intenzione di introdurre una valuta propria, e ciò potrebbe in definitiva erodere l'area del rublo. Una soluzione consisterebbe nel fare in modo che le nuove valute diventino convertibili, almeno per gran parte delle transazioni commerciali internazionali. Qualora ciò dovesse rivelarsi impossibile o non auspicabile nel breve periodo, una soluzione potrebbe essere un sistema speciale di regolamento delle transazioni commerciali, in parte con valuta convertibile e in parte con credito. Siffatto sistema aveva contribuito a porre il commercio intraeuropeo su una base multilaterale durante gli anni cinquanta, allorché la maggior parte dei paesi europei era confrontata con una grave penuria di dollari che impediva un rapido passaggio alla convertibilità. Un meccanismo di pagamenti non rappresenterebbe una soluzione facile, in quanto i crediti concessi dovrebbero essere rimborsati; il suo funzionamento presupporrebbe valute interne stabili, e quindi il mantenimento di politiche macroeconomiche

rigorose; inoltre, esso richiederebbe altri provvedimenti per affrontare gli squilibri commerciali strutturali fra le repubbliche. Esso sarebbe comunque preferibile a quel bilateralismo che sta divenendo la caratteristica dell'attuale interscambio fra repubbliche.

## Il ruolo crescente della Cina nel commercio mondiale

L'importanza della Cina nel commercio mondiale si è enormemente accresciuta nel corso dell'ultimo decennio circa, con incrementi particolarmente cospicui nelle esportazioni nel 1990 e nel 1991. Le statistiche dei paesi industriali indicano che le esportazioni cinesi verso i paesi OCSE si sono quasi quadruplicate fra il 1985 e il 1991, anno in cui hanno superato i \$ 50 miliardi; dato che le importazioni in termini nominali sono rimaste pressoché invariate, l'interscambio della Cina con il mondo industrializzato è divenuto ampiamente eccedentario (tabella di pagina 98). Le statistiche ufficiali cinesi stimano l'avanzo corrente nell'arco degli ultimi due anni a circa \$ 10 miliardi annui; a fine 1991 le riserve valutarie ammontavano a quasi \$ 43 miliardi, contro i \$ 17 miliardi di due anni prima. Tuttavia, vi sono indicazioni che verso la fine del 1991 e agli inizi del 1992 una perdurante forte domanda di importazioni ed una certa decelerazione delle esportazioni hanno cominciato a ridurre l'eccedenza.

Nel contempo, si è trasformata la struttura merceologica delle esportazioni cinesi. Mentre ancora alla metà degli anni ottanta queste consistevano principalmente in materie prime o semilavorati, nel 1990 i manufatti finiti rappresentavano quasi il 60% del totale delle esportazioni (si veda la parte destra del grafico a fronte). I buoni risultati conseguiti dalla Cina si pongono in netto contrasto con le prestazioni molto scadenti degli ex paesi comunisti europei negli anni passati. Essi sono il frutto della graduale liberalizzazione del commercio estero avviata nel 1978, di una politica deliberatamente volta ad attirare gli investimenti diretti esteri e dell'adozione di un tasso di cambio competitivo. La vicinanza di Hong Kong ha peraltro contribuito ad accelerare questa trasformazione.

L'imperio della pianificazione centralizzata sul commercio si è progressivamente allentato in duplice maniera. In primo luogo, è stato decentralizzato il controllo dell'interscambio, attribuendo maggiori responsabilità agli enti locali e alle imprese. I vincoli valutarî estremamente rigidi sono stati allentati, e alle imprese esportatrici è stato consentito di mantenere una quota dei loro introiti in valuta. Tale quota è andata progressivamente aumentando, cosicché alla fine degli anni ottanta oltre la metà di tali proventi era ormai sottratta al controllo centrale. A un numero crescente di imprese nazionali sono stati concessi diritti di commercio con l'estero: mentre prima del 1978 questo era gestito dal centro e soggiaceva al controllo esclusivo di dodici società per il commercio estero, alla fine degli anni ottanta molte migliaia di imprese nazionali partecipavano al commercio internazionale e gran parte delle esportazioni esulava dalla pianificazione centrale.

Il secondo cardine della politica è stata la maggiore apertura all'investimento diretto estero. Dapprima tale investimento era soggetto a varie restrizioni: le *joint-ventures* dovevano esserne il principale veicolo e potevano situarsi soltanto in certe aree, denominate "zone economiche speciali". Le imprese

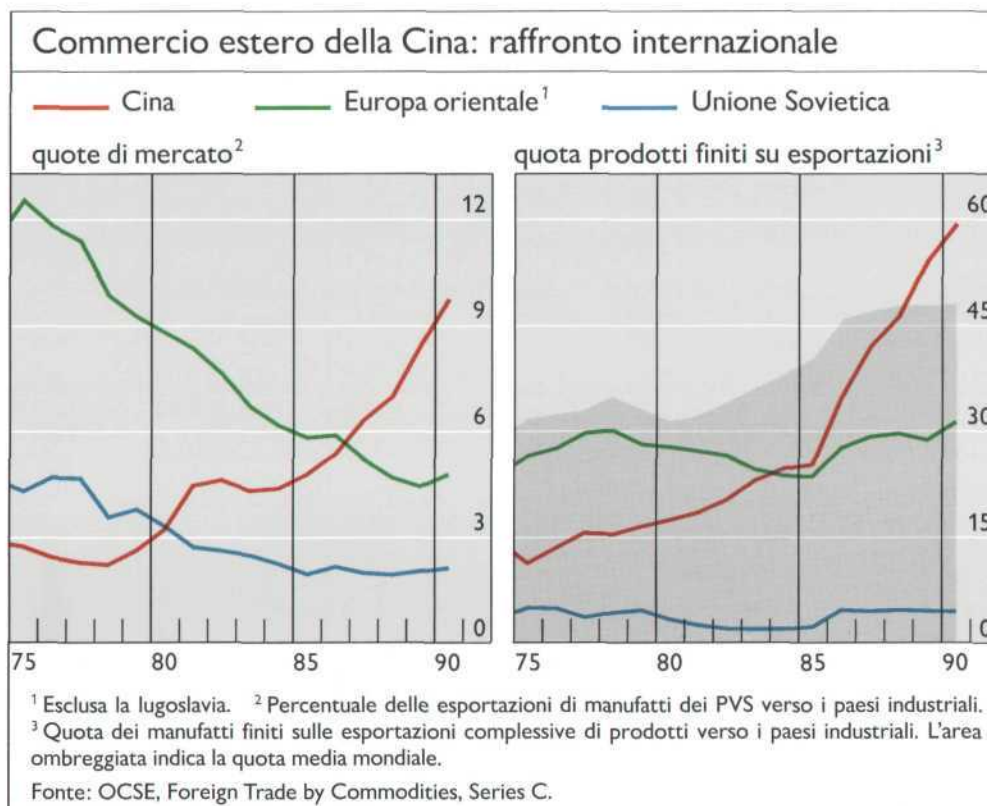
*Boom delle esportazioni cinesi ...*

*... e miglioramento della loro struttura*

*Le riforme decentralizzano l'interscambio ...*

*... incoraggiano gli investimenti diretti esteri ...*





estere erano inoltre tenute a pareggiare i loro conti in valuta, obbligo questo che ostacolava il rimpatrio degli utili e scoraggiava gli investimenti destinati a soddisfare il fabbisogno del mercato interno. Inoltre, l'inadeguatezza delle infrastrutture e le difficoltà nel trattare con la burocrazia statale limitavano l'attrattiva dell'investimento in Cina. Col passare del tempo, queste restrizioni e difficoltà sono divenute meno gravose: oltre ad autorizzare le imprese a capitale interamente estero, si è provveduto a snellire la procedura di autorizzazione e a migliorare l'infrastruttura.

... e promuovono  
un tasso  
di cambio  
competitivo

Il vincolo del pareggio dei conti in valuta è divenuto molto meno stringente grazie alla creazione, verso la fine del 1986, di un limitato mercato valutario. Quest'ultimo ha assunto la forma di speciali centri di compensazione valutaria, dove le imprese estere potevano scambiare moneta nazionale con valuta estera a tassi maggiormente collegati al mercato, creando di fatto una struttura duplice di tasso di cambio. Dagli inizi del 1988 si è consentito alle imprese nazionali di convertire le proprie quote autorizzate di valuta presso i suddetti centri. Benché l'accesso a questi ultimi da parte dei residenti resti soggetto a un controllo amministrativo (e possa quindi essere manipolato per influenzare i tassi di cambio), il volume delle transazioni è andato aumentando costantemente. Per la maggior parte del periodo 1987-89, durante il quale le autorità hanno mantenuto costante il tasso ufficiale, lo yuan è stato negoziato in questi centri con uno sconto amplissimo. Il cambio del mercato clandestino era ancora più basso. Tuttavia due forti svalutazioni del tasso ufficiale, nel dicembre 1989 e nel novembre 1990, hanno ridotto questi differenziali. Il fatto che alla fine del 1991 lo scarto fra questi tassi e il cambio clandestino si fosse ridotto a meno del 10% rende possibile l'eventualità di un'unificazione dei rapporti di cambio. In termini effettivi reali, la parità ufficiale risultava ridotta ad un terzo circa del livello

Cina: statistiche relative a commercio e pagamenti					
	1980	1985	1989	1990	1991 <sup>1</sup>
	in miliardi di dollari USA				
Bilancia delle partite correnti	0,7	-11,4	-4,3	12,0	10,0
Bilancia commerciale	-0,1	-13,1	-5,6	9,2	8,9
esportazioni	18,2	25,1	43,2	51,5	59,6
importazioni	18,3	38,2	48,8	42,4	50,7
Investimenti diretti netti	0,1	1,1	2,6	2,7	n.d.
afflussi	n. d.	1,7	3,4	3,5	4,3
deflussi	n. d.	0,6	0,8	0,8	n.d.
Per memoria:					
interscambio con i paesi industriali <sup>2</sup>					
saldo commerciale	-5,2	-10,8	9,9	20,7	27,3
esportazioni	8,1	13,8	34,3	41,9	53,3
importazioni	13,3	24,6	24,4	21,2	26,1
Esportazioni di Hong Kong					
esportazioni interne	13,7	16,7	28,7	29,0	29,7
riesportazioni dalla Cina	1,7	4,4	24,1	30,9	40,6
altre riesportazioni	4,4	9,1	20,3	22,3	28,2

<sup>1</sup> Dati provvisori e in parte stimati. <sup>2</sup> Sulla base dei dati sul commercio dei paesi OCSE. I dati relativi alle importazioni su base c.i.f. sono convertiti in f.o.b. sottraendo un margine f.o.b./c.i.f. dell'8%. In massima parte la quota cinese delle riesportazioni di Hong Kong è riassegnata alla Cina.

Fonti: Asian Development Bank; FMI, Balance of Payments Statistics; OCSE, Monthly Statistics of Foreign Trade; Banca Mondiale, World Tables; statistiche nazionali.

anteriore alla riforma. Tuttavia, la recrudescenza delle pressioni inflazionistiche nei primi mesi del 1992 ha teso ad ampliare nuovamente il differenziale fra le quotazioni di mercato e il tasso ufficiale.

L'accelerazione nel ritmo degli investimenti diretti esteri nel corso degli anni ottanta – da un livello praticamente nullo all'inizio del decennio a circa \$ 3–4 miliardi annui negli ultimi anni – ha svolto un ruolo di primo piano nell'espansione del commercio estero. Oltre la metà di tale investimento è attribuibile a Hong Kong, in quanto le società ivi situate hanno trasferito operazioni di produzione nella provincia di Guangdong per avvalersi dei bassi costi della manodopera.

Ruolo  
di Hong Kong

Nel 1990, le riesportazioni di Hong Kong dalla Cina avevano sopravanzato le sue stesse esportazioni dirette (tabella precedente). Inoltre, la quasi totalità dell'interscambio fra Taiwan e Cina – parimenti in rapida crescita – nonché la maggior parte del commercio sino-giapponese transitano per Hong Kong. A ciò si aggiunga che le banche di Hong Kong costituiscono le principali fornitrici di servizi finanziari alla Cina. In sintesi, Hong Kong ha saputo cogliere l'opportunità fornita dall'apertura controllata della Cina al mondo esterno sviluppando un'economia orientata ai servizi nell'arco di pochi anni. Nel contempo, la Cina è divenuta il principale investitore estero a Hong Kong, con collocamenti per circa \$ 10 miliardi, principalmente nel settore dei servizi.

Pur tuttavia, il regime del commercio estero della Cina è tuttora caratterizzato da un mercantilismo che mal si addice a un paese con importanti volumi di scambi. Ha poco senso che un'economia con scarsità di capitale ed esuberanza

Problemi irrisolti



di manodopera esporti capitali mantenendo ampi e persistenti avanzi di parte corrente. Inoltre, la complessità dei sussidi e dei vantaggi discrezionali accordati agli esportatori rende impossibile valutare quanto le esportazioni siano promosse oltremisura e vendute al disotto del costo effettivo. Le importazioni, dal canto loro, sono tuttora imbrigliate da un complesso farraginoso di controlli quantitativi. Nell'ultimo decennio, ricorrenti episodi di eccesso di domanda hanno portato ad un nuovo inasprimento (per lo più temporaneo) dei controlli, spesso in modo assai poco trasparente. Inoltre, la mancanza di vincoli stringenti di bilancio per buona parte dell'amplissimo settore statale si accompagna ad un eccesso di domanda di importazioni che deve essere contenuta mediante restrizioni amministrative. Tuttavia, le autorità cinesi, incoraggiate dai frutti della riforma del commercio estero, hanno annunciato la loro intenzione di ridurre drasticamente l'obbligo di licenze d'importazione nel corso del 1992, e di aprire ulteriormente l'economia. Tali misure dovranno essere accompagnate da riforme a livello interno se si vorrà porre rimedio alla mancanza di un efficace controllo macroeconomico che ha pregiudicato la riuscita dell'economia cinese.

## Principali movimenti di capitali

### *Investimenti diretti*

Gli investimenti diretti all'estero dei paesi industriali sono diminuiti di circa un quinto nel 1991. L'investimento giapponese, specialmente negli Stati Uniti, si è fortemente ridotto. La recessione e la concomitante crisi del mercato

Struttura globale degli investimenti diretti					
	1975-79	1980-84	1985-89	1990	1991*
	in miliardi di dollari USA, medie annue				
Totale deflussi	35,3	42,4	134,9	222,4	177,3
Paesi industriali	34,7	41,0	128,4	209,5	165,5
di cui: Stati Uniti	15,9	9,6	22,8	33,4	29,5
Giappone	2,1	4,3	23,8	48,0	30,7
Comunità europea	14,2	20,9	59,4	97,5	80,5
PVS	0,6	1,4	6,5	12,9	11,8
di cui: Asia	0,3	0,8	5,6	11,2	10,3
America Latina	0,1	0,2	0,4	1,1	1,0
Totale afflussi	26,9	52,6	117,6	179,6	157,9
Paesi industriali	19,9	36,2	98,1	148,7	115,2
di cui: Stati Uniti	6,1	18,6	48,2	37,2	22,2
Giappone	0,1	0,3	0,1	1,8	1,4
Comunità europea	11,4	14,2	38,4	85,9	67,7
PVS	7,0	16,4	19,5	30,9	42,7
di cui: Asia	1,9	4,7	10,8	19,9	25,7
Europa orientale	0,0	0,1	0,1	0,5	2,3
America Latina	3,6	5,4	5,7	7,8	12,0
* In parte stime.					
Fonti: FMI, Balance of Payments Statistics e World Economic Outlook; Inter-American Development Bank; statistiche nazionali; stime BRI.					

immobiliare negli Stati Uniti hanno esercitato un notevole effetto depressivo. Inoltre, le case automobilistiche giapponesi sembrano aver pressoché completato un riorientamento di grande portata della produzione: si prevede infatti che entro il 1993 la loro produzione negli Stati Uniti supererà le esportazioni dirette. Un altro fattore possibile è il rendimento, a quanto pare mediocre, dell'investimento diretto giapponese negli Stati Uniti, che potrebbe aver indotto una riconsiderazione dei probabili benefici di un perdurante e massiccio investimento. Le statistiche della bilancia dei pagamenti USA indicano le perdite sugli investimenti diretti giapponesi per \$ 1,3 miliardi nel 1991, dopo perdite più contenute nel 1990 e guadagni modesti negli anni precedenti. In semplici termini di redditività misurata, dunque, per gli investitori nipponici ben poco giustificerebbe finora gli oltre \$ 80 miliardi di investimenti diretti accumulati in tutto il 1990; altri obiettivi – ad esempio quello di placare i sentimenti protezionistici – potrebbero spiegare il recente *boom* di tali investimenti.

Gli investimenti diretti si contraggono ...

... fortemente negli Stati Uniti ...

Gli investimenti diretti esteri nei paesi della Comunità europea hanno mantenuto un andamento piuttosto sostenuto qualora si consideri la debolezza dell'attività economica. Il fatto che una parte cospicua degli investimenti diretti dei paesi europei abbia come destinazione altri paesi dell'Europa stessa rispecchia verosimilmente una tendenza perdurante all'aumento di fusioni e investimenti intraeuropei nel contesto dell'integrazione del continente. Benché il Regno Unito sia rimasto in Europa la destinazione più frequente, gli afflussi di fondi in questo paese si sono ridotti di \$ 12 miliardi, di riflesso in parte alla gravità della recessione. Gli afflussi nei paesi continentali della Comunità europea sono scesi in minore misura fino a circa \$ 46 miliardi. Gli investimenti in Francia hanno segnato un nuovo record di oltre \$ 11 miliardi, mentre in Spagna essi si sono notevolmente contratti. Con un'evoluzione forse sorprendente, gli investimenti

... e in minor misura nell'Europa continentale ...

Movimenti di capitali per investimenti di portafoglio nei paesi industriali					
	1975-79	1980-84	1985-89	1990	1991 <sup>1</sup>
	in miliardi di dollari USA, medie annue				
Totale deflussi	12,4	41,8	176,8	151,6	277,6
di cui: Stati Uniti	5,8	5,8	9,5	28,5	46,2
Giappone	2,6	13,8	89,9	39,7	74,3
Comunità europea	3,8	18,9	62,6	79,8	144,0
Totale afflussi	25,0	57,8	186,0	159,1	388,7
di cui: Stati Uniti	4,6	16,7	59,2	2,9	52,3
Giappone	3,0	11,9	23,3	34,7	115,3
Comunità europea	8,5	17,7	70,4	94,4	173,7
Per memoria:					
acquisizioni di titoli azionari <sup>2</sup>	3,7	10,8	31,4	-16,0	90,1
di cui: Stati Uniti	1,5	3,4	8,7	-14,5	9,2
Giappone	-0,2	3,5	-9,1	-13,3	46,8
Comunità europea	2,2	2,1	22,7	11,5	32,1

<sup>1</sup> In parte stime. <sup>2</sup> Paesi del Gruppo dei Dieci esclusa l'Italia, più Australia, Austria, Finlandia, Norvegia, Portogallo, Spagna e Sudafrica.  
 Fonti: FMI, Balance of Payments Statistics; statistiche nazionali; stime BRI.



... mentre  
riprendono ad  
aumentare nei  
PVS

diretti esteri in Germania sono ammontati lo scorso anno a soli \$ 3 miliardi, il che fa ritenere che le imprese estere non abbiano svolto un ruolo di primo piano nella ricostruzione della Germania orientale.

In netto contrasto con i paesi industriali, nel 1991 l'investimento diretto nei PVS si è ancora una volta fortemente accresciuto. Tre sono gli aspetti salienti di questo andamento. L'investimento nelle economie asiatiche in rapida espansione è rimasto sostenuto, traendo origine in gran parte nelle aree a reddito più elevato, segnatamente le quattro NIEs, e indirizzandosi verso i paesi a reddito più basso, soprattutto Cina, Indonesia, Malaysia e Thailandia. Un secondo aspetto, alquanto più recente, è costituito dalla ripresa degli investimenti esteri in America Latina. L'ampia liberalizzazione delle politiche commerciali, la maggiore apertura agli investimenti esteri e le politiche macroeconomiche orientate alla stabilizzazione sono tutti fattori che hanno contribuito alla creazione di un clima più favorevole agli investitori esteri di quanto non avvenisse da molti anni. La terza e più recente tendenza è stata quella all'aumento degli investimenti nell'Europa orientale. L'Ungheria ha conseguito i migliori risultati, in quanto nel 1991 ha attratto fondi per circa \$ 1 1/2 miliardi, più del quadruplo rispetto all'anno precedente. Tuttavia, il totale degli investimenti diretti esteri nel complesso dell'Europa orientale continua ad essere relativamente modesto.

### *Investimenti di portafoglio*

Aumento dei  
flussi degli investi-  
menti di portafoglio

Gli investimenti esteri sui mercati mobiliari internazionali hanno raggiunto un nuovo record lo scorso anno, con una crescita di quasi il 150% degli afflussi totali (tabella precedente). I fondi defluiti da Stati Uniti e Regno Unito per essere collocati in titoli azionari esteri sono saliti, per entrambi i paesi, a più di \$ 30 miliardi, dopo i modesti livelli del 1990. Gli investitori esteri, a quanto sembra non scoraggiati dal clima di pessimismo prevalente all'interno del paese per gran parte dell'anno, hanno collocato in titoli azionari del Giappone l'importo record di \$ 47 miliardi, dopo essere stati, l'anno precedente, venditori netti di fondi per circa \$ 13 miliardi. Il mercato azionario statunitense ha altresì beneficiato di un'evoluzione positiva nelle aspettative, in quanto gli investitori esteri vi hanno collocato nuovi fondi per quasi \$ 10 miliardi dopo aver disinvestito per circa \$ 15 miliardi nel 1990. Infine, gli investimenti di portafoglio esteri sono aumentati in diversi PVS, e la privatizzazione di imprese pubbliche ha attratto fondi in America Latina.

Azioni

Obbligazioni

Anche gli investimenti netti in titoli obbligazionari esteri si sono accresciuti in misura apprezzabile. L'incremento degli investimenti in titoli USA è evidenziato dalla forte ripresa degli acquisti di buoni del Tesoro americani da parte di operatori non bancari esteri. L'investimento in obbligazioni interne tedesche e giapponesi ha segnato nuovi record mentre le emissioni all'estero di titoli obbligazionari di imprese giapponesi hanno registrato una forte ripresa, pur restando ben al disotto degli elevatissimi livelli raggiunti nel 1989. Le acquisizioni estere di obbligazioni canadesi e spagnole sono altresì considerevolmente aumentate.

### *Finanziamento dei principali squilibri*

Si sarebbe potuto presumere che la concomitanza di un crescente avanzo commerciale del Giappone, di un rallentamento dell'investimento diretto

Movimenti di capitali: Stati Uniti, Giappone e Germania

Voci	1988	1989	1990	1991		
				anno	1° sem.	2° sem.
				in miliardi di dollari USA		
Stati Uniti						
movimenti di capitali	89,9	123,3	63,6	-16,1	-22,9	6,8
di cui:						
investimenti diretti	41,5	37,2	3,8	- 7,3	- 4,2	- 3,1
titoli <sup>1</sup>	38,7	46,0	-25,6	6,1	15,0	- 8,9
fondi bancari non compresi sopra	13,9	12,1	15,3	-11,6	-25,7	14,1
discrepanza statistica	- 9,2	18,4	63,5	- 3,1	- 4,6	1,4
variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta <sup>2</sup>	36,3	-17,0	28,6	24,7	2,8	21,9
Giappone						
movimenti di capitali	-64,1	-81,9	-56,7	-90,0	-44,4	-45,6
di cui:						
investimenti diretti	-34,7	-45,2	-46,3	-29,4	-18,6	-10,8
titoli	-66,7	-28,0	- 5,0	41,0	9,5	31,5
fondi bancari non compresi sopra	44,5	8,6	-13,6	-93,5	-22,9	-70,6
discrepanza statistica	2,8	-22,0	-20,9	- 7,8	- 3,3	- 4,5
variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta <sup>2</sup>	-15,5	24,7	20,9	17,1	15,5	1,6
Germania						
movimenti di capitali <sup>3</sup>	-69,9	-67,5	-39,6	19,4	7,4	12,2
di cui:						
investimenti diretti	-10,3	- 7,5	-20,8	-18,6	- 7,7	-10,9
titoli <sup>4</sup>	-43,7	- 4,4	- 2,4	23,8	- 3,1	26,9
fondi bancari, a breve	-10,4	-30,3	- 1,0	23,1	33,9	-10,7
altri fondi privati, a breve	-12,5	-27,4	-11,3	3,5	- 4,9	8,3
variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta <sup>2</sup>	19,2	10,0	- 6,9	0,3	4,3	- 4,1

<sup>1</sup> Compresi i titoli del Tesoro USA.   <sup>2</sup> Variazioni nelle riserve in oro e valute estere meno variazioni nelle passività verso autorità monetarie estere, esclusi gli aggiustamenti di cambio. Il segno (—) indica un aumento delle attività ufficiali.   <sup>3</sup> Compresa la discrepanza statistica.   <sup>4</sup> Compresi i titoli emessi da mutuatari interni ufficiali.

Fonte: statistiche nazionali.

giapponese all'estero e di un forte incremento nella domanda estera di titoli azionari nipponici avrebbe esercitato una decisa pressione al rialzo sullo yen. Tuttavia, un importante fattore che ha agito in senso contrario è stato il fatto che le banche giapponesi hanno esportato capitali per un importo di circa \$ 93 miliardi per il complesso dell'anno; come si può desumere dalla tabella, nel secondo semestre i deflussi sono stati massicci. Ciò si è tradotto in una forte contrazione delle passività esterne, di riflesso a diversi fattori. Anzitutto, la più debole domanda di prestiti bancari all'interno del paese ha ridotto gli incentivi per le banche giapponesi a raccogliere fondi all'estero. In secondo luogo, la diminuzione dei deflussi di capitali a lungo termine – segnatamente investimenti diretti e prestiti bancari – si è accompagnata a una simultanea contrazione dei flussi di finanziamento bancario a breve termine. Una delle tendenze più significative nel panorama finanziario internazionale della seconda metà degli anni ottanta, ossia la

Le banche giapponesi esportano fondi



massiccia importazione di capitali ad opera delle banche giapponesi, è stata, dunque, completamente rovesciata.

Flussi di capitale  
in Germania

La struttura dei flussi di capitale tedeschi è altresì sensibilmente variata fra il primo e il secondo semestre dello scorso anno. Il differenziale di rendimenti positivo delle obbligazioni tedesche rispetto a quelle statunitensi – pari a circa 1 punto percentuale all'inizio dell'anno – è diminuito nella prima parte del 1991. Dato che le aspettative degli operatori sui mercati valutari hanno teso a favorire il dollaro fino a metà anno, l'investimento estero in obbligazioni tedesche è stato insolitamente depresso, mentre l'investimento tedesco in obbligazioni estere rimaneva sostenuto. Poiché il tradizionale deflusso netto per investimenti diretti all'estero è perdurato anche dopo l'unificazione tedesca, il cospicuo disavanzo sia nelle partite correnti sia nei movimenti di capitali a lungo termine ha esercitato una pressione al ribasso sul marco, e i conti con l'estero sono stati bilanciati soltanto da cospicui afflussi a breve termine tramite le banche. Tuttavia, i fattori che deprimevano gli investimenti esteri in obbligazioni tedesche hanno segnato un'inversione di tendenza nel secondo semestre dell'anno, allorché il differenziale a lungo termine si è nettamente ampliato; la domanda estera di obbligazioni tedesche si è così rivelata sufficientemente forte da controbilanciare il disavanzo di parte corrente.

Incremento degli  
investimenti USA  
all'estero

In una situazione di quasi-pareggio delle partite correnti USA nel 1991, gli afflussi ufficiali netti di quasi \$ 25 miliardi, per lo più sotto forma di accresciute attività ufficiali estere negli Stati Uniti, si sono accompagnati a deflussi privati netti. Uno sviluppo degno di nota consiste nel fatto che gli investimenti diretti USA all'estero hanno sopravanzato gli investimenti diretti esteri negli Stati Uniti, per la prima volta dal 1980. Inoltre, nel 1991 le acquisizioni nette USA di titoli esteri hanno registrato l'importo record di \$ 46 miliardi, pur rimanendo al disotto delle acquisizioni private estere di titoli USA; ciò potrebbe indicare una nuova tendenza delle istituzioni finanziarie USA a diversificare progressivamente i loro investimenti di portafoglio a favore delle attività estere.

### Riserve internazionali

Rallentamento  
nella crescita  
delle riserve  
mondiali

Lo scorso anno la crescita delle riserve non auree totali è stata di \$ 51 miliardi, rispetto a \$ 120 miliardi nel 1990. I PVS come gruppo hanno registrato ampie acquisizioni, e vi sono stati cospicui incrementi in diversi paesi a medio reddito fortemente indebitati. Per la prima volta dal 1984, le disponibilità del Gruppo dei Dieci si sono contratte, e un ulteriore calo di \$ 15 miliardi è intervenuto nel primo trimestre del 1992, tuttavia dovuto in misura più che proporzionale agli effetti di cambio. Passando a considerare la struttura delle attività detenute, un aspetto degno di nota è stato l'incremento delle posizioni di riserva sul FMI e delle disponibilità di ECU ufficiali. Si è ridotta la quota delle riserve ufficiali detenute sotto forma di depositi bancari.

Sebbene la crescita del 5,6% delle riserve non auree corrisponda ad appena un terzo circa di quella dell'anno precedente, essa è rimasta nondimeno ben al di sopra dell'incremento nominale del commercio mondiale. Se si escludono gli effetti di cambio, l'espansione è ammontata al 5,3%. Dato che le scorte fisiche di oro detenute come attività di riserva sono rimaste virtualmente invariate (Capitolo VI), la diminuzione del valore delle disponibilità auree ufficiali è quasi interamente dovuta alla flessione del 9,6% nel prezzo di mercato dell'oro.

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 <sup>1</sup>					
Gruppo dei Dieci							
1989	-4,4	- 8,5	25,8	-0,9	-0,5	-1,1	23,3
1990	-1,4	- 7,8	51,4	2,8	1,9	-0,7	55,4
1991	-1,9	-28,0	-36,1	3,9	0,1	1,7	-30,4
Consistenze <sup>2</sup>	725,6	256,4	311,5	28,9	22,7	54,5	417,6
Altri paesi industriali							
1989	0,5	- 0,5	6,7	0,3	0,1	0,2	7,3
1990	0,7	- 0,5	30,7	-0,1	-	1,3	31,9
1991	2,1	- 2,2	12,1	0,2	-0,2	2,8	14,9
Consistenze <sup>2</sup>	79,3	28,0	146,0	3,8	2,4	12,7	164,9
Paesi dell'Europa orientale <sup>3</sup>							
1989	0,5	0,1	2,3	-	0,1	-	2,4
1990	-2,3	- 1,0	- 8,0	-	-0,1	-	- 8,1
1991	0,3	- 0,2	- 1,8	-	0,2	-	- 1,6
Consistenze <sup>2</sup>	7,7	2,7	18,0	-	0,2	-	18,2
NIEs <sup>4</sup>							
1989	0,1	- 0,1	5,2	0,2	-	-	5,4
1990	-	- 0,1	6,1	0,1	-	-	6,2
1991	-	- 0,5	15,2	-	-	-	15,2
Consistenze <sup>2</sup>	13,9	4,9	129,6	0,4	0,2	-	130,2
Paesi in via di sviluppo							
1989	-2,0	- 1,8	11,4	-4,2	0,1	-	7,3
1990	0,9	- 0,9	37,1	-2,5	0,2	-	34,8
1991	-1,6	- 4,9	53,8	-0,9	0,3	-	53,2
Consistenze <sup>2</sup>	113,1	40,0	226,0	3,9	3,9	-	233,8
Totale							
1989	-5,3	-10,8	51,4	-4,6	-0,2	-0,9	45,7
1990	-2,1	-10,3	117,3	0,3	2,0	0,6	120,2
1991	-1,1	-35,8	43,2	3,2	0,4	4,5	51,3
Consistenze <sup>2</sup>	939,6	332,0	831,1	37,0	29,4	67,2	964,7

<sup>1</sup> Le riserve auree sono stimate a prezzi di mercato. <sup>2</sup> A fine 1991. <sup>3</sup> Albania, Bulgaria, Cecoslovacchia, ex Jugoslavia, Polonia, Romania, Ungheria ed ex Unione Sovietica. I dati per l'Albania, la Bulgaria e, per il 1989, per l'ex Unione Sovietica si riferiscono ai depositi presso le banche dichiaranti alla BRI. <sup>4</sup> Corea del Sud, Singapore e Taiwan.

Uno sviluppo particolarmente rilevante lo scorso anno è stata la significativa flessione nelle disponibilità non auree di Stati Uniti, Germania e Giappone. E' questa la prima volta, dopo l'adozione dei cambi fluttuanti, che tutti e tre i principali paesi a valuta di riserva hanno registrato nel medesimo anno una diminuzione delle proprie disponibilità. Il motivo principale è che l'impatto sulle riserve degli interventi coordinati intrapresi per influenzare il tasso di cambio del dollaro, i quali tendono a spingere le riserve degli Stati Uniti e quelle di altri paesi in direzione opposta, è stato più che controbilanciato da altre transazioni.

Dopo essersi più che quadruplicate nell'arco di soli quattro anni, a metà 1991 le riserve USA in valuta estera si situavano a livelli che le autorità ritenevano eccedere di molto i fabbisogni previsti. Al fine di ridurle senza causare turbative sui mercati, l'istituto di emissione statunitense ha condotto con due altre banche

Diminuzione delle riserve in USA, Germania e Giappone



Andamenti  
nei paesi  
partecipanti  
allo SME

centrali una serie di operazioni bilaterali fuori mercato. Cedendo valute estere per il controvalore di oltre \$ 8,5 miliardi, esso ha così diminuito le riserve internazionali.

Simili operazioni fuori mercato hanno ridotto di \$ 5,5 miliardi le riserve della Germania. I pagamenti a titolo di contributo per i costi della guerra del Golfo e le vendite occasionali di dollari verso la fine della primavera hanno controbilanciato i redditi da interesse e altri introiti, sicché nel 1991 le riserve tedesche si sono contratte del 7%. Quanto al Giappone, il decremento di \$ 7,7 miliardi nelle riserve in valuta si è verificato per lo più in primavera, in concomitanza del forte apprezzamento del dollaro e delle erogazioni per contributi nipponici alla guerra del Golfo.

Sulle riserve di vari paesi membri della Comunità europea hanno inciso gli sviluppi nell'ambito dello SME. In presenza di un crescente disavanzo di parte corrente e di afflussi di capitale in declino, l'Italia ha attinto in larga misura alle proprie riserve. La contrazione di queste si è concentrata in primavera e nel tardo autunno, allorché la lira è scesa da una posizione prossima al limite superiore della banda ristretta ad una ben al disotto della parità centrale. Nel primo trimestre del 1992 si è avuto un ulteriore calo di \$ 2 miliardi nel volume delle riserve. Le pressioni in seno allo SME sono parimenti all'origine della diminuzione delle riserve ufficiali di Francia e Danimarca, le cui valute sono rimaste nella metà inferiore della banda stretta per l'intero arco del 1991.

Per contro, gli elevati tassi d'interesse in Spagna hanno continuato ad attrarre capitali in misura ben superiore a quella necessaria per finanziare il disavanzo corrente. All'inizio dell'anno la peseta ha raggiunto il limite superiore della sua banda di fluttuazione (pari al 6%), e le disponibilità di riserva sono aumentate di oltre un quarto. Anche il Portogallo, che ha aderito agli AEC soltanto nell'aprile 1992, ha registrato ampi afflussi di capitale, e le sue riserve si sono accresciute di oltre il 40%.

Dato che la sterlina è rimasta nella parte mediana o inferiore della banda larga per l'intero 1991, l'espansione delle riserve del Regno Unito non può essere attribuita ad un'eccessiva pressione al rialzo sul tasso di cambio ma è stata la conseguenza di una serie di transazioni speciali. Nel primo trimestre i proventi di un'ampia emissione obbligazionaria in ECU sono andati a incrementare le riserve. Così pure i pagamenti di altri paesi a fronte dei costi della guerra del Golfo e quelli connessi alla privatizzazione hanno incrementato le attività ufficiali.

La Norvegia e la Finlandia, che hanno optato per l'ancoraggio delle rispettive valute all'ECU nel 1990 e nel 1991, hanno registrato un sensibile calo delle riserve. In Norvegia questa flessione ha rispecchiato gli interventi a sostegno della corona a seguito di ampi deflussi di capitale a breve dalle istituzioni finanziarie. In Finlandia la forte contrazione è dovuta ai massicci interventi a sostegno del marco finlandese, sia nel primo semestre dell'anno sia poco prima della svalutazione del 12% del tasso centrale di questa moneta rispetto all'ECU, avvenuta in novembre.

Europa  
orientale e ...

La contrazione globale delle riserve non auree aggregate dei paesi dell'Europa orientale cela andamenti assai differenziati da paese a paese. Grazie all'andamento favorevole delle partite correnti e agli afflussi di capitale, sia l'Ungheria che la Cecoslovacchia hanno notevolmente accresciuto le proprie riserve.

Riserve ufficiali non auree (per paesi) <sup>1</sup>				
Paesi e aree	Variazioni			Consi- stenze a fine 1991
	1989	1990	1991	
	in miliardi di dollari USA			
Paesi industriali	30,6	87,3	- 15,5	582,5
Stati Uniti	26,8	8,7	- 5,6	66,7
Altri paesi del Gruppo dei Dieci	- 3,5	46,7	- 24,8	350,9
Giappone	- 12,8	- 5,5	- 6,4	72,0
Germania	2,4	6,8	- 4,4	63,0
Italia	12,1	15,9	- 14,0	48,7
Regno Unito	- 9,3	1,1	6,0	41,9
Francia	- 0,7	12,1	- 5,4	31,3
Svizzera	1,0	3,9	- 0,2	29,0
Svezia	1,1	8,4	0,3	18,3
Paesi Bassi	0,5	0,9	0,4	17,8
Canada	0,7	1,8	- 1,6	16,3
Belgio	1,5	1,3	0,5	12,6
Altri paesi industriali	7,3	31,9	14,9	164,9
di cui: Spagna	4,4	9,7	14,7	65,8
Portogallo	4,9	4,5	6,2	20,6
Norvegia	0,5	1,6	- 2,1	13,2
Finlandia	- 1,3	4,5	- 2,0	7,6
Danimarca	- 4,4	4,2	- 3,2	7,4
Paesi dell'Europa orientale <sup>2</sup>	2,4	- 8,1	- 1,6	18,2
di cui: Polonia	0,3	2,2	- 0,9	3,6
Ungheria	- 0,2	- 0,2	2,2	3,3
Cecoslovacchia	0,6	- 1,1	2,1	3,2
ex Iugoslavia	1,8	1,3	- 2,8	2,7
NIEs <sup>2</sup>	5,4	6,2	15,2	130,2
di cui: Taiwan	- 0,7	- 0,8	10,0	82,4
Singapore	3,3	7,4	6,4	34,1
Paesi in via di sviluppo	7,3	34,8	53,2	233,8
di cui: Cina	- 0,6	11,6	14,1	43,7
Messico	1,1	3,5	7,9	17,7
Tailandia	3,4	3,8	4,2	17,5
Venezuela	1,0	4,2	2,3	10,7
Argentina	- 1,9	3,1	2,1	6,6
Egitto	0,3	1,2	2,6	5,3
India	- 1,0	- 2,3	2,1	3,6
Filippine	0,4	- 0,5	2,3	3,2
Totale	45,7	120,2	51,3	964,7
Per memoria:	riserve in percentuale delle importazioni totali			
15 paesi del "Piano Baker"	18,8	25,5	32,3	

<sup>1</sup> Compresse le posizioni in ECU ufficiali. <sup>2</sup> Si veda la tabella di pagina 104 per i raggruppamenti di paesi.

<sup>1</sup> Compresa le posizioni in ECU ufficiali. <sup>2</sup> Si veda la tabella di pagina 104 per i raggruppamenti di paesi.

D'altro canto, le attività ufficiali della Polonia, che nell'ottobre 1990 avevano superato i \$ 5 miliardi, segnando così il massimo storico del dopoguerra, si sono contratte di un quinto, dopo che la bilancia corrente è divenuta ampiamente deficitaria.



... Unione  
Sovietica

I due paesi in corso di disgregazione hanno registrato gravi perdite di riserve. In Jugoslavia le attività sull'estero sono diminuite di oltre il 50%. Quanto all'Unione Sovietica e agli stati ad essa succeduti, non sono disponibili informazioni precise sulle loro riserve valutarie. Il totale dei depositi di residenti dell'ex Unione Sovietica presso le banche dichiaranti alla BRI ammontava a fine 1991 a circa \$9 miliardi, ma si può presumere che soltanto un'esigua frazione di quest'importo si trovasse sotto il controllo diretto delle autorità monetarie. Una parte di questi depositi è verosimilmente il riflesso della fuga di capitali già menzionata nel corso di questo capitolo; un'altra può essere il risultato dei trasferimenti intesi ad alleviare la penuria di fondi delle affiliate estere delle banche sovietiche.

NIEs dell'Asia

Nelle NIEs dell'Asia, i cospicui incrementi di riserve di Taiwan e Singapore hanno più che compensato la modesta flessione registrata nella Corea del Sud. Le disponibilità ufficiali di Taiwan, aumentate lo scorso anno del 14%, sono ora le maggiori del mondo. Questa rapida espansione delle riserve ha creato problemi di controllo monetario, in quanto le autorità hanno incontrato difficoltà nel neutralizzarne l'impatto sulla liquidità interna.

Paesi in via di  
sviluppo

L'eccezionale accumulo di riserve nei PVS ha contribuito ad alleviare quella penuria di liquidità internazionale che in taluni paesi aveva ostacolato il processo di riforma e di aggiustamento strutturale. Benché sia stata generalizzata, la crescita delle riserve ha interessato principalmente i paesi a medio reddito, alcuni dei quali avevano da lungo tempo problemi di servizio del debito. I paesi più poveri – che non possono mutuare liberamente fondi dai mercati internazionali – incontrano tuttora gravi vincoli di liquidità.

Il maggiore incremento delle riserve registratosi in un singolo PVS è stato quello della Cina: l'avanzo corrente eccezionalmente ampio ha consentito una crescita delle disponibilità che ha sopravanzato quella di Taiwan ed è stata seconda soltanto a quella della Spagna. Gli afflussi di capitale hanno provocato un accumulo di riserve in Messico, Thailandia e Venezuela. L'incremento delle attività ufficiali dell'India per l'insieme del 1991 cela massicci deflussi verso metà anno, allorché il paese ha dovuto far fronte ad una grave crisi di liquidità, seguiti successivamente da una ricostituzione delle riserve (Capitolo III).

Per quanto concerne la composizione delle riserve, la tendenza all'incremento della quota di valuta estera sulle disponibilità non auree, che durava senza interruzione da sette anni, ha segnato una battuta d'arresto nel 1991. Ciò è ascrivibile alle transazioni fuori mercato, che hanno assorbito disponibilità in valuta, nonché all'incremento sia delle posizioni di riserva sul FMI sia degli ECU ufficiali.

Posizioni  
di riserva  
sul FMI

Poiché la maggioranza dell'85% necessaria per l'approvazione della proposta, avanzata nel giugno 1990, di accrescere del 50% le quote dei paesi membri non è stata ancora raggiunta, l'aumento registrato lo scorso anno nelle posizioni di riserva sul FMI è dovuto principalmente all'espansione dei prestiti erogati dal Fondo, che per la prima volta dal 1985 ha determinato un incremento nella massa totale dei suoi crediti in essere. Ciò ha riflesso l'allargamento delle operazioni del FMI dagli interventi tradizionali a sostegno delle bilance dei pagamenti alla fornitura di fondi per alleviare l'onere del debito e del suo servizio e alla promozione del processo di trasformazione in Europa orientale. A fine 1991, il Fondo aveva

cinquanta programmi in corso di attuazione rispetto a quarantatré al termine dell'anno precedente.

Le disponibilità di ECU ufficiali, create tramite *swaps* fra membri dello SME e il Fondo europeo di cooperazione monetaria, sono aumentate di \$ 4,1 miliardi. Poiché il prezzo dell'oro usato negli *swaps* rotativi è calato, questo incremento è da attribuirsi a un'espansione nelle disponibilità in dollari dei paesi partecipanti allo SME. Un ulteriore importo di \$ 0,4 miliardi è stato creato come risultato di operazioni di finanziamento a brevissimo termine. Valutata a prezzi costanti, l'espansione degli ECU ufficiali è ammontata a meno di \$ 3 miliardi.

Lo scorso anno si è manifestato un certo qual ritorno alla composizione delle riserve tipica dei decenni precedenti, con un incremento delle disponibilità in dollari superiore a quello delle riserve in altre valute e un trasferimento di fondi dai depositi bancari verso i buoni del Tesoro e altri titoli. Questa espansione delle disponibilità in dollari rispecchia in parte il profilo geografico della crescita delle riserve. I PVS hanno registrato incrementi insolitamente ampi della loro liquidità internazionale e hanno mostrato una preferenza per gli strumenti denominati in dollari. Diversamente dai paesi europei partecipanti agli AEC, essi in genere non ritengono necessario detenere le valute dei paesi limitrofi a fini d'intervento.

Le stime indicano che riserve in dollari per circa \$ 26 miliardi sono state collocate direttamente negli Stati Uniti, mentre le disponibilità ufficiali nella stessa moneta presso banche al di fuori degli Stati Uniti sarebbero aumentate di soli \$ 8 miliardi circa. Il diminuito ricorso al sistema bancario quale sbocco per le

ECU ufficiali

Preferenza per le disponibilità in dollari ...

... e per i titoli

Composizione delle riserve ufficiali in valuta estera <sup>1</sup>						
Voci	Variazioni					Consistenze a fine 1991
	1987	1988	1989	1990	1991	
	in miliardi di dollari USA					
Totale	142,7	48,9	54,1	84,2	42,5	831,1
Riserve in dollari	103,3	3,8	4,3	36,2	30,2	462,1
di cui detenute:						
negli Stati Uniti	53,8	40,1	-4,1	29,7	25,8	316,6
presso banche al di fuori degli Stati Uniti <sup>2</sup>	15,1	-6,1	2,7	9,6	8,3	107,6
Riserve non in dollari	39,4	45,1	49,8	48,0	12,3	369,0
di cui: detenute presso banche <sup>2</sup>	26,1	24,7	9,3	16,6	-29,5	124,3
Per memoria:						
riserve identificate in:						
marchi	19,3	21,8	23,4	9,5	- 2,1	152,4
yen	7,8	4,6	10,6	16,1	7,7	86,4
ECU privati	1,4	8,1	7,3	13,7	2,3	38,6
sterline	1,3	4,0	2,3	4,3	5,4	30,0
franchi francesi	0,7	1,8	2,7	7,6	10,1	27,5

<sup>1</sup> Stime di fonti FMI e BRI. Variazioni calcolate a tassi di cambio costanti (di fine periodo) al netto degli effetti di cambio. <sup>2</sup> Depositi delle istituzioni monetarie ufficiali presso banche dichiaranti alla BRI. Sono compresi tutti i depositi presso queste banche di Cina, Albania, Bulgaria e, fino al 1989, dell'ex Unione Sovietica.

<sup>1</sup> Stime di fonti FMI e BRI. Variazioni calcolate a tassi di cambio costanti (di fine periodo) al netto degli effetti di cambio. <sup>2</sup> Depositi delle istituzioni monetarie ufficiali presso banche dichiaranti alla BRI. Sono compresi tutti i depositi presso queste banche di Cina, Albania, Bulgaria e, fino al 1989, dell'ex Unione Sovietica.



riserve ufficiali è stato ancora più pronunciato per altre valute. Le disponibilità ufficiali in valute diverse dal dollaro detenute presso le banche dichiaranti alla BRI sono diminuite di circa \$ 30 miliardi; il declino più forte è stato registrato dal marco (\$ 13 miliardi) e dallo yen (\$ 9 miliardi). La riduzione generalizzata del differenziale fra tassi sui depositi delle banche commerciali e sui buoni del Tesoro potrebbe spiegare lo spostamento manifestatosi nella composizione delle disponibilità di riserva a favore dei titoli.

## V. Politica monetaria: aspetti nazionali e internazionali

### Aspetti salienti

Il periodo che comprende il 1991 e i primi mesi del 1992 è stato caratterizzato da andamenti fortemente contrastanti nella conduzione della politica monetaria e nel coordinamento monetario internazionale. La politica monetaria ha subito un allentamento negli Stati Uniti e in Giappone allo scopo di favorire l'espansione economica, mentre è stata inasprita in Germania per contrastare le spinte inflazionistiche. In un certo numero di paesi le fluttuazioni cicliche dei prezzi delle attività, unitamente all'ingente accumulazione di debito, hanno sollevato la questione se sia opportuno che la politica monetaria reagisca a simili sviluppi. Un'ulteriore questione concerne il modo in cui i cambiamenti nei meccanismi di trasmissione degli impulsi monetari, intervenuti in seguito alla deregolamentazione e innovazione finanziaria degli anni ottanta, abbiano inciso sulle opzioni operative delle banche centrali e sulla loro capacità di conseguire gli obiettivi di inflazione e di crescita economica.

Sebbene nel corso del 1991 siano cresciuti i timori circa i vincoli di breve periodo sull'autonomia monetaria dei singoli paesi europei, in dicembre i Capi di stato e di governo dei paesi CEE hanno raggiunto un accordo che pone le basi per la creazione di un'unione monetaria entro la fine del decennio. Il Trattato di Maastricht statuisce l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi e definisce la struttura di un Sistema europeo di banche centrali autonomo. Esso fissa i criteri di convergenza in termini d'inflazione, nonché di disavanzo e di debito pubblico che i paesi dovranno soddisfare prima di poter aderire all'unione. Permangono tuttavia incertezze quanto al conseguimento dell'obiettivo proclamato e di risultati economici complessivi soddisfacenti.

Lo scorso anno si è caratterizzato per l'assenza di iniziative esplicite volte a coordinare la politica monetaria dei maggiori paesi, giacché in generale le autorità non hanno ritenuto che la situazione le richiedesse. Tuttavia è stato riaffermato il consenso internazionale sull'esigenza di procedere ulteriormente nelle riforme strutturali e di accrescere a medio termine la propensione al risparmio nelle economie industriali. Sono proseguiti nei consessi internazionali la cooperazione e lo scambio di informazioni, che potranno fornire la base per un più stretto coordinamento delle politiche qualora ne riemergesse la necessità.

### La politica monetaria nel 1991–92

#### *Le politiche di tasso d'interesse nelle maggiori economie*

Gli approcci divergenti delle politiche di tasso d'interesse a breve perseguite negli Stati Uniti, in Giappone e in Germania durante gli ultimi dodici mesi sono stati essenzialmente il riflesso delle differenti situazioni congiunturali.



Politiche  
monetarie  
divergenti  
negli Stati Uniti,  
in Giappone  
e in Germania

Tuttavia l'azione delle banche centrali è stata anche condizionata da sviluppi specifici intervenuti nei rispettivi mercati finanziari e del lavoro, nonché dalle differenti valutazioni circa le priorità da attribuire al sostegno dell'attività produttiva ovvero al ripristino della stabilità dei prezzi. L'ulteriore allentamento della politica negli Stati Uniti ha rispecchiato l'intendimento della Federal Reserve di attenuare i vincoli che si riteneva gravassero sul ritmo della ripresa economica a causa delle eccessive esposizioni debitorie e delle condizioni restrittive dal lato dell'offerta del credito. L'elevato livello dei prezzi delle attività e le condizioni tese sul mercato del lavoro sono state alla base della cautela mostrata dalla Banca del Giappone nel favorire un calo dei tassi d'interesse del mercato nei primi mesi del 1991. La politica della Bundesbank ha chiaramente tenuto conto della minaccia posta alla stabilità dei prezzi dalle elevate rivendicazioni salariali e dal disavanzo di bilancio causato dall'unificazione.

Allentamento  
della politica negli  
Stati Uniti...

Il forte calo del tasso sui *federal funds* negli Stati Uniti fra il dicembre 1990 e l'aprile 1991 aveva avuto la finalità di riportare l'economia su un sentiero di crescita moderata compatibile con una ridotta inflazione, controbilanciando l'impatto dei vincoli finanziari. Le indicazioni di un andamento cedente dell'economia hanno indotto ad attuare un ulteriore deciso allentamento della politica monetaria, fra il giugno e il dicembre 1991, mediante una rapida successione di mosse volte a contrastare l'indebolimento della fiducia delle imprese e dei consumatori. Nell'aprile 1992 il tasso sui *federal funds* si situava 4,5 punti percentuali al di sotto del livello di metà 1990.

... e in  
Giappone...

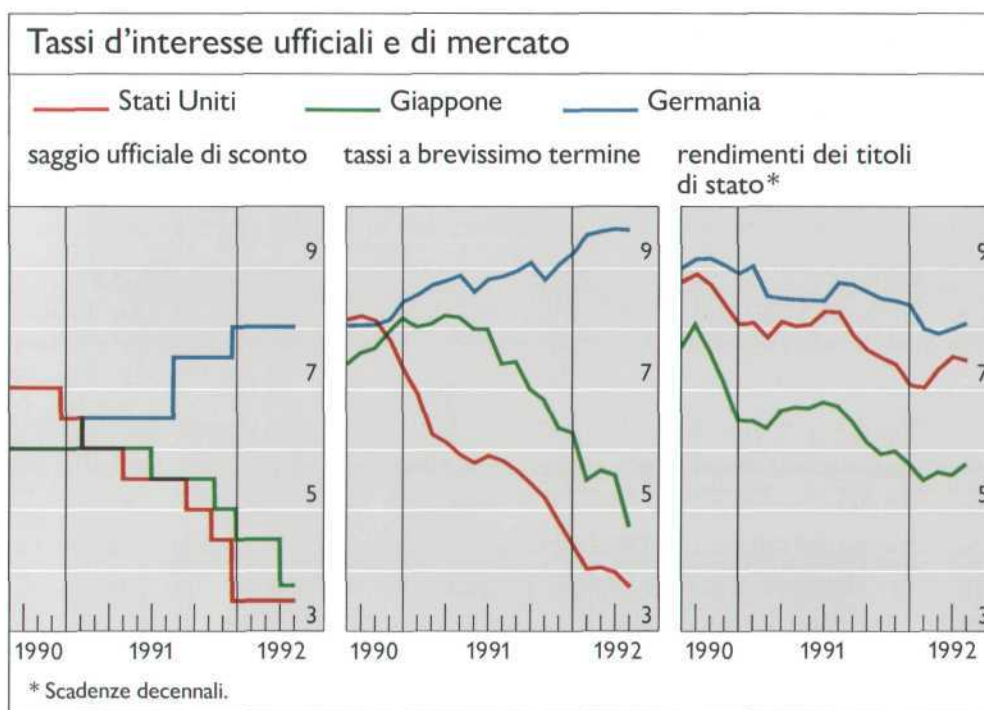
In Giappone, in presenza di un rallentamento del ritmo di crescita economica e di un'attenuazione delle spinte sui prezzi al consumo nel corso del 1991, la politica monetaria è stata manovrata al fine di facilitare un "atterraggio morbido". La Banca del Giappone ha assecondato il calo progressivo dei tassi di mercato a breve a partire dal giugno 1991, abbassando il saggio di sconto ufficiale in quattro riprese fra il mese di luglio e gli inizi di aprile 1992. Le curve dei rendimenti a breve fanno ritenere che ognuna di queste variazioni era da tempo attesa sui mercati.

... in contrasto  
con la Germania

Sebbene anche in Germania le pressioni della domanda aggregata si fossero attenuate fin dalla primavera del 1991, dopo la metà dell'anno le prospettive in termini d'inflazione sono andate deteriorandosi sotto l'influsso di accordi salariali che hanno comportato in media un incremento di quasi il 7% nel 1991, e di ulteriori consistenti rivendicazioni per la tornata contrattuale del 1992. La Bundesbank ha innalzato i tassi ufficiali in tre riprese fra febbraio e dicembre, dando spazio ad un modesto aumento del tasso di mercato a brevissimo termine, che è rimasto generalmente prossimo al tasso "Lombard". L'aumento attuato in dicembre, dopo la conclusione dell'accordo di Maastricht, si è posto in contrasto con la riduzione di un intero punto percentuale del tasso di sconto della Federal Reserve annunciata il giorno successivo.

Reazioni dei tassi  
d'interesse a  
lungo termine...

La politica di tasso d'interesse a breve ha interagito con andamenti fortemente differenziati dei rendimenti a lungo termine. Negli Stati Uniti la lenta risposta ai cali dei tassi a breve e il successivo rimbalzo agli inizi di quest'anno dei tassi a lunga hanno suscitato dubbi circa la capacità di una politica monetaria più lasca di stimolare l'economia. In Germania la discesa dei tassi a lunga in due riprese, ciascuna delle quali seguiva dappresso un inasprimento della politica monetaria,



è stata diffusamente interpretata come un'indicazione della fiducia che l'inflazione sarebbe stata mantenuta sotto controllo. Il successivo rialzo, tuttavia, è stato un chiaro indizio del fatto che in mercati finanziari globalizzati le dinamiche dei rendimenti obbligazionari nei diversi paesi sono alquanto sincronizzate.

Gli effetti sul tasso di cambio delle discordanti politiche monetarie non sono stati visti con sfavore. Invero, i mercati valutari sono stati considerati ovunque come un importante canale di trasmissione della politica monetaria. Il divergente orientamento della manovra monetaria ha chiaramente contribuito al deprezzamento del dollaro nel periodo luglio-dicembre 1991, il quale non si poneva in conflitto con gli obiettivi interni dei maggiori paesi. La Federal Reserve ha accettato un certo indebolimento del dollaro in quanto potenzialmente utile nel promuovere la crescita delle esportazioni statunitensi. La Banca del Giappone, per converso, ha visto nel graduale rafforzamento dello yen un valido strumento per favorire l'aggiustamento esterno. La Bundesbank è parsa ritenere che l'apprezzamento del marco rispetto al dollaro avrebbe contribuito a moderare l'inflazione da costi.

Il rallentamento dell'espansione del credito negli Stati Uniti e in Giappone si è rispecchiato nell'andamento degli aggregati monetari ampi. In certa misura la ridotta crescita monetaria ha potuto essere riguardata come argomento a favore di un allentamento della politica. Tuttavia, la collocazione temporale e la portata della manovra monetaria sono state influenzate principalmente dagli sviluppi correnti sul piano dell'economia e della fiducia degli operatori economici. In Germania una certa accelerazione nella crescita della moneta indotta dall'espansione del credito nel corso del 1991 è stata una delle ragioni alla base dell'inasprimento della politica in dicembre.

#### *Le politiche di tasso d'interesse negli altri paesi dello SME*

Fra il gennaio e l'aprile 1991 taluni paesi che partecipano agli Accordi europei di cambio (AEC) dello SME con banda di fluttuazione ristretta – Francia, Belgio,

... dei tassi  
di cambio ...

... e degli  
aggregati  
monetari  
e creditizi



Politica  
monetaria  
nei paesi aderenti  
alla banda stretta  
degli AEC

Danimarca, Irlanda e Italia – si sono avvalsi della debolezza del marco per favorire la discesa dei tassi d'interesse di mercato influenzabili dalla politica monetaria. I tassi a breve in Francia, Belgio e Danimarca sono venuti a collimare con i tassi tedeschi, come era avvenuto già da lungo tempo per quelli dei Paesi Bassi.

In Belgio e nei Paesi Bassi, dove la politica della banca centrale si è basata sul mantenimento delle fluttuazioni del cambio con il marco entro margini assai più ristretti di quelli previsti dalla fascia degli AEC, i tassi del mercato monetario sono rimasti molto vicini a quelli tedeschi. A testimonianza dello stretto coordinamento della politica monetaria, in agosto e in dicembre si sono avuti incrementi sincronizzati dei tassi ufficiali in Germania, nei Paesi Bassi, in Belgio, in Danimarca e – all'esterno dello SME – in Austria, dove si è continuato a mantenere le oscillazioni del cambio con il marco entro margini assai ristretti. In dicembre i tassi ufficiali sono stati innalzati anche in Italia e in Irlanda. In considerazione del rallentamento dell'attività economica interna la Banca di Francia ha consentito al franco francese di restare in prossimità del limite inferiore della fascia AEC, ed ha incoraggiato modesti cali autonomi dei tassi interni a breve, riducendo in due riprese, in marzo e in ottobre, i propri tassi d'intervento sul mercato monetario. In entrambe le occasioni i tassi di mercato a tre mesi sono successivamente aumentati rispetto a quelli tedeschi. Il tentativo di abbassare i tassi unilateralmente potrebbe di fatto aver contribuito a indebolire la fiducia del mercato. In dicembre il tasso ufficiale di intervento sul mercato monetario è stato innalzato al livello degli inizi del 1991. Nell'ultima parte dell'anno, in particolare dopo che una svalutazione del marco finlandese ha indotto gli operatori del mercato a dubitare della credibilità di altri impegni di cambio, i tassi del mercato monetario sono nettamente saliti anche in Italia, Danimarca e Irlanda.

Relazioni  
intercorrenti  
fra i tassi a breve  
negli AEC

A tratti, nel 1991 i tassi d'interesse a tre mesi in Belgio, nei Paesi Bassi, in Francia e in Danimarca sono calati al disotto di quelli tedeschi. Tale situazione non è tuttavia durata a lungo, benché i tassi correnti di incremento dei prezzi al consumo nella maggior parte dei predetti paesi fossero scesi ad un livello inferiore a quello della Germania. I tassi d'interesse a breve nei paesi AEC sono ormai soggetti a un serrato arbitraggio attraverso i mercati eurovalutari. In mancanza di indicazioni che le autorità intendessero traslare i differenziali d'inflazione correnti in un riallineamento verso l'alto nei confronti del marco tedesco, gli operatori del mercato monetario avevano scarsa convenienza ad offrire tassi d'interesse sulle altre valute AEC molto più bassi di quelli sugli strumenti in marchi. I tassi tedeschi hanno agito sostanzialmente da limite inferiore per i tassi degli altri paesi. In linea di principio le forze di mercato avrebbero avuto spazio per determinare un leggero apprezzamento rispetto al marco delle monete che si situavano nella parte inferiore della fascia AEC. Tuttavia un siffatto apprezzamento appariva poco verosimile, visto che i governi non nascondevano il loro desiderio di una riduzione dei tassi d'interesse. In Francia, nei primi mesi del 1992 una politica del tasso d'interesse che ha permesso al franco francese di avvicinarsi al marco tedesco nella fascia AEC pare aver contribuito a restringere progressivamente i differenziali d'interesse a breve fra la Francia e la Germania.

La convergenza delle politiche monetarie e la fiducia negli impegni di cambio in seno allo SME si sono parimenti rispecchiate nei cali registrati fra gli

Tassi del mercato monetario e rendimenti dei titoli di stato nei paesi dello SME									
Paesi	Tassi interbancari a tre mesi <sup>1</sup>						Rendimenti obbligazionari <sup>2</sup>		
	livelli				differenziali <sup>3</sup>		livelli		
	dic. 1989	dic. 1990	aprile 1991	marzo 1992	ott. 1991	dic. 1991	marzo 1990	marzo 1991	marzo 1992
	fine mese, in percentuale								
Germania	8,3	9,2	9,2	9,8			8,7	8,6	8,1
Paesi Bassi	8,8	9,5	9,2	9,6	-0,06	0,09	8,8	8,8	8,5
Belgio	10,4	10,1	9,2	9,8	-0,03	0,02	9,9	9,4	8,9
Francia	11,4	10,1	9,3	10,2	-0,22	0,64	9,6	9,1	8,8
Danimarca	12,1	10,4	9,9	10,2	-0,16	0,27	10,5	9,4	8,9
Irlanda	12,1	11,5	10,2	10,7	0,75	1,08	10,4	9,3	8,8
Italia	12,6	12,4	11,3	11,9	1,53	2,20	12,3	11,4	11,0
Regno Unito	15,2	14,0	11,8	10,8	0,99	1,27	12,5	10,1	9,9
Spagna	16,2	15,3	13,5	12,6	3,12	3,35	14,8	12,7	11,3
Portogallo	13,8	13,6	14,2	13,5	4,73	4,53	15,2	15,2	12,5
Grecia	18,3	27,1	18,3	22,0	13,63	18,63	.	.	.

<sup>1</sup> Per la Grecia, tasso interbancario a un mese; per il Portogallo, buoni del Tesoro. <sup>2</sup> Per il Portogallo, totalità delle emissioni. <sup>3</sup> Rispetto alla Germania.  
Fonte: statistiche nazionali.

inizi del 1991 e la primavera del 1992 dai tassi d'interesse a lungo termine in tutti i paesi partecipanti alla fascia ristretta degli AEC.

Nei primi mesi del 1991 la politica antinflazionistica perseguita in Spagna, che ha mantenuto la peseta vicina al limite superiore della sua banda di oscillazione ampia, è parsa a tratti ostacolare un calo dei tassi d'interesse a breve nel Regno Unito e in Francia. Tale vincolo è stato allentato nell'estate mediante una flessione dei tassi d'interesse sulla peseta, in parte incoraggiata alla luce delle decrescenti pressioni inflazionistiche interne. Agli inizi del 1992, dopo un leggero aumento dei tassi d'interesse spagnoli del mercato monetario, la peseta e la sterlina si trovavano nuovamente alle estremità opposte delle loro fasce di fluttuazione ampie. Lo scorso anno nel Regno Unito l'impegno di cambio nell'ambito della banda ampia si è dimostrato nel complesso compatibile con sensibili cali dei tassi sia a breve che a lungo termine. In Portogallo, paese che ha aderito agli AEC nell'aprile 1992 con una parità centrale che comportava un tasso di cambio di mercato situato nella zona superiore della fascia del 6%, i tassi d'interesse sono calati considerevolmente nel periodo 1991-92.

Politica monetaria negli altri paesi CEE...

### *Le politiche di tasso d'interesse in altri paesi industriali*

Dopo che la Norvegia nell'ottobre 1990 aveva adottato per la propria moneta un ancoraggio all'ECU in sostituzione di un paniere valutario ponderato in base all'interscambio, la Svezia e la Finlandia hanno annunciato, rispettivamente nel maggio e nel giugno 1991, un impegno unilaterale a stabilizzare il tasso di cambio delle rispettive monete in termini di ECU. Sebbene vi sia stata una convergenza dei tre paesi per quanto riguarda il regime di cambio, i margini di fluttuazione notificati attorno al tasso centrale vanno ancora dal  $\pm 1,5\%$  nel caso

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



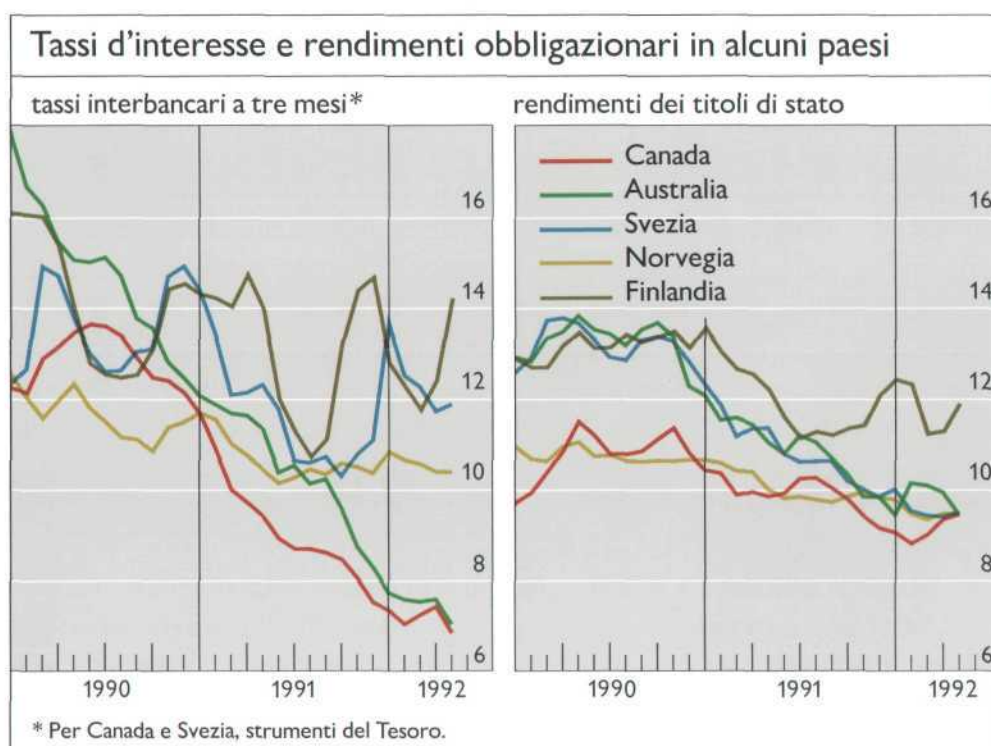
della Svezia al  $\pm 3\%$  in quello della Finlandia. I nuovi parametri, adottati senza modificare le parità, sono stati considerati dai mercati più rigorosi di quelli a cui si sostituivano. In tutti e tre i casi ne è seguito un sensibile calo dei tassi d'interesse. Gli effetti di una perdita di credibilità sono tuttavia apparsi in seguito, allorché in un contesto di perturbazioni esterne e di difficoltà nel concludere un accordo salariale nazionale, i tassi a tre mesi in Finlandia sono saliti a circa il 20%. Dopo che il marco finlandese è stato svalutato del 12,3% rispetto all'ECU, essi sono leggermente regrediti, per poi risalire nuovamente agli inizi dell'aprile 1992. In quel momento i tassi d'interesse a lungo termine in Finlandia erano ad un livello pari a quello presente prima dell'ancoraggio all'ECU. In Svezia i tassi a tre mesi hanno toccato punte di quasi il 16% a dicembre e del 12,5% nell'aprile 1992 ma, apparendo ben salda la determinazione della Riksbank di opporsi ad una svalutazione della corona, essi erano ridiscesi all'11,5% verso la fine dell'aprile di quest'anno; i tassi a lungo termine risultavano calati al 10%.

... Svizzera ...

In Svizzera i cali dei tassi di mercato monetario indotti dalle autorità nel dicembre scorso hanno subito una brusca correzione nei primi mesi del 1992, allorché il cambio del franco svizzero rispetto al marco tedesco è divenuto oggetto di forti pressioni al ribasso. Verso la fine di marzo i tassi a tre mesi erano risaliti ai livelli degli inizi del 1991. Anche se i rendimenti delle obbligazioni in franchi svizzeri sono rimasti inferiori a quelli tedeschi – una situazione riscontrabile da almeno trent'anni – tale esperienza sembra confermare che in una piccola economia aperta la moneta fluttuante può non sempre concedere un ampio margine di manovra alla politica monetaria.

... Canada  
e Australia

In Canada, dalla primavera dello scorso anno è stata incoraggiata una diminuzione relativamente ampia dei tassi d'interesse a breve termine alla luce della grave recessione economica e del netto regresso dell'inflazione. I rendimenti a lunga sono calati in misura maggiore di quelli statunitensi. Nel 1991 i tassi



d'interesse a breve sono stati sensibilmente abbassati anche in Australia. Il fatto che nel febbraio 1992 i tassi a lunga in Canada e in Australia si situassero a livelli analoghi a quelli norvegesi e svedesi conferma come le connessioni internazionali con mercati di maggiori dimensioni possano influenzare i tassi d'interesse a lungo termine indipendentemente dal regime di cambio adottato.

## L'efficacia della politica monetaria

Il rallentamento economico, accompagnato in alcuni paesi da tensioni finanziarie, pone la questione di quanto attivamente debba intervenire la politica monetaria di fronte a tale situazione. Ci si può domandare se un deciso abbassamento dei tassi d'interesse sia in grado, nella misura in cui allevia l'onere debitorio e arresta il declino dei prezzi delle attività, di stimolare efficacemente la ripresa economica, e quali possano essere le implicazioni per la stabilità dei prezzi su diversi orizzonti temporali.

### *I differenti approcci di politica monetaria e il meccanismo di trasmissione*

Le valutazioni da parte delle banche centrali circa i vantaggi dei diversi approcci alla politica monetaria hanno chiaramente cominciato a divergere. In certa misura la disparità di vedute pare riguardare il ruolo delle aspettative e degli altri canali attraverso cui la politica monetaria agisce sull'attività economica e sul livello dei prezzi, nonché la durata e la variabilità dei connessi sfasamenti temporali. In alcuni paesi durante gli ultimi anni sono intervenuti sostanziali cambiamenti nel processo di trasmissione della politica monetaria in seguito alla deregolamentazione e innovazione finanziaria. Essi hanno inciso sul ruolo svolto dai tassi d'interesse, dai prezzi delle attività, dagli aggregati monetari e creditizi e dal tasso di cambio. Alcuni dei cambiamenti hanno palesemente accentuato le differenze fra i tipi di vincoli ai quali i paesi sono sottoposti nel formulare la politica monetaria.

Cambiamenti  
nei meccanismi  
di trasmissione  
della politica  
monetaria

Negli ultimi anni la politica monetaria nel mondo industrializzato si è basata sull'assunto che un impegno al perseguimento della stabilità dei prezzi avrebbe conseguito risultati economici complessivi più soddisfacenti. Verso la fine degli anni ottanta una più bassa inflazione si è associata in genere ad una migliorata dinamica della crescita, ma in alcuni paesi un ciclo dei prezzi delle attività e l'accumularsi dell'indebitamento hanno contribuito infine all'instaurarsi di una protratta recessione. L'innovazione finanziaria e il ciclo del debito hanno altresì distorto taluni aggregati monetari che erano stati utilizzati per definire un corso antinflazionistico a medio termine. In generale la politica monetaria è stata riformulata maggiormente in funzione del tasso di cambio o dell'impegno a medio termine alla stabilità dei prezzi. Nondimeno, alcune banche centrali ritengono ora che in presenza di sensibili cali dei tassi d'inflazione correnti la politica possa senza rischio essere indirizzata in maggiore misura a promuovere la ripresa del prodotto e dell'occupazione.

Non vi è mai stata la presunzione che il perseguimento di politiche stabili avrebbe di per sé ovviato alla necessità di aggiustamenti del tasso d'interesse in risposta a perturbazioni esterne o interne tendenti ad accrescere o a ridurre il potenziale inflazionistico. In alcuni paesi l'effetto di una diminuzione dei tassi d'interesse del mercato monetario sull'attività economica a breve termine,



Differenti  
meccanismi  
di trasmissione  
e approcci  
di politica  
monetaria ...

e sull'inflazione nel più lungo periodo, potrebbe essere divenuto più debole e meno sicuro in un contesto di prezzi calanti delle attività e di un elevato indebitamento. Talune banche centrali sono giunte alla conclusione che erano quindi giustificati più ampi cali dei tassi a breve. In altri paesi, tuttavia, le pressioni inflazionistiche interne o il desiderio di rispettare gli impegni di cambio hanno deposto a sfavore di flessioni dei tassi d'interesse che non fossero funzionali alla credibilità di tali impegni. In varia misura il limitato margine per ulteriori riduzioni del premio per il rischio di cambio nei confronti del marco tedesco, unitamente alle più strette connessioni internazionali dei tassi d'interesse risultanti dalla rimozione dei controlli valutari, potrebbe aver ridotto in molti paesi europei lo spazio di manovra della politica di tasso d'interesse. Fondamentalmente, i vincoli sono stati tuttavia considerati come parte integrante delle politiche a medio termine al cui perseguimento le autorità monetarie restano fermamente impegnate.

... negli  
Stati Uniti ...

Negli Stati Uniti, dove, ancor più che in altre economie maggiori, i modelli più diffusamente usati continuano ad indicare che le variazioni dei tassi d'interesse determinati dalla manovra monetaria agiscono sull'inflazione principalmente influenzando la relazione fra l'attività economica e il potenziale produttivo, lo scorso anno la Federal Reserve ha potuto basarsi sull'effetto della recessione nel moderare le spinte inflazionistiche. In considerazione delle dimensioni dell'economia, dell'impatto relativamente limitato dei costi all'importazione sul tasso d'inflazione e dei mercati del lavoro relativamente flessibili, anche il meccanismo di trasmissione del tasso di cambio ha potuto ancora essere considerato come fattore operante principalmente attraverso la domanda effettiva. Più che altrove ci si poteva aspettare che la politica monetaria influenzasse la dinamica dei prezzi con un lungo sfasamento temporale, e si poteva sperare che eventuali effetti avversi avrebbero potuto essere minimizzati se la politica fosse stata tempestivamente inasprita allorché l'economia avesse cominciato a riprendersi. L'esperienza del passato non era molto incoraggiante a tale riguardo, ma dato il rischio che i prezzi calanti delle attività potessero ulteriormente indebolire le istituzioni finanziarie, la politica monetaria è stata finalizzata principalmente a stimolare la spesa delle imprese e dei consumatori.

... in Giappone,  
Canada ...

In Giappone lo scorso anno la politica monetaria è stata indirizzata in misura crescente a sostenere l'attività economica. In Canada la manovra del tasso d'interesse è stata ulteriormente corretta, alla luce dell'evoluzione del cambio, con l'obiettivo di influenzare le condizioni monetarie. Dal febbraio 1991 essa opera peraltro nel quadro di un sentiero programmatico annunciato di graduale abbassamento dell'inflazione, inteso a fornire un ancoraggio alle aspettative inflazionistiche.

... e nei paesi  
europei

Nella maggior parte dei paesi europei la conduzione della politica monetaria ha continuato a tenere conto in modo particolare degli influssi in termini di aspettative e di costi agenti sull'inflazione attraverso il canale del tasso di cambio. Sebbene in diversi paesi i cali dei prezzi delle attività e l'accumulazione di debito ostacolassero la ripresa economica, le banche centrali hanno ritenuto che il mantenimento di uno stabile corso di politica monetaria era necessario per rafforzare la fiducia. In Europa un siffatto corso potrebbe essere facilmente definito in termini di tasso di cambio, vista l'importanza che questa variabile ha

nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria e dato il parametro di inflazione relativamente basso stabilito da un nucleo di paesi partecipanti fin dall'origine alla banda di fluttuazione ristretta degli AEC.

Gli sviluppi osservati in Germania negli ultimi due anni confermano, tuttavia, che i processi di trasmissione della politica monetaria possono altresì essere fortemente condizionati da spostamenti nella posizione e nell'orientamento della finanza pubblica in presenza di mercati del lavoro ancora rigidi, quand'anche il governo della moneta sia mantenuto su una rotta volta a stabilizzare le aspettative inflazionistiche. La Bundesbank ha segnalato chiaramente la sua intenzione di perseguire una politica monetaria non accomodante. Allorché le pressioni della domanda hanno cominciato ad allentarsi è apparso sempre più chiaro che le implicazioni per la dinamica futura del prodotto e dei prezzi sarebbero dipese dal comportamento dei sindacati e dei datori di lavoro.

L'elevato grado di apertura dell'economia e la rigidità verso il basso dei salari reali sono tra le ragioni per cui le banche centrali della maggior parte dei paesi costituenti il nucleo degli AEC basano da tempo la propria politica monetaria su un impegno di tasso di cambio. In alcuni paesi che negli ultimi anni hanno stabilito legami più stretti con lo SME o l'ECU, nonostante la diversità delle strutture economiche e finanziarie le politiche impennate sul tasso di cambio hanno comunque contribuito a ridurre gli elevati tassi d'inflazione. Resta da vedere se in un contesto di più bassa inflazione taluni di questi paesi non saranno indotti a riconsiderare le opzioni di tasso di cambio che essi attualmente escludono.

### *Meccanismi di trasmissione del tasso d'interesse*

La liberalizzazione dei controlli sui tassi d'interesse, sull'erogazione del credito e sulle operazioni finanziarie interne e internazionali ha attenuato in molti paesi i tradizionali vincoli di liquidità gravanti sui consumatori e sulle imprese. In tale nuovo contesto ci si poteva aspettare che i prezzi del mercato finanziario e i tassi di cambio fossero i principali canali di trasmissione degli impulsi monetari all'economia. In alcuni paesi l'incremento degli indici di indebitamento e dei prezzi delle attività seguito alla deregolamentazione sembrava accrescere l'impatto potenziale di un aumento dei tassi d'interesse sui consumi e sugli investimenti. Si ammetteva che taluni degli effetti dipendono dalle reazioni in termini di aspettative, notoriamente non facili da prevedere, e che avrebbe potuto prodursi un indebolimento della fiducia qualora presso gli operatori economici fosse maturata la convinzione che i prezzi delle attività e l'onere debitorio erano ormai saliti oltre misura. La questione di quanto potesse essere efficace un calo dei tassi d'interesse nel rivitalizzare la fiducia riceveva scarsa attenzione. Lo scorso anno, tuttavia, ha preso corpo il timore, specie negli Stati Uniti, che la minore incisività della politica monetaria sui rendimenti a lungo termine e sui tassi d'interesse applicati dalle istituzioni finanziarie ne stesse riducendo la capacità di influenzare la domanda e offerta di credito e l'andamento dell'attività economica.

*Tassi d'interesse applicati dalle istituzioni finanziarie.* In molti paesi l'accresciuta concorrenza tra le banche e altre istituzioni finanziarie, nonché lo sviluppo di nuovi strumenti di mercato quali i fondi del mercato monetario e la

Cambiamenti  
nell'efficacia  
dei meccanismi  
di trasmissione  
dei tassi  
d'interesse



Effetti della  
deregolamen-  
tazione e  
innovazione  
finanziaria

*commercial paper* hanno determinato un notevole aumento della quota delle passività bancarie remunerate a tassi d'interesse collegati al mercato. Nel caso delle maggiori banche in Giappone tale quota è salita da circa il 10% nel 1980 ad oltre il 70% nel 1990. Negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Francia vi è stata una considerevole espansione nell'importanza relativa dei nuovi strumenti, nonché di quella dei tradizionali depositi a vista, vincolati e a risparmio che offrono rendimenti collegati ai tassi di mercato. Le banche in Giappone, nel Regno Unito e negli Stati Uniti hanno altresì adottato procedure più flessibili per adeguare i tassi attivi primari. Negli Stati Uniti sono stati utilizzati contratti a tasso d'interesse variabile per una parte consistente dei nuovi prestiti per abitazioni. A partire dai primi anni ottanta in Francia, nei Paesi Bassi e in Germania si sono ristretti e sono divenuti meno variabili i differenziali fra i tassi attivi primari (o medi) delle banche e i tassi del mercato monetario.

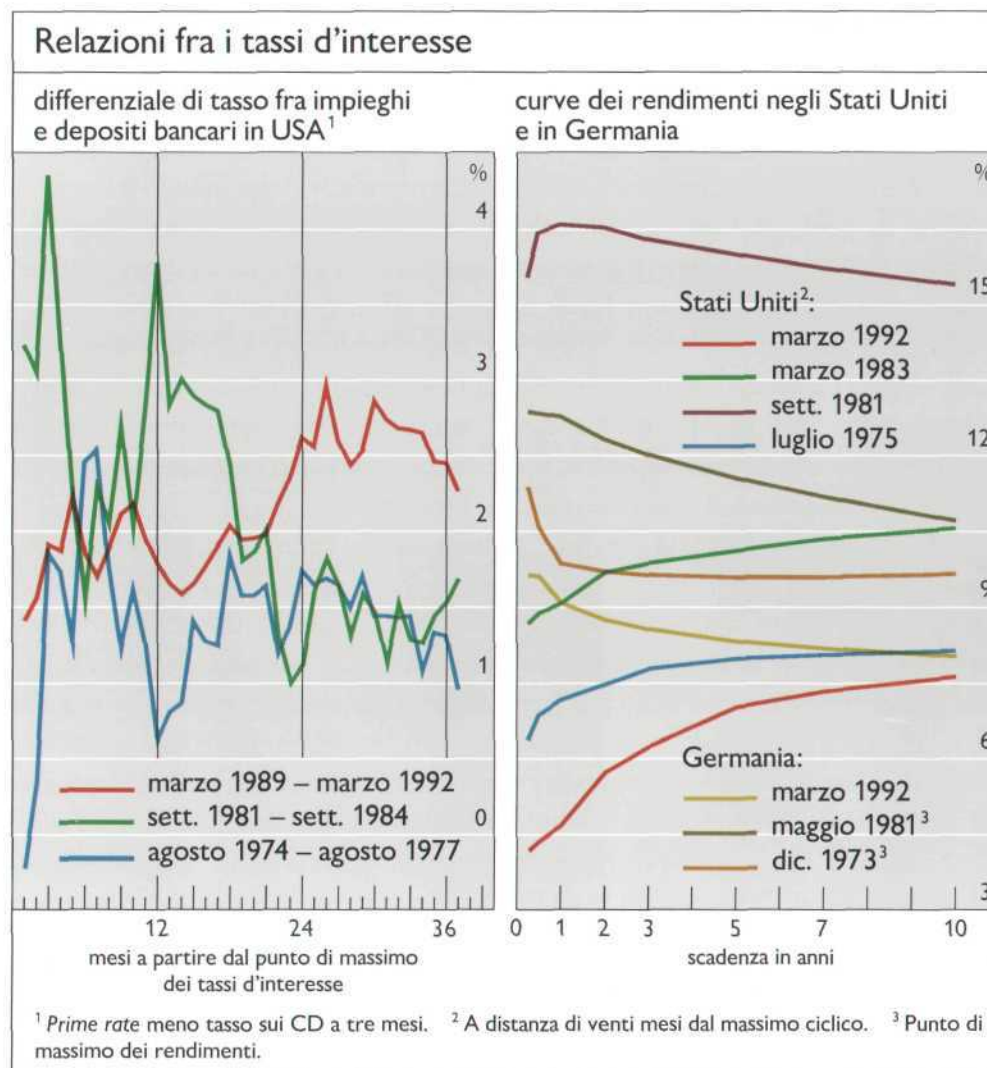
L'accresciuta reattività dei tassi d'interesse sui depositi ai movimenti dei tassi di mercato ha indebolito i meccanismi di trasmissione che si basavano sulle variazioni di questo differenziale per influenzare la capacità di erogare credito delle istituzioni di deposito. L'influsso delle variazioni nei tassi di mercato sui margini di profitto e sull'offerta di credito delle banche è diminuito in Francia, dove la quota rispettiva delle passività e delle attività remunerate a tassi di mercato è ora dello stesso ordine di grandezza. Negli Stati Uniti si riteneva fino ad epoca recente che una più debole incidenza della politica monetaria sulla disponibilità di fondi per investimenti in abitazioni, in seguito alla deregolamentazione dei tassi sui depositi e all'espansione degli strumenti negoziabili emessi a fronte di prestiti ipotecari negli anni ottanta, fosse pienamente controbilanciata da un rafforzamento di altri effetti dei tassi d'interesse sulla domanda aggregata, e in particolare di quelli operanti attraverso il tasso di cambio.

Impatto  
delle pressioni  
finanziarie  
sulle banche

Negli ultimi due anni, tuttavia, le pressioni finanziarie cui sono state soggette le banche statunitensi hanno indotto queste ultime a cercare di migliorare i margini di profitto sia riducendo i tassi attivi in misura inferiore al calo dei tassi del mercato monetario, sia contendendosi meno attivamente i nuovi depositi. Nel 1991-92 lo scarto fra i tassi primari delle banche e i tassi sui certificati di deposito a tre mesi sembra essere rimasto notevolmente più ampio che in precedenti periodi di allentamento della politica monetaria. I tassi d'interesse applicati dalle banche a crediti personali sono calati ancor meno. Pertanto, parte della diminuzione dei *federal funds* non è stata traslata sugli impieghi. In Giappone le banche hanno continuato ad aggiustare flessibilmente i loro tassi attivi primari a breve in relazione ai tassi del mercato monetario, abbassandoli generalmente in anticipo rispetto alle diminuzioni del saggio ufficiale di sconto. Vi sono indicazioni che le banche in Giappone, nel Regno Unito, in Francia, in Norvegia e in alcuni altri paesi hanno innalzato selettivamente i margini per certe categorie di impieghi, in reazione alle pressioni sui loro profitti e ad un deterioramento del merito creditizio dei mutuatari.

Importanza  
della reazione  
dei tassi a lunga

*Tassi d'interesse a lungo termine.* Negli Stati Uniti, dove l'edilizia residenziale e l'attività di costruzione in genere reagiscono prontamente a movimenti dei tassi a lunga, l'impatto della politica monetaria dipende notevolmente dalla risposta di questi ultimi alle variazioni dei tassi a breve. Un raffronto con fasi analoghe di precedenti cicli economici mostra che la curva dei rendimenti negli



Stati Uniti presentava un'inclinazione positiva particolarmente accentuata nel marzo 1992 sebbene il livello dei rendimenti obbligazionari fosse inferiore rispetto agli altri periodi considerati nel grafico. Particolarmente nella misura in cui tale inclinazione può essere attribuita al convincimento che la Federal Reserve avrebbe intrapreso qualsiasi azione ritenuta necessaria per sostenere la ripresa, essa è indicativa di un vincolo implicito all'efficacia di politiche interventistiche. Durante la recessione sono aumentati i premi di rischio pagati da molti emittenti obbligazionari privati, in conseguenza del declassamento subito da imprese finanziarie e non finanziarie. In Giappone, dove nel 1991-92 sono fortemente diminuiti i rendimenti obbligazionari, anche i tassi attivi primari a lungo termine hanno registrato un sensibile calo.

Nel 1989-92 la curva dei rendimenti in Germania è stata piatta o negativa, per la prima volta dal 1981-82, quando la politica monetaria era riuscita a ripristinare la fiducia soltanto dopo che i tassi a breve erano saliti a livelli ben superiori a quelli osservabili di recente. Benché nella maggior parte dei paesi europei le emissioni di obbligazioni rappresentino di norma soltanto una quota modesta del finanziamento delle imprese, i rendimenti obbligazionari possono avere un ruolo significativo nella programmazione degli investimenti. I tassi d'interesse su un'ampia quota di nuovi crediti erogati dalle istituzioni finanziarie



per investimenti residenziali e industriali sono collegati ai rendimenti obbligazionari, e lo scorso anno paiono in genere essere stati corretti verso il basso, anche nei paesi aderenti allo SME in cui i tassi a breve sono saliti.

### *Prezzi delle attività e indebitamento*

L'enorme incremento del valore delle attività e del volume del debito del settore privato intervenuto in molti paesi durante gli anni ottanta era considerato da molti come potenzialmente in grado di rafforzare gli effetti di ricchezza e di reddito sulla spesa esercitati da variazioni dei tassi d'interesse. Una questione è se la politica monetaria abbia contribuito al ciclo dei prezzi delle attività e all'aumento degli oneri debitori. Altra questione è se la politica monetaria debba cercare di compensare gli effetti dell'onere debitorio e della caduta dei prezzi delle attività.

Cause dell'accumulazione di debito negli Stati Uniti

Negli Stati Uniti l'aumento degli indici di indebitamento delle famiglie e delle imprese durante gli anni ottanta non è attribuibile primariamente alla politica monetaria, anche se le aspettative che il perdurare dell'inflazione avrebbe alleviato l'onere del debito sono state senz'altro una delle determinanti. L'accumulo di debito non si è associato ad aumenti generalizzati dei prezzi delle attività su scala paragonabile a quella riscontrata in alcuni altri paesi. Il rapporto fra le attività finanziarie private e il PNL è rimasto inferiore alle punte toccate negli ultimi anni sessanta. A partire dal 1985 circa l'incremento dei prezzi delle abitazioni è stato in media leggermente superiore a quello dell'indice generale, ma il valore degli immobili non residenziali ha continuato a calare in termini reali. L'eccesso di investimento in fabbricati commerciali e le conseguenti perdite su crediti delle istituzioni finanziarie sono in gran parte imputabili a incentivi fiscali successivamente rimossi, alle pressioni concorrenziali subite dalle banche e all'inadeguata vigilanza sulle casse di risparmio abilitate a compiere nuovi tipi di impieghi. L'aumento del debito delle imprese si è associato al ritiro di capitale azionario, specie in connessione a operazioni di fusione e di *buyout*, finanziate essenzialmente con capitale di prestito, che hanno contribuito alla necessità di ristrutturare i bilanci societari.

Risposta sul piano della politica monetaria

Ritenendo che la politica monetaria dovesse impegnarsi attivamente per contrastare gli effetti dell'accumulo di debito sull'andamento dei mercati dei beni e del lavoro, la Federal Reserve aveva iniziato ad allentare le condizioni monetarie già agli inizi del 1989, ossia ben prima che prendesse avvio la recessione. L'ulteriore abbassamento dei tassi d'interesse a breve nel 1990 e 1991 era inteso non soltanto a stimolare le categorie di spesa normalmente sensibili al costo del denaro, ma anche a facilitare la ristrutturazione finanziaria e ad alleviare l'onere degli interessi.

Prezzi delle attività e accumulazione di debito in altri paesi

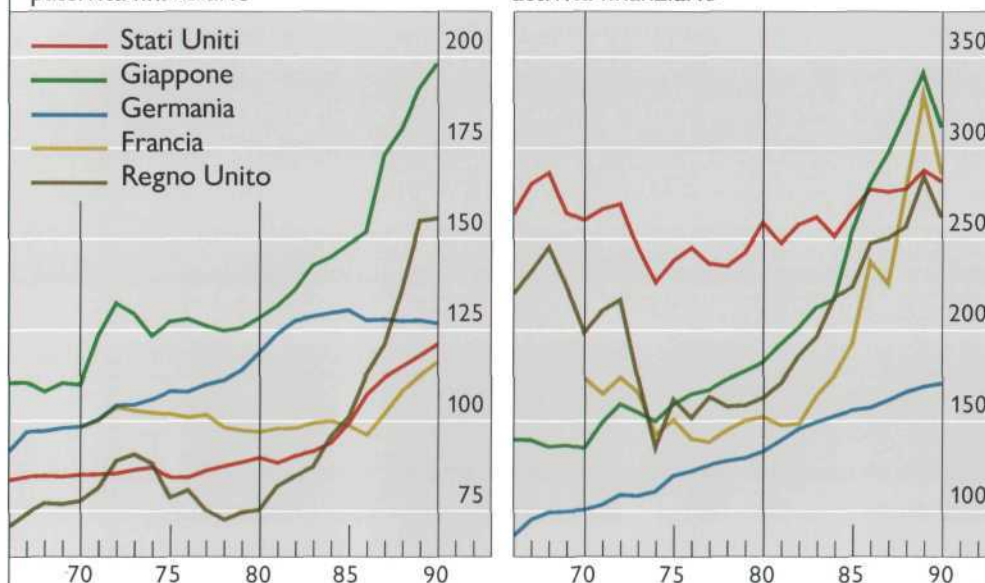
Il forte incremento del rapporto debito/reddito delle famiglie nel corso degli anni ottanta in Giappone, Regno Unito e Svezia ha probabilmente reso più sensibile la spesa di questo settore alle variazioni dei costi per interessi. Il concomitante aumento delle attività delle famiglie è per lo più attribuibile al maggior valore delle abitazioni, che generalmente non contribuisce al flusso di reddito. Nel Regno Unito la proprietà dell'abitazione è divenuta molto più diffusa con la privatizzazione di case popolari, e il settore delle famiglie nel complesso è passato addirittura a una posizione debitoria netta relativamente alle attività

## Passività e attività finanziarie del settore privato non finanziario\*

in percentuale del PNL

passività finanziarie

attività finanziarie



\* Settore famiglie e imprese, non consolidato; per la Germania e la Francia, comprese le imprese pubbliche. Esclusi i crediti commerciali e, dal lato delle passività, le azioni.

Fonte: statistiche nazionali.

a tasso d'interesse variabile. Negli anni ottanta anche in Francia e in Italia si è avuto un considerevole aumento del debito delle famiglie a seguito della deregolamentazione ma, al pari del Giappone, esso si è accompagnato a una crescita assai maggiore delle attività finanziarie del medesimo settore. Anche se è probabilmente aumentato il numero delle posizioni finanziarie equilibrate, in varia misura l'onere debitorio in conto capitale e interessi è divenuto eccessivamente gravoso allorché i prezzi delle attività hanno preso a calare e le prospettive di crescita del reddito si sono degradate.

In Giappone il forte aumento dell'indice di indebitamento delle imprese durante lo scorso decennio è in gran parte ascrivibile alla raccolta di fondi mediante strumenti collegati alle azioni, usati in parte per finanziare l'accumulazione di attività finanziarie. Durante lo stesso periodo l'indice di indebitamento è parimenti cresciuto in misura cospicua nel Regno Unito e in alcuni paesi nordici, mentre negli altri paesi europei gli eventuali incrementi sono stati generalmente modesti. In diversi casi la migliorata capacità di autofinanziamento delle imprese può addirittura aver reso gli investimenti meno sensibili ai costi del finanziamento creditizio.

Il considerare le variazioni dei prezzi delle attività e degli indici di indebitamento come elementi del meccanismo di trasmissione della politica monetaria fa sorgere l'ulteriore questione del grado di affidabilità degli effetti connessi, specie nel breve periodo. La manovra dei tassi d'interesse al fine di contrastare un *boom* inflazionistico alimentato dall'aspettativa di prezzi crescenti delle attività ha incontrato difficoltà in molti paesi, come mostrano ad esempio le più recenti

Implicazioni per  
la politica  
monetaria



esperienze di Spagna, Portogallo e Grecia. La lievitazione dei prezzi delle attività nel Regno Unito, in Svezia e Canada durante gli anni ottanta pare essere in parte attribuibile a un tardivo o insufficiente inasprimento della politica monetaria, e la restrizione monetaria ha alla fine contribuito a porre termine al fenomeno. Le banche centrali di questi paesi considerano le loro esperienze come indicative della imprevedibilità delle reazioni e ritengono che il tentativo di adattare la politica monetaria al fine di indurre una più rapida ripresa economica rischia di intaccare ulteriormente la fiducia.

### *Gli aggregati monetari nel meccanismo di trasmissione*

Relazione fra  
gli andamenti  
degli aggregati  
monetari ampi e  
le condizioni del  
credito

In alcuni paesi il processo di deregolamentazione e innovazione finanziaria ha incrinato l'efficacia delle strategie impostate su obiettivi annunciati di crescita monetaria miranti a influenzare direttamente le aspettative inflazionistiche, soprattutto in quanto tale processo ha reso più labili i concetti di liquidità espressi dagli aggregati ristretti. In altri paesi, dove erano in uso aggregati ampi, il problema principale è consistito nel *boom* dei prezzi delle attività, che nel Regno Unito, ad esempio, si è accompagnato ad un'intensa concorrenza fra le banche e le "building societies" per espandere gli impieghi e la raccolta. I concetti allargati della quantità di moneta che continuano a servire da obiettivo in Germania e in alcuni altri paesi rimangono sensibili agli spostamenti di portafoglio indotti da variazioni dei tassi d'interesse del mercato. Nella misura in cui questi spostamenti anticipano le risposte nell'economia, gli aggregati possono servire da indicatori segnaletici. Tuttavia, i movimenti nell'offerta di moneta in senso lato sono di solito maggiormente influenzati dalla concomitante dinamica del credito bancario, la loro principale contropartita nei bilanci delle banche. Di conseguenza, gli aggregati monetari ampi rispecchiano spesso variazioni nelle condizioni creditizie che sono collegate agli andamenti correnti dell'attività economica. Proprio per tale motivo, tuttavia, essi talvolta forniscono anche una comprova di sviluppi anomali nel sistema bancario o nelle posizioni finanziarie degli operatori economici.

Conseguenze per  
l'interpretazione  
degli andamenti  
monetari

Anche in alcuni dei paesi in cui la domanda degli aggregati ampi non è altamente stabile in termini econometrici, la velocità di circolazione degli stessi in rapporto al reddito può essere sufficientemente prevedibile da giustificare la fissazione di obiettivi basati sulla crescita stimata del prodotto, o del potenziale produttivo, e su valori programmatici per il tasso d'inflazione. Gli scostamenti dagli obiettivi possono essere indicativi dell'intensità delle potenziali pressioni inflazionistiche. Ciò potrebbe non valere, tuttavia, qualora gli aggregati che mostravano in precedenza una correlazione stabile con l'andamento dell'attività economica e dell'inflazione reagissero a sviluppi del mercato creditizio che influenzano fortemente sugli incentivi delle banche a competere nella raccolta di depositi. Se, come avvenuto negli Stati Uniti nel 1990 e 1991, intervengono in tal modo eccezionali cambiamenti nel costo-opportunità del detenere saldi monetari, non si può affatto presumere in via generale che l'azione della banca centrale diretta a compensare le variazioni della velocità di circolazione sia compatibile con il controllo dell'inflazione nel medio periodo. Un indirizzo di politica monetaria coerente con la stabilità dei prezzi a medio termine va individuato in qualche altra maniera.

Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di espansione						
	Stati Uniti			Giappone	Germania	Francia
	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>	DTI	M <sub>2</sub> + CD	M <sub>3</sub>	M <sub>3</sub>
	quarto trimestre su quarto trimestre, in percentuale					
	1991 obiettivo <sup>1</sup>	2 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> -6 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1-5	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> -8 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	2-3	3-5 <sup>2</sup>
risultato	2,8	1,2	4,5	2,2	5,2	4,2
1992 obiettivo <sup>1</sup>	2 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> -6 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1-5	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> -8 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	ca. 2 <sup>3</sup>	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> -5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	4-6
	Regno Unito	Italia	Spagna	Portogallo	Grecia	Svizzera
	M0	M <sub>2</sub>	ALP	L-	M <sub>3</sub>	MBC
	dicembre su dicembre, in percentuale <sup>4</sup>					
	1991 obiettivo <sup>1</sup>	0-4	5-8	7-11	ca. 12	14-16
risultato	2,2	8,9	12,1	15,2	11,7 <sup>5</sup>	1,4
1992 obiettivo <sup>1</sup>	0-4	5-7	8-11 <sup>5</sup>	12-16	9-12 <sup>5</sup>	1

Nota: DTI = debito totale dei settori interni non finanziari; M0 = base monetaria ampia; ALP = attività liquide detenute dal pubblico; L- = liquidità totale detenuta dagli operatori residenti non bancari; MBC = moneta della banca centrale.

<sup>1</sup> Per DTI negli Stati Uniti, intervallo di valori orientativo; per M<sub>2</sub> + CD in Giappone e MBC in Svizzera, proiezioni; per L- in Portogallo, parametro-guida. La cifra relativa al 1992 per la Svizzera rappresenta soltanto una direttrice di crescita a medio termine. <sup>2</sup> Abbassato dal 4-6% nel luglio 1991. <sup>3</sup> Secondo trimestre su secondo trimestre. <sup>4</sup> Per il Regno Unito periodi di dodici mesi terminanti nel marzo dell'anno seguente; per la Svizzera, quarto trimestre su quarto trimestre. <sup>5</sup> Nuova definizione.

Fonte: statistiche nazionali.

Negli Stati Uniti la tendenza mostrata da lungo tempo dalle variazioni nella crescita di M<sub>2</sub> ad anticipare i tassi di variazione del credito erogato dalle istituzioni raccogliatrici di depositi e dell'attività economica è divenuta meno affidabile negli ultimi due anni. In retrospettiva, il rallentamento della crescita di M<sub>2</sub> nell'estate del 1991 potrebbe essere interpretato come un sintomo premonitore del successivo indebolimento dell'attività economica; tuttavia la lenta espansione del credito bancario è stato il fattore che ha maggiormente influito sulla relazione fra la quantità di moneta ampia e la crescita del reddito. La risposta di M<sub>2</sub> ai cali dei tassi a breve di mercato è stata smorzata da un abbassamento dei tassi sui depositi, mentre la forte inclinazione della curva dei rendimenti e le allettanti remunerazioni offerte dai fondi di investimento obbligazionari e azionari hanno incoraggiato una dislocazione di depositi verso il mercato finanziario. Un altro fattore preso in considerazione nell'abbassare i valori di obiettivo di M<sub>3</sub> per il 1991 e 1992 è stata l'assunzione delle attività delle casse di risparmio nel bilancio della Resolution Trust Corporation, dove esse sono state finanziate da titoli del Tesoro anziché da depositi.

Anche in altri paesi si erano osservati in precedenza stretti collegamenti tra l'evoluzione dell'offerta di moneta in senso ampio e quella del credito bancario. In Giappone, così come nel Regno Unito, gli andamenti della moneta in senso ampio hanno ricalcato il forte aumento dei prezzi delle attività e del credito negli anni ottanta, nonché il rallentamento nell'espansione creditizia e nella crescita della ricchezza delle famiglie negli ultimi due anni. I differenziali di tasso d'interesse che hanno attratto fondi verso i depositi a risparmio postali, non compresi in M<sub>2</sub>+CD, hanno contribuito a determinare la crescita lenta di tale aggregato.

Evoluzione monetaria negli Stati Uniti ...

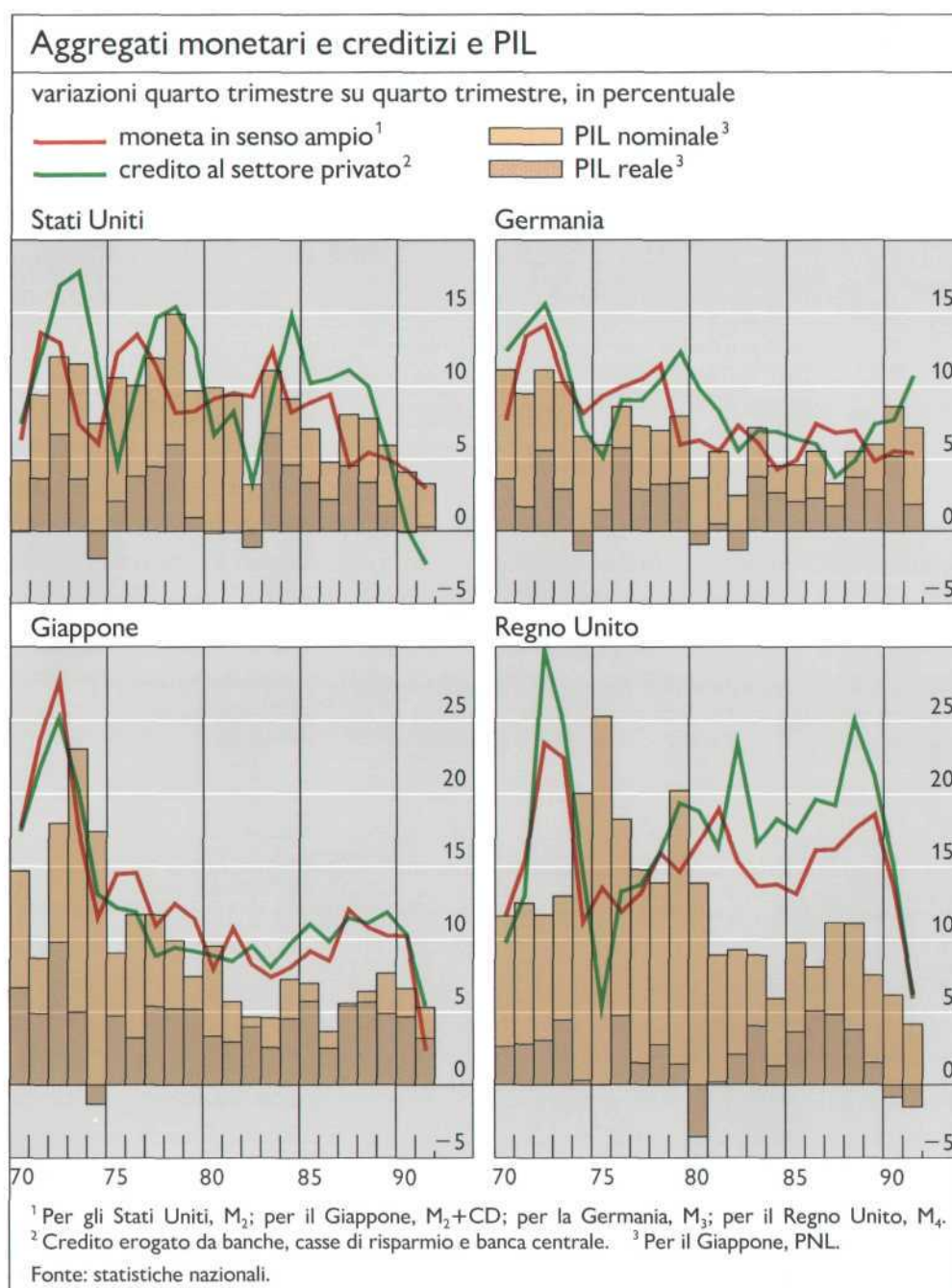
... in Giappone, Regno Unito ...



Lo scorso anno l'espansione di  $M_4$  nel Regno Unito si è portata in linea con la crescita del PIL nominale.

... Germania ...

Le variazioni nella crescita di  $M_3$  in Germania su periodi di più mesi o di un anno hanno in genere fornito indicazioni abbastanza affidabili circa la dinamica futura dell'attività economica e del livello dei prezzi. Negli ultimi anni un fattore di incertezza è provenuto dall'estensione del Deutsche Mark alla Germania orientale. I timori a riguardo dei conseguenti elevati livelli dei saldi monetari si sono rispecchiati in un abbassamento dell'obiettivo di crescita di  $M_3$  per il 1991, deciso dalla Bundesbank a metà anno. Considerata la successiva accelerazione indotta dal credito nella crescita di  $M_3$ , l'obiettivo per il 1992, calcolato sulla base del valore programmatico invariato del 2% in termini d'inflazione, implica una politica monetaria stringente.



Gli aggregati monetari continuano a servire da indicatori degli sviluppi intervenuti nel meccanismo di trasmissione e a svolgere un ruolo segnaletico nella presentazione della politica, anche in alcuni paesi che si basano principalmente su un obiettivo di tasso di cambio come grandezza guida della politica monetaria. In Francia e in Italia i tassi di espansione della moneta in senso ampio e del credito nel 1991 appaiono alquanto elevati se si considera il rallentamento nella crescita del PIL nominale. In Spagna, data la forza della peseta all'interno della fascia ampia di fluttuazione dello SME, così come in Portogallo e in Grecia, dove rimangono in vigore taluni controlli valutari, gli aggregati monetari hanno continuato a svolgere un'utile funzione di indicatore. Il permanere lo scorso anno di elevati tassi di espansione monetaria in questi tre paesi (nel caso della Grecia, al netto degli effetti delle modifiche fiscali che hanno privilegiato i titoli di stato) testimonia la presenza di perduranti pressioni inflazionistiche.

... e negli altri paesi CEE

### *Il credito nel processo di trasmissione della politica monetaria*

In un contesto deregolamentato ci si attendeva che i vincoli al credito avrebbero svolto un ruolo ridotto nel meccanismo di trasmissione, benché vi fosse chiaramente la possibilità che i prestatori inasprissero le condizioni creditizie in periodo di recessione. Tuttavia, nel corso degli ultimi due anni in molti paesi gli aggregati creditizi hanno reagito principalmente a un indebolimento della domanda di credito, in parte a causa dei timori a riguardo delle posizioni debitorie.

Negli Stati Uniti, lo scorso anno la contrazione del credito erogato al settore privato dalle istituzioni di deposito è stata il risultato di un ulteriore calo delle attività delle casse di risparmio congiunto ad un incremento modesto, del 4,0%, degli impieghi delle banche commerciali, essenzialmente attribuibile ad investimenti in titoli pubblici. I mutuatari ipotecari hanno avuto accesso a prestiti cartolarizzati, e molte imprese hanno ottenuto fondi attraverso emissioni obbligazionarie e azionarie. Nondimeno, gli intermediari finanziari non bancari, molti dei quali concedono normalmente prestiti ad aziende piccole o di minore merito creditizio, hanno inasprito le condizioni di credito in conseguenza della loro esposizione nei mercati degli immobili commerciali e delle obbligazioni di bassa qualità.

Condizioni del credito negli Stati Uniti

Le inchieste del "senior loan officer" della Federal Reserve mostrano che dal gennaio 1991 è andata calando la percentuale delle banche che notificano un inasprimento delle condizioni creditizie, quantunque la maggioranza delle banche abbia continuato ad affermare che tali condizioni rimanevano stringenti. L'accumulo di crediti in sofferenza e il perdurante calo dei prezzi degli immobili hanno indotto le banche statunitensi più solide a procedere con eccezionale cautela nella concessione di nuovi prestiti, in particolare al settore immobiliare. Le prescrizioni di adeguatezza patrimoniale non sono state la determinante principale, giacché nel settembre 1991 circa il 96% delle banche risultava in grado di rispettare il coefficiente dell'8% al quale, in base all'accordo di Basilea, le banche devono conformarsi entro la fine del 1992, sebbene le restanti banche detenesero circa il 9% delle attività bancarie totali. Oltre ad abbassare gli obblighi di riserva e ad abolire il limite del 25% posto alla quota di patrimonio primario delle capo-gruppo bancarie avente la forma di azioni privilegiate irredimibili



Risposta delle  
politiche sul piano  
della vigilanza  
bancaria

senza cumulo di dividendo, la Federal Reserve, assieme agli altri organi di vigilanza statunitensi, ha cercato di dissipare presso il pubblico i timori che l'attività di controllo sulle aziende bancarie potesse contribuire a un'eccessiva cautela di queste ultime nell'erogazione di credito. Con dichiarazioni congiunte, nel marzo e nell'ottobre 1991, le autorità di vigilanza hanno chiarito che i crediti immobiliari non in mora non avrebbero dovuto essere svalutati in ragione del valore corrente inadeguato delle relative garanzie reali. Le banche non ancora conformatesi ai requisiti patrimoniali, ma con programmi per realizzarli, sono state autorizzate a erogare ulteriori nuovi crediti.

In mancanza di chiare indicazioni che l'attività economica fosse significativamente ostacolata da una scarsa disponibilità di credito, le banche centrali della maggior parte degli altri paesi hanno considerato accettabile, date le circostanze, una certa tendenza delle banche ad adottare una particolare accortezza nel valutare l'affidabilità dei mutuatari ovvero a cercare di ampliare i margini in considerazione delle perdite su crediti subite in precedenza.

Fattori agenti  
sulle condizioni  
del credito nel  
Regno Unito, in  
Svezia, Svizzera,  
Giappone e  
Francia

La contrazione dei prestiti immobiliari delle banche nel Regno Unito, in Svezia e in Svizzera, dopo la forte crescita degli anni ottanta, rispecchia la percezione tardiva dell'esposizione accumulata verso tale settore, alla luce del diffuso calo dei prezzi degli immobili. In Giappone e in molti paesi europei durante lo scorso decennio la concorrenza proveniente dall'intermediazione finanziaria non bancaria non aveva impedito una decisa espansione degli altri crediti bancari alle imprese. Sebbene in alcuni casi gli accantonamenti e le svalutazioni incidano direttamente sui dati, la lenta crescita ovvero la diminuzione dei crediti alle imprese nel 1991 è attribuibile principalmente al ridotto fabbisogno di finanziamento e alla scarsa propensione a indebitarsi delle aziende. Il ricorso delle società ai mercati obbligazionari è aumentato nel Regno Unito e in Giappone. In quest'ultimo paese una certa decelerazione del finanziamento erogato dalle compagnie di assicurazione è stata parimenti indicativa di una debole domanda di credito. La Banca del Giappone ha preso spunto da tale situazione per abolire il sistema di vincoli orientativi (noto come "window guidance") applicato da lungo tempo alla crescita degli impieghi bancari.

Le banche giapponesi hanno reagito alle pressioni esercitate sulla loro

Espansione dei crediti bancari per tipo di destinazione <sup>1</sup>								
Categorie e anni		Stati Uniti	Giappone	Regno Unito	Germania	Francia	Italia	Svezia
		dicembre su dicembre, in percentuale su base annua						
Imprese <sup>2</sup>	1983-90	6,5	7,7	18,0	6,3	10,0	15,0	19,5
	1991	-4,0	2,4	6,3	14,4	6,2	14,4	1,0
Abitazioni <sup>3</sup>	1983-90	14,3	19,0	14,9	5,0	9,1	-	-
	1991	3,3	4,4	4,3	6,1	5,5	-	-
Privati <sup>4</sup>	1983-90	8,6	14,6	16,4	7,3	22,5	20,4	13,1
	1991	-4,1	6,1	3,6	13,3	-2,6	34,4	-16,3

<sup>1</sup> Per la Francia, sistema creditizio; per gli altri paesi, unicamente le banche. <sup>2</sup> Per gli Stati Uniti, crediti commerciali e industriali. <sup>3</sup> Per gli Stati Uniti e il Giappone, prestiti immobiliari; per la Francia, compresi i prestiti per la promozione immobiliare. <sup>4</sup> Per Giappone, Italia e Svezia, compresi i prestiti per la casa.

Fonti: statistiche nazionali e stime BRI.

## Crescita del credito bancario al settore privato<sup>1</sup>

dicembre su dicembre, in percentuale

	Francia	Paesi Bassi	Belgio	Spagna	Portogallo	Svizzera	Australia
1982-84 minimo <sup>2</sup>	5,2 <sup>3</sup>	1,3	2,8	4,3	21,5	3,7	10,9 <sup>4</sup>
1990	11,0	6,5	7,6	10,2	13,7	8,8	7,3
1991	5,5	6,9	7,9	12,8	24,4	5,1	-1,6
	Italia	Canada	Svezia	Norvegia	Finlandia	Danimarca	Grecia
1982-84 minimo <sup>2</sup>	9,6	-4,7	7,8	13,3	16,1	11,0	17,3
1990	15,4	8,1	3,6	3,3	11,1	3,4	16,5
1991	15,2	6,3	-2,5	-1,4	5,3	2,1	16,2

<sup>1</sup> Compresi i crediti delle casse di risparmio e della banca centrale. <sup>2</sup> Tasso minimo di crescita del periodo, calcolato dicembre su dicembre. <sup>3</sup> 1986. <sup>4</sup> Dodici mesi terminanti a giugno.

Fonte: statistiche nazionali.

situazione patrimoniale dai corsi azionari calanti riducendo principalmente i crediti interbancari. Le grandi banche britanniche hanno mantenuto un'agevole base di capitale. La Banca d'Inghilterra ha incoraggiato le istituzioni finanziarie ad adottare un comune atteggiamento di disponibilità nei confronti delle imprese temporaneamente in difficoltà, richiamando l'attenzione sull'impatto che avrebbero avuto sui prezzi delle abitazioni le vendite di proprietà immobiliari espropriate in forza della garanzia. In Francia la rarefazione dell'offerta di credito ha riguardato quasi unicamente i prestiti ai privati.

Gli impieghi delle banche commerciali sono cresciuti molto lentamente o si sono contratti in Svezia, Norvegia, Finlandia e Australia, ma ciò ha trovato una parziale compensazione nei prestiti erogati da altre istituzioni finanziarie, e la decelerazione degli aggregati creditizi ampi può in larga misura essere attribuita alla debolezza della domanda di credito.

Nel 1991 l'espansione del credito è invece accelerata in Germania sotto l'influsso di una peggiorata capacità di autofinanziamento delle imprese. Parte dell'aumento è peraltro dovuta ai prestiti per la ricostruzione nella Germania orientale concessi nel quadro dei programmi sovvenzionati dallo stato. Lo scorso anno l'espansione del credito è rimasta notevolmente sostenuta anche in Italia, Spagna, Irlanda, Portogallo e Grecia.

### *Incertezze nella presente situazione*

Negli Stati Uniti, dove già dal 1989 era iniziato un certo rallentamento nell'accumulazione di debito del settore privato, il processo di ridimensionamento dei bilanci si è rivelato un fenomeno protratto nel tempo. Lo scorso anno i cali dei tassi d'interesse e l'ascesa dei corsi azionari hanno facilitato la ristrutturazione dei bilanci delle famiglie e delle imprese, ma il più basso onere del servizio del debito e i minori costi dei prestiti ipotecari non sono riusciti a stimolare una pronta ripresa della domanda di credito per finanziare la spesa. Il rimbalzo dei rendimenti obbligazionari e l'apprezzamento del tasso di cambio effettivo del dollaro USA nei primi mesi di quest'anno hanno minacciato di indebolire due

Andamenti contrastanti in altri paesi

Impatto delle condizioni monetarie e finanziarie sulle prospettive economiche



canali attraverso i quali l'allentamento monetario aveva precedentemente iniziato a operare. Nel Regno Unito, in Canada e in Australia, dove lo scorso anno i tassi d'interesse hanno subito consistenti cali, le posizioni debitorie del settore privato sono parimenti divenute più coerenti con una valutazione realistica delle prospettive in termini di reddito e di valore delle attività. Resta da vedere se potrà essere mantenuto il considerevole miglioramento dei tassi di inflazione correnti conseguito in alcuni di questi paesi e se potrà essere rovesciato, con l'instaurarsi della ripresa, il deterioramento delle finanze pubbliche prodottosi durante la recessione.

La caduta dei corsi azionari registrata in Giappone nell'ultima parte del 1991 e agli inizi di quest'anno ha avuto la tendenza a contrastare taluni degli effetti prodotti dalla discesa dei tassi d'interesse. Tale calo poteva forse interpretarsi come una correzione di precedenti aumenti speculativi. Nondimeno, non è certo come l'attività economica reagirà all'allentamento della politica monetaria e a misure di bilancio moderatamente espansive. In Germania permangono incertezze sulla rapidità con cui verranno attuati gli investimenti in programma nella parte orientale del paese, molti dei quali sono sovvenzionati e scarsamente sensibili ai tassi d'interesse. Le prospettive economiche dipendono dagli accordi salariali e dal riequilibrio del bilancio pubblico, i quali determineranno in ultima analisi l'onere che si dovrà accollare la restrizione monetaria.

## Il funzionamento dello SME e i progetti di unione monetaria europea

### *Attuali problemi nel funzionamento dello SME*

Nel corso degli ultimi due anni, mentre stava avanzando il processo politico diretto a consolidare in un'unione monetaria i risultati conseguiti dal meccanismo di cambio dello SME, sono cresciute le insoddisfazioni a riguardo del funzionamento del meccanismo medesimo.

Tensioni nel  
funzionamento  
degli AEC

E' stato espresso il timore che i mutamenti economici e sociali conseguenti all'unificazione tedesca possano menomare a fondo la capacità della Germania di fungere da caposaldo antinflazionistico, senza che altri paesi siano in grado di assumere tale ruolo. In Germania l'inflazione è aumentata considerevolmente dal 1987, portandosi su livelli superiori a quelli presenti in diversi altri paesi aderenti agli AEC. L'andamento divergente della finanza pubblica, dei salari e dell'economia in generale ha altresì messo in luce il limitato margine di cui dispongono gli altri paesi AEC per adattare le politiche al fine di sostenere l'attività economica interna.

Impatto degli  
sviluppi in  
Germania sugli  
altri paesi

Gli sviluppi intervenuti in Germania hanno impartito uno stimolo diretto all'attività economica negli altri paesi CEE. Nella Germania orientale il collasso della produzione è stato peggiore di quanto da più parti previsto, ma i consumi sono stati sorretti da trasferimenti pubblici di reddito pari, nel 1991, a circa la metà del PIL. L'enorme incremento della domanda proveniente dai nuovi Länder ha potuto solo in parte essere assorbito dalla capacità produttiva della Germania occidentale, cosicché le importazioni tedesche dagli altri paesi comunitari sono aumentate, in un momento in cui l'attività economica stava rallentando,

di un ammontare equivalente nel 1991 allo 0,6% del PIL aggregato, secondo le stime della Commissione CEE. L'aumento è stato di quasi l'1% del PIL in Belgio e nei Paesi Bassi, dello 0,7–0,8% in Francia, Irlanda e Danimarca e dello 0,4–0,5% nel Regno Unito, in Spagna, Grecia e Portogallo.

L'ascesa dei tassi d'interesse a lunga in Germania nel 1990 rispecchiava evidentemente le aspettative del mercato che non vi sarebbe stato un arretramento né dei consumi collettivi né di quelli delle famiglie a fronte del previsto aumento degli investimenti pubblici e privati. E' opinione comune che i tassi d'interesse siano saliti in termini reali. Purtroppo, nel complesso il marco tedesco è rimasto in seguito generalmente debole nei confronti di altre valute fluttuanti. In assenza di aggiustamenti del cambio nominale esso in media non è variato di molto in termini reali effettivi rispetto alle altre monete europee.

Il fatto che i salari e i prezzi nella maggior parte dei paesi europei non abbiano risposto prontamente agli aumenti retributivi in Germania è stato positivo, ma ciò potrebbe essere dipeso dalla limitata integrazione dei mercati del lavoro in Europa. Nei paesi aderenti agli AEC in cui i tassi d'inflazione sono rimasti inferiori a quello tedesco, contribuendo così a migliorarne la posizione concorrenziale, è parso manifestarsi un circolo virtuoso di aggiustamento interno.

L'altra faccia della medaglia è costituita dai tassi d'interesse nominali, che in genere non è stato possibile abbassare al disotto di quelli tedeschi pur se apparivano elevati in rapporto ai livelli recenti dell'inflazione interna. Peraltro, il vincolo del tasso d'interesse ha agito in modo diverso a seconda dei paesi. Esso è stato risentito più direttamente in Belgio, nei Paesi Bassi, in Danimarca e Francia, dove i tassi d'interesse nominali erano più vicini ai livelli tedeschi. Questi paesi avevano beneficiato in ampia misura della lievitazione delle esportazioni verso la Germania, sebbene nell'ultima parte del 1991 questo stimolo apparisse in via di esaurimento. Si trattava altresì degli stessi paesi che nel corso del tempo avevano maggiormente puntato a rafforzare la credibilità del loro impegno al rigore del cambio in seno allo SME. Essi erano pertanto esposti ai più alti costi potenziali, in termini di inflazione e di tasso d'interesse, di una perdita di siffatta credibilità. L'entità dei differenziali positivi d'interesse rispetto alla Germania presenti nel marzo 1992 in Francia, in Danimarca e – più particolarmente – in Italia faceva ritenere che sussistesse un certo margine per far scendere i tassi in questi paesi, impostando le politiche interne in funzione di un ulteriore rafforzamento della credibilità. Nell'aprile 1992 i tassi d'interesse nel Regno Unito si situavano 1/2–1 punto percentuale al disopra di quelli tedeschi. Nei paesi nordici che avevano adottato un ancoraggio all'ECU i "premi di credibilità" restavano più elevati. In Spagna, Portogallo e Grecia sono persistite le difficoltà connesse ai forti afflussi di capitali attratti dai tassi d'interesse nominali relativamente elevati resi necessari per contrastare l'inflazione. Questi paesi hanno spazio per abbassare i tassi nella misura in cui si allentano le pressioni inflazionistiche.

Nei paesi in cui si avvertiva il vincolo imposto dal cambio sui tassi d'interesse interni, il passaggio a un approccio meno rigido al tasso di cambio non è stato incoraggiato dagli andamenti dei tassi d'interesse osservati in taluni paesi nordici nell'ultima parte del 1991 e agli inizi del 1992. La maggior parte dei paesi europei ritiene che una certa qual forma di cambi fissi costituisca l'unica opzione

I vincoli sui tassi d'interesse variano da paese a paese

Opzioni di politica economica per i paesi europei al di fuori della Germania



valida, ed è consapevole del fatto che il premio di tasso d'interesse è stato spesso più alto in un contesto di cambi flessibili che non in presenza di sistemi rigidi. Peraltro, nelle economie di medie dimensioni l'operare di una spirale salari-prezzi indotta da un deprezzamento del cambio può non costituire un problema così immediato o grave come nei paesi minori, specie in periodo di recessione.

Nei paesi con ampi disavanzi di bilancio o un'elevata incidenza del debito il margine disponibile per una manovra fiscale espansiva è chiaramente limitato. Alcuni paesi possono contare su una situazione di bilancio più agevole, ma la recente esperienza del Regno Unito ha messo in luce il rischio che il disavanzo si amplii più rapidamente del previsto in fase di recessione anche se lo stimolo fiscale discrezionale resta limitato. Essa evidenzia altresì il pericolo di reazioni avverse dei tassi d'interesse e del mercato valutario. Gli sviluppi osservati in Germania illustrano quali difficoltà si possano incontrare nell'ottenere il consenso su tagli di spesa e aggravii impositivi quand'anche l'opinione pubblica sia consapevole della necessità di una ripartizione dell'onere. Nondimeno, qualora in Germania tardino a manifestarsi quegli sviluppi sul piano del bilancio e della dinamica salariale che consentirebbero una riduzione dei tassi d'interesse interni, gli altri paesi potrebbero cominciare a riconsiderare l'adozione di politiche dirette a compensare l'impatto degli stabilizzatori automatici sulla situazione di bilancio in presenza di un rallentamento della crescita economica. Taluni paesi potrebbero trovarsi confrontati con crescenti pressioni affinché vengano accettati disavanzi più ampi di quanto sia compatibile con i loro programmi di consolidamento delle finanze pubbliche.

### *L'accordo di Maastricht*

Accordo per  
attuare l'unione  
monetaria  
europea

Dando seguito alle discussioni condotte in seno alle due Conferenze intergovernative tenutesi nel 1991, nel dicembre dello stesso anno i Capi di stato e di governo dei paesi CEE, riuniti a Maastricht, hanno concordato un progetto di trattato sull'unione europea, che contempla gli emendamenti al Trattato di Roma necessari per istituire un'unione economica e monetaria con tassi di cambio irrevocabilmente fissi e un'unica politica monetaria, in vista dell'adozione di una moneta singola.

Se il Trattato sottoscritto in febbraio sarà ratificato dagli stati membri nel corso del 1992, esso potrà entrare in vigore il 1° gennaio 1993. In un protocollo annesso al Trattato soltanto il Regno Unito si riserva l'opzione di subordinare la sua adesione all'unione monetaria a una successiva decisione parlamentare.

Il Trattato formula un programma ambizioso. Durante la prima fase, iniziata nel luglio 1990, dovranno essere abolite tutte le residue restrizioni alla libera circolazione dei capitali e dovrà cessare il finanziamento diretto del settore pubblico da parte della banca centrale. La composizione valutaria dell'ECU viene congelata con l'entrata in vigore del Trattato.

La seconda fase di transizione avrà inizio il 1° gennaio 1994, data alla quale un Istituto monetario europeo (IME) assumerà le funzioni del Comitato dei Governatori delle banche centrali della Comunità. L'IME rafforzerà il coordinamento delle politiche monetarie degli stati membri e appresterà gli strumenti tecnici per l'avvio della terza fase, ma la responsabilità ultima della politica

monetaria competerà ulteriormente alle autorità nazionali. Durante questa fase saranno intrapresi i passi atti ad assicurare che le banche centrali acquisiscano piena autonomia dalle altre autorità nazionali.

L'IME sarà diretto da un Consiglio composto dai Governatori delle banche centrali CEE e da un presidente a tempo pieno. Esso potrà operare in qualità di agente nella gestione delle riserve valutarie degli stati membri che desiderino detenere parte di tali riserve presso la nuova istituzione, ma non effettuerà operazioni sui mercati dei cambi per conto proprio. La sua ubicazione dovrà essere decisa entro la fine del 1992.

Un po' inaspettatamente, i Capi di stato e di governo hanno convenuto che la terza e ultima fase di una completa unione monetaria dovrà iniziare non oltre il 1° gennaio 1999 per gli stati membri aventi i requisiti per parteciparvi, quand'anche essi non costituiscano la maggioranza. Qualora i Capi di stato e di governo dovessero deliberare a maggioranza qualificata che la maggioranza degli stati membri soddisfa le condizioni necessarie e che è opportuno anticiparne la data, l'unione potrebbe essere formata nel 1997.

All'inizio della terza fase i tassi di cambio fra le monete partecipanti sarebbero fissati irrevocabilmente e un Sistema europeo di banche centrali (SEBC) comprendente una Banca centrale europea (BCE) assumerebbe pieni poteri nel formulare e attuare una politica monetaria unica. Alla BCE spetterebbe il compito di gestire una moneta unica destinata a sostituire le monete nazionali.

Il Trattato e lo statuto del SEBC e della BCE pongono la stabilità dei prezzi come obiettivo primario della politica monetaria e statuiscono che né la BCE né le banche centrali nazionali possono sollecitare o accettare istruzioni da organi comunitari o da governi di paesi membri. I Governatori delle banche centrali dei paesi partecipanti faranno parte del Consiglio direttivo della BCE unitamente a un Comitato esecutivo a tempo pieno nominato dai Capi di stato e di governo per un periodo non rinnovabile di otto anni.

Al SEBC sarebbe affidata la detenzione e la gestione della maggior parte delle riserve valutarie ufficiali degli stati membri, nonché la conduzione delle operazioni correnti sul mercato dei cambi, mentre al Consiglio dei ministri finanziari (ECOFIN) competerebbe la scelta del regime di cambio esterno e della parità centrale dell'ECU rispetto alle monete extra-comunitarie, previa consultazione del SEBC in merito alle implicazioni per la stabilità dei prezzi. In assenza di un sistema istituzionale i ministri potrebbero formulare "orientamenti di massima" per la politica del cambio verso le monete extra-comunitarie fermo restando l'obiettivo della stabilità dei prezzi. La BCE non avrebbe specifici compiti operativi nel campo della vigilanza bancaria, ma il SEBC contribuirebbe alla buona conduzione delle politiche perseguite dalle autorità competenti relativamente alla vigilanza sugli enti creditizi e alla stabilità del sistema finanziario. Il SEBC promuoverebbe inoltre l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento.

Le questioni inerenti alla suddivisione delle responsabilità operative di politica monetaria fra la BCE e le banche centrali nazionali, nonché agli strumenti ed obiettivi intermedi utilizzabili, non sono oggetto di regolamentazione nel Trattato. Taluni aspetti, come il possibile ricorso a obiettivi di crescita degli aggregati monetari o a strumenti quali gli obblighi di riserva, nonché il tipo di

Stabilite le  
scadenze di  
attuazione

Obiettivi e  
organizzazione



operazioni di mercato o di finanziamento impiegabili per fornire liquidità al sistema bancario, permangono controversi.

Il Trattato prevede una sorveglianza sui disavanzi di bilancio intesa ad assicurare che la politica fiscale sia coerente con l'obiettivo della stabilità dei prezzi. Esso contempla particolari dispositivi numerici per attivare la valutazione della Commissione e penalità per gli stati membri che non correggono i disavanzi eccessivi. In linea con il principio della sussidiarietà, altri aspetti della politica economica sono lasciati alla decisione dei governi nazionali.

### *Criteri di convergenza*

Criteri per valutare l'idoneità dei paesi CEE a partecipare

Il successo dell'unione monetaria è considerato dipendere dal fatto che la partecipazione sia limitata ai paesi con bassi tassi d'inflazione. Nel Trattato e nei protocolli sono enunciati quattro criteri fondamentali per valutare l'idoneità degli stati membri ad accedere alla terza fase. Sono stabiliti parametri numerici, ma la loro applicazione è soggetta a specificazioni di vario genere. I paesi non idonei otterrebbero inizialmente una deroga e potrebbero aderire all'unione in un secondo tempo, allorché avranno soddisfatto i requisiti prescritti.

Il criterio relativo all'inflazione dei prezzi al consumo e quello inerente ai rendimenti a lungo termine, che consentirebbe al giudizio dei mercati di avere una certa parte nel determinare l'idoneità, non sono stabiliti in termini assoluti, bensì sotto forma di margini massimi rispettivamente di 1,5 e 2 punti percentuali al di sopra dei valori medi rilevati nei tre paesi della Comunità con minore inflazione nell'anno che precede la valutazione. Il criterio concernente il tasso di cambio prescrive che siano stati rispettati i normali margini di fluttuazione AEC senza che vi siano state svalutazioni, su iniziativa del paese in questione, nei confronti della moneta di un altro paese membro, per un periodo di almeno due anni. L'accettabilità della situazione della finanza pubblica verrebbe valutata, in linea di principio, in base al criterio che il rapporto fra il disavanzo programmato o effettivo e il PIL e il rapporto fra il debito pubblico e il PIL non superino rispettivamente il 3% e il 60%. Sono tuttavia concesse deroghe allorché il disavanzo eccessivo è temporaneo e il rapporto rimane vicino al valore di riferimento, ovvero se il livello eccessivo del debito è in diminuzione e si sta approssimando ad un ritmo soddisfacente al parametro richiesto. La valutazione finale circa l'ottemperanza di un paese ai criteri di convergenza sarebbe compiuta dal Consiglio europeo sulla base di rapporti stilati dalla Commissione e dall'IME o dalla BCE.

### *Implicazioni dell'unione monetaria*

Da quando la riunione del Consiglio europeo di Hannover, nel giugno 1988, istituì il "Comitato Delors" per studiare e proporre le tappe concrete che avrebbero condotto all'unione economica e monetaria, i propugnatori dell'unione monetaria sembrano aver dato per certo che la sua desiderabilità fosse da tempo consolidata, anche se due precedenti tentativi in tal senso erano stati rapidamente abbandonati. Sotto il vincolo imposto dagli impegni di tasso di cambio alcuni governi possono avere risentito della perdita di autonomia nella conduzione della politica monetaria. Tuttavia, l'ammettere che lo SME ha costituito un efficace strumento antinflazionistico e il cercare nel contempo di

allentarne in qualche modo i vincoli può sembrare alquanto paradossale. Gli scettici presumevano che le proposte sarebbero state ancora una volta archiviate non appena ci si fosse resi conto delle loro implicazioni pratiche. In molti paesi la perdita di sovranità nazionale si è posta come questione soltanto dopo la stipulazione del Trattato, allorché è divenuto chiaro che per la maggior parte i firmatari avevano impegnato se stessi, e i propri successori, al rispetto di rigide scadenze.

La capacità di un'unione valutaria di realizzare la stabilità dei prezzi è stata posta come un assunto in alcuni contributi alla discussione, ivi compreso il rapporto sull'unione monetaria presentato dalla Commissione CEE. Tra i benefici citati vi sono quelli in termini di stabilità dei cambi e di bassa inflazione che sono già stati realizzati, o che potrebbero essere conseguiti senza il passaggio a una moneta unica. Le stime spesso riferite a riguardo del risparmio potenziale di costi transattivi per i turisti e le imprese dovrebbero essere giudicate a fronte del possibile ulteriore indebolimento della redditività bancaria, nonché dei costi e dei rischi di incrementi di prezzo e di perturbazioni sui mercati finanziari connessi al processo di conversione a una moneta unica. E' lecito domandarsi se un'unione monetaria che viene essenzialmente vista come un ponte verso l'unione politica debba essere presentata come necessaria integrazione del programma di completamento del mercato interno comunitario.

Mentre il dispositivo istituzionale e giuridico ha potuto essere stabilito anticipatamente, il conseguimento della stabilità dei prezzi dipenderebbe dalla determinazione del Consiglio direttivo del SEBC nel prendere adeguate decisioni e dalla sua capacità di far valere queste ultime nel contesto economico e nel clima di opinione pubblica presente al momento. Dato l'assai più limitato margine di intesa fra i Capi di stato e di governo sul trasferimento di competenze politiche all'unione, vi è considerevole incertezza circa le implicazioni della conduzione della politica monetaria a livello comunitario.

Il fatto che in presenza di circostanze favorevoli possano essere superate molte delle difficoltà tecniche, finanziarie ed economiche che comporta il passaggio a una politica comune del tasso d'interesse è stato dimostrato in un ristretto nucleo di paesi AEC. E' stato riconosciuto che non è possibile attuare un'ordinata transizione verso un'unione valutaria fra paesi che non abbiano raggiunto un elevato grado di convergenza dei tassi d'interesse. Tuttavia, il passaggio ad una politica monetaria europea determinata congiuntamente, anche se questa è decisa da un'istituzione in cui sono rappresentate banche centrali con consolidate credenziali antinflazionistiche, può far sorgere altri problemi. In molti paesi l'aver spiegato talune decisioni di politica monetaria in termini di vincoli esterni è servito ad assicurarne l'accettazione da parte dell'opinione pubblica. In mancanza di siffatti criteri di riferimento tali decisioni possono essere difficili da concordare e da difendere, soprattutto nella misura in cui i livelli di disoccupazione strutturale continueranno a differire da paese a paese. Indipendentemente dal margine di manovra che la BCE dimostrasse di avere in pratica nel formulare la politica monetaria, l'obiettivo della stabilità dei prezzi resta intrinsecamente vulnerabile di fronte a ogni vacillamento del consenso politico a suo sostegno.

Nella negoziazione del Trattato si è prestata un'attenzione soltanto limitata alla dipendenza della politica monetaria dalla politica del cambio, dipendenza che si è accresciuta negli ultimi anni ma che non è pienamente rispecchiata dagli

Rischi concernenti il raggiungimento dell'obiettivo proclamato



Indicatori di convergenza nello SME e criteri per l'UEM								
Criteri e paesi	Aumento dei prezzi al consumo <sup>1</sup>		Rendimenti delle obbligazioni a lungo termine		Amministrazioni pubbliche			
					accreditamento netto		debito lordo	
	1981	1991 <sup>2</sup>	1981	1991 <sup>2</sup>	1981	1991 <sup>2</sup>	1981	1991 <sup>2</sup>
	medie annue, in percentuale				in percentuale del PIL			
Criteri <sup>3</sup>		4,2		11,4		– 3,0		60
Germania	6,0	3,5	10,4	8,6	– 3,6	– 3,6	36	46
Francia	13,4	3,0	15,8	9,0	– 1,9	– 1,5	24	47
Paesi Bassi	5,8	3,2	12,2	8,9	– 5,5	– 4,4	50	78
Belgio	8,7	3,2	13,8	9,3	– 12,8	– 6,4	88	129
Lussemburgo	8,6	3,4	8,7	8,2	– 3,5	2,0	14	7
Danimarca	12,0	2,4	19,3	10,1	– 6,9	– 1,7	44	67
Irlanda	19,6	3,0	17,3	9,2	– 13,4	– 4,1	82	103
Italia	18,2	6,4	20,6	12,9	– 11,4	– 9,9	61	101
Spagna	14,3	5,8	15,8	12,4	– 3,9	– 3,9	23	46
Regno Unito	11,2	6,5	14,8	9,9	– 2,6	– 1,9	51	44
Portogallo	20,2	11,7	–	17,1	– 9,3	– 5,4	46	65
Grecia	22,7	18,3	17,6	–	– 11,0	– 17,9	34	96
CEE	12,1	5,0	15,1	10,4	– 5,3	– 4,3	43	62

<sup>1</sup> Deflatore dei consumi privati. <sup>2</sup> Stime della Commissione CEE. <sup>3</sup> Valore di riferimento. Per i prezzi al consumo e i tassi d'interesse, rispettivamente 1½ e 2 punti percentuali al di sopra del valore medio dei tre paesi con la minore inflazione nel 1991.  
Fonte: Commissione CEE.

ordinamenti statutari delle banche centrali, neanche nel caso delle istituzioni più autonome. Sulla desiderabilità di una stabilizzazione dei tassi di cambio delle principali valute mondiali le opinioni sono discordi. L'istituzione di un'unione monetaria europea potrebbe persino intensificare le pressioni per una stabilizzazione dei tassi di cambio dell'unione nei confronti delle monete esterne allo SME anche in assenza di una stabilità dei prezzi al di fuori della Comunità.

Incertezze  
relative ai criteri  
di convergenza

La decisione di collegare i criteri di convergenza a un rigido calendario di scadenze è indicativa del rischio che considerazioni di ordine politico possano esercitare un peso nell'applicazione dei parametri. Qualora le pressioni per un'applicazione condiscendente dei criteri conducessero all'ammissione di paesi che ancora non soddisfano i requisiti, questi stessi paesi e l'unione nel suo complesso potrebbero essere confrontati con seri problemi di aggiustamento dopo che i tassi di cambio sono stati irrevocabilmente fissati. Ma se si prescinde dall'eventualità che intervenga una diluizione dei requisiti, i criteri di convergenza inquadrati entro termini temporali stringenti potrebbero condurre a difficoltà di altra natura. Qualora i risultati del 1991 dovessero essere giudicati sulla base dei parametri stabiliti, soltanto tre paesi – Francia, Lussemburgo e Danimarca – apparirebbero idonei. Molti altri paesi sono lungi dal soddisfare almeno uno dei requisiti. Anche se non vi è da presumere che tutti i paesi CEE debbano mirare a conformarsi ai parametri entro la data delle prime valutazioni, previste per il 1996 e il 1998, è possibile che in taluni paesi gli sforzi in tal senso possano nei prossimi anni rendere eccessivamente rigida la politica del cambio e fors'anche quella di bilancio.

La tradizionale argomentazione di ordine macroeconomico secondo cui – sempreché le considerazioni di credibilità e i nessi salari-prezzi lo permettano – la manovra dei tassi di cambio può facilitare l'aggiustamento a perturbazioni che incidono in modo asimmetrico sulle varie economie non ha avuto molta rilevanza nei paesi in cui da lungo tempo si rifugge da politiche anticicliche indipendenti. Il progetto di mercato interno europeo sta agendo nel senso di accrescere l'interdipendenza dei singoli paesi e di promuovere al tempo stesso la mobilità dei capitali fra di essi. Quest'ultima potrebbe compensare l'immobilità del lavoro favorendo lo sviluppo a medio termine delle regioni a più basso reddito, ciò che molti ritengono più importante che non la capacità di operare aggiustamenti alle perturbazioni di breve periodo.

I precedenti progetti di unione monetaria erano naufragati in seguito agli *shocks* petroliferi del 1973 e 1979. Si può ritenere, retrospettivamente, che le difficoltà incontrate allora fossero dovute per lo più alle divergenti risposte delle politiche, e tale esperienza è servita da insegnamento. L'unione monetaria potrebbe essere considerata atta a limitare gli assetti distorti dei tassi di cambio e le perturbazioni sui tassi d'interesse in quanto essa imporrà la convergenza delle politiche anche nella sfera fiscale e impedirà strategie del cambio di tipo ritorsivo. Purtroppo, non è da scartare la possibilità che anche in futuro si producano forti *shocks* con effetti asimmetrici. Non è inconcepibile inoltre che le pressioni finanziarie sui tassi di cambio aumentino d'intensità a mano a mano che vengono percepiti in tutta la loro portata gli effetti della recente liberalizzazione dei controlli valutari. In effetti, in alcuni paesi la perseveranza dei responsabili delle politiche potrebbe essere messa seriamente alla prova qualora i problemi esistenti facessero rimanere per lungo tempo al disotto delle aspettative i tassi di crescita economica.

Sebbene l'unione monetaria possa contribuire a promuovere lo sviluppo dei paesi a più basso reddito, la disoccupazione regionale e gli ingenti trasferimenti di reddito all'interno delle aree valutarie esistenti fanno ritenere che non tutti i problemi sarebbero risolti. Le richieste di trasferimenti fiscali avanzate a Maastricht presuppongono tendenze negli sviluppi economici che favorirebbero le regioni dell'Europa centrale. Le reazioni iniziali alle proposte della Commissione di ampliare il bilancio comunitario inducono a ritenere che non sarà facile raggiungere il consenso politico per l'erogazione delle risorse necessarie. Le esperienze maturate in Europa a riguardo delle sovvenzioni all'agricoltura

Rischi  
concernenti  
l'evoluzione  
economica  
complessiva

Costi orari del lavoro nell'industria manifatturiera nei paesi CEE dati del 1991 in ECU						
	Danimarca	Germania	Lussemburgo	Paesi Bassi	Belgio	Regno Unito
Salari Totale	12,4	10,6	9,8	8,6	8,3	7,8
	15,2	19,8	14,7	15,7	15,5	11,1
	Italia	Irlanda	Francia	Spagna	Grecia	Portogallo
Salari Totale	7,7	7,4	6,9	6,8	3,3	2,2
	15,8	10,6	13,0	11,0	5,4	3,8
Fonte: statistiche nazionali.						



e all'industria e dei sussidi diretti di reddito non appaiono incoraggianti. Anche se talune condizioni sarebbero assai differenti, l'esperienza dell'unione valutaria tedesca fa ritenere che l'unione monetaria europea potrebbe incontrare problemi ai quali è stata finora prestata scarsa attenzione. I livelli salariali e dei prezzi differiscono ampiamente all'interno della Comunità. L'introduzione di una moneta comune potrebbe favorire un processo di convergenza nel livello dei prezzi. In particolare, una tendenza a rivendicare l'equiparazione dei livelli salariali nei diversi paesi membri a prescindere dalle differenze in termini di produttività potrebbe avere conseguenze indesiderate sulla disoccupazione nei paesi comunitari a più basso reddito.

## Il coordinamento e la cooperazione internazionale delle politiche a livello globale

La situazione economica internazionale non ha richiesto livelli eccezionali di coordinamento delle politiche

Il periodo sotto rassegna appare caratterizzato da un livello relativamente basso dell'attività di coordinamento delle politiche fra i paesi industriali. Prima di giungere a siffatta conclusione, occorre tuttavia tenere conto della misura in cui la situazione economica mondiale richiedeva un elevato grado di coordinamento esplicito delle politiche. Infatti, durante il 1991 e nei primi mesi di quest'anno né gli squilibri di bilancia dei pagamenti né gli assetti di cambio hanno posto minacce od originato pressioni dello stesso ordine di grandezza di quelle che avevano spinto all'Accordo del Plaza. L'attenzione dei responsabili delle politiche era inoltre necessariamente rivolta ad altri, nuovi sviluppi: da un lato, la situazione ovviamente unica della Germania, dall'altro le trasformazioni in atto nell'Europa orientale, fra cui in particolare la disgregazione dell'Unione Sovietica, cui tutti i paesi hanno cercato di rispondere in modo appropriato, sia individualmente sia collegialmente.

Si amplia l'ordine del giorno degli incontri al vertice

Si aggiunga che negli ultimi anni i dibattiti e i comunicati internazionali si sono occupati di una più vasta – e forse ancora più intrattabile – serie di problemi, rispetto a quelli affrontati abitualmente. Così, ad esempio, il comunicato rilasciato a conclusione del vertice del Gruppo dei Sette nel 1991 trattava del commercio della droga e della salvaguardia dell'ambiente. Quest'ultimo problema sembra essere in misura crescente al centro dell'attenzione dei responsabili delle politiche. Essi paiono considerare più che mai seriamente la possibilità che l'ulteriore perseguimento dello sviluppo economico mondiale basato sulla combustione di idrocarburi non sia sostenibile indefinitamente.

Le autorità USA esprimono preoccupazione per la debole crescita mondiale ...

Tali considerazioni non hanno tuttavia impedito che lo scorso anno fosse espresso un certo timore a riguardo della debolezza della crescita economica nel breve periodo. Dapprima questo problema è parso riguardare essenzialmente le autorità statunitensi; tuttavia, nel corso dell'anno è divenuto sempre più palese che la crescita mondiale stava effettivamente scendendo al disotto delle aspettative e delle previsioni. Infatti, nella prima metà del 1991 le autorità americane non hanno smentito le rivelazioni secondo cui esse avrebbero sollecitato altri paesi, e in particolare la Germania e il Giappone, ad abbassare i loro tassi d'interesse. Ma, in presenza di una domanda ancora relativamente vigorosa in entrambe le economie, e date le crescenti pressioni fiscali e salariali in Germania, questi due paesi hanno ritenuto che vi fosse scarso motivo di agire in tal senso. Al

contrario, in ambedue i casi si è giudicato necessario il mantenimento di una politica monetaria di rigore. La situazione sui mercati dei cambi nella prima metà del 1991, con il dollaro in apprezzamento rispetto sia allo yen sia al marco tedesco, rendeva ancor meno opportuna una riduzione dei tassi d'interesse. Invero, si sono avute diverse tornate di interventi valutarî concertati internazionalmente al fine di smorzare la forza del dollaro. Analogamente, la situazione del cambio ha consentito alle autorità USA di adottare in aprile misure unilaterali per abbassare i tassi d'interesse. In seguito, allorché è apparso giustificato dagli sviluppi interni, i tassi d'interesse sono stati ridotti anche in Giappone. In Germania, per contro, sebbene il deterioramento del bilancio pubblico si sia rivelato un po' meno grave di quanto temuto, le pressioni salariali hanno continuato ad accrescersi e l'espansione monetaria si è accelerata. I tassi ufficiali sono stati pertanto ulteriormente innalzati verso la fine di dicembre, nonostante gli indizi che le pressioni della domanda reale stavano attenuandosi e malgrado una certa apprensione circa le ripercussioni internazionali, specie in Europa.

In presenza di una relativa debolezza dello yen e con il confermarsi dei timori statunitensi di una tardiva ripresa economica globale, agli inizi di quest'anno si sono tenuti incontri bilaterali fra le autorità USA e giapponesi. Ad essi ha fatto seguito un'azione concertata in sostegno dello yen; ma in materia di politica macroeconomica l'annuncio congiunto di un impegno a perseguire politiche orientate alla crescita non ha comportato nuove importanti misure. Dal lato degli Stati Uniti la posizione precaria delle finanze federali precludeva qualsiasi stimolo fiscale di una certa rilevanza, mentre in Giappone la situazione politica era instabile. Poco prima del volgere dell'anno, tuttavia, il Federal Reserve Board aveva sorpreso i mercati riducendo il saggio ufficiale di sconto di un altro intero punto percentuale. Ancora una volta, tuttavia, la situazione sui mercati dei cambi ha semplicemente accresciuto la desiderabilità, e la possibilità, che fosse adottata una misura che era già avvertita come necessaria per ragioni puramente interne. Le considerazioni attinenti al coordinamento internazionale delle politiche sono state probabilmente di scarsa rilevanza.

Nel periodo sotto rassegna in due ambiti della politica economica è stato nondimeno riaffermato in diverse occasioni il consenso internazionale. Il primo concerne il perdurante bisogno di perseguire iniziative di politica strutturale dal lato dell'offerta dell'economia. In tale contesto si è posto particolare accento sull'esigenza di lungo periodo di innalzare la quota di risparmio. Al tempo stesso, è stata ribadita la necessità di una configurazione delle politiche monetarie e fiscali atta a determinare un calo mondiale dei tassi d'interesse reali, il cui livello è ritenuto ancora eccessivo. In certa misura queste considerazioni hanno rispecchiato l'aspettativa, ovvero il timore, di un forte aumento della domanda di capitali sui mercati mondiali in conseguenza delle trasformazioni in atto nell'Europa orientale e nell'ex Unione Sovietica, in aggiunta al fabbisogno per i paesi in via di sviluppo e la salvaguardia dell'ambiente. E, nella misura in cui la sollecitazione a risparmiare maggiormente era diretta al settore pubblico, essa era altresì coerente con la necessità di un migliore equilibrio nel medio periodo delle finanze pubbliche.

Tuttavia, non è stata interamente risolta quella che appare come una certa contraddizione fra questi obiettivi a medio termine, chiaramente auspicabili, e la

... ma la Germania  
resiste  
alle sollecitazioni  
ad abbassare  
i tassi d'interesse ...

... mentre  
il Giappone  
procede a una  
cauta azione  
di stimolo  
per ragioni  
principalmente  
interne

Sottolineata  
la necessità  
di strategie  
dal lato  
dell'offerta  
e di politiche  
macroeconomiche  
stabili



Obiettivi  
di medio periodo  
parzialmente  
in conflitto  
con pressioni  
economiche  
a breve termine

situazione dell'economia mondiale nel breve periodo. Ad esempio, il bisogno di capitali dell'Europa orientale, quantunque potenzialmente assai grande, in realtà non si è fatto sentire in modo apprezzabile. Così pure, gli obiettivi a medio termine della politica fiscale si sono trovati a competere in certa misura sia con l'operare degli stabilizzatori automatici di bilancio sia, in alcuni casi, con le sollecitazioni ad adottare in via temporanea un certo qual stimolo fiscale. Inoltre, un periodo di rallentamento congiunturale non è parso il momento più opportuno per incoraggiare una crescita del risparmio privato, la quale avrebbe potuto soltanto comportare un'ulteriore sottrazione di domanda al sistema nel breve periodo. Infine a molti pareva che vi fosse una contraddizione fra l'obiettivo di accrescere il risparmio privato da un lato, e quello di far scendere i tassi d'interesse reali dall'altro.

Probabilmente  
tuttora integro  
il potenziale  
di coordinamento  
internazionale  
delle politiche in  
caso di necessità

Malgrado questi punti interrogativi, non va nondimeno sottovalutato il grado di coordinamento internazionale corrente, implicito, delle politiche. Un certo coordinamento *de facto* è senza dubbio il prodotto indiretto, non proclamato, del regolare scambio di informazioni nei consessi internazionali, che va dall'attività di sorveglianza, relativamente esplicita, del FMI alle intese più informali nel campo della politica monetaria. Data anche l'assenza di importanti ragioni che giustificassero nuove ed esplicite iniziative di coordinamento delle politiche, l'esperienza del 1991-92 non va necessariamente vista come indicativa di un significativo regresso in tale coordinamento. Peraltro non deve forse sorprendere che, date le circostanze presenti nel periodo recente, con gli Stati Uniti che premevano per un'espansione, i commenti abbiano avuto la tendenza a concentrarsi sulle occasionali ed inevitabili divergenze di vedute che sono di fatto emerse.

## VI. Mercati interni delle attività, tassi di cambio e oro

### Aspetti salienti

L'alternanza di ottimismo e scetticismo sulle probabilità di una ripresa, specie dell'economia statunitense, ha rappresentato spesso un fattore determinante nell'evoluzione dei mercati finanziari nazionali e dei mercati dei cambi durante il periodo in esame. Agli inizi del 1991, per esempio, allorché l'ottimismo era salito alle stelle per il vittorioso intervento alleato nel Golfo Persico, erano emerse anche indicazioni che la ripresa negli Stati Uniti stesse per prendere avvio. Di conseguenza, i rendimenti obbligazionari interni hanno avuto la tendenza a calare meno che nel precedente semestre, e in alcuni paesi si sono persino mossi leggermente verso l'alto. Nella seconda parte dell'anno, allorché si è constatato che queste aspettative erano andate deluse, i tassi a lungo termine hanno ripreso a scendere. Infine, agli inizi del 1992 le prospettive sono parse migliorare nuovamente e, almeno negli Stati Uniti, i tassi sono talora saliti in modo alquanto deciso, mentre si è arrestata la loro flessione in molti altri paesi.

L'euforia delle aspettative di ripresa è stata in parte anche all'origine dell'impennata pressoché generale dei corsi azionari agli inizi dello scorso anno. In seguito, tuttavia, gli indici borsistici nazionali hanno assunto andamenti divergenti; negli Stati Uniti e nel Regno Unito essi hanno raggiunto talora livelli senza precedenti, nonostante il perdurante ristagno delle rispettive economie. Viceversa, dopo il rialzo agli inizi del 1991, il mercato azionario giapponese è stato quasi sempre molto debole, e nei primi mesi di quest'anno i corsi hanno toccato un livello inferiore di quasi il 60% al massimo registrato nel 1989.

In molti paesi si è assistito negli ultimi anni a un pronunciato ciclo del mercato immobiliare, la cui fase discendente è continuata o si è addirittura intensificata durante il periodo in esame. In Giappone i prezzi dei terreni sono diminuiti per la prima volta in diciassette anni, e flessioni particolarmente accennuate si sono registrate nei prezzi delle proprietà non residenziali nel Regno Unito, in Australia e negli Stati Uniti.

Sui mercati dei cambi, nel corso del 1991 e agli inizi del 1992 il dollaro USA ha compiuto un ciclo completo di apprezzamento e flessione nei confronti delle altre principali monete. Ancora una volta, un cambiamento del clima di opinione circa le prospettive economiche generali e le connesse aspettative di tasso d'interesse, in particolare negli Stati Uniti, paiono essere un importante fattore esplicativo. Inoltre, nella seconda metà dell'anno il differenziale di tasso d'interesse marco/dollaro ha continuato ad ampliarsi, raggiungendo livelli record, senza peraltro produrre significativi effetti sfavorevoli sui rapporti di cambio bilaterali. Lo yen si è rafforzato solo moderatamente nella media del periodo, mentre il franco svizzero ha perso di valore. Agli inizi del 1992 per un certo tempo il dollaro ha ripreso a salire. Nel meccanismo di cambio dello SME sono prevalse nel



complesso condizioni di relativa calma. Vi è stato un particolare periodo di tensioni verso la fine del 1991, ma si sono evitati riallineamenti delle parità.

Nel periodo in rassegna, il prezzo dell'oro ha continuato a calare, scendendo al più basso livello dal 1977 in termini reali e dal 1986 in termini nominali. L'offerta totale di oro sul mercato è rimasta stagnante, ma la domanda è stata smorzata dalla recessione e dall'affievolirsi dei timori d'inflazione. Se si esclude la brevissima parentesi del tentato colpo di stato in agosto, gli accadimenti nell'Unione Sovietica hanno avuto la tendenza a deprimere il prezzo dell'oro. Ad un certo momento sono emersi timori di massicce vendite sovietiche. Ma anche dopo la pubblicazione delle assai più basse stime sulle disponibilità auree sovietiche l'attenuarsi su scala mondiale delle tensioni originate dal collasso del sistema comunista nello stesso paese d'origine è parso influire pesantemente sul mercato. Anche la variabilità del prezzo dell'oro è stata insolitamente contenuta.

### Andamenti dei tassi d'interesse a lungo termine

Lo scorso anno l'ulteriore allentamento delle politiche monetarie in diversi paesi maggiori ha trovato solo parziale riscontro in nuove flessioni dei tassi d'interesse a lungo termine. In Europa una ragione va naturalmente ricercata nella situazione peculiare della Germania, unitamente alla stretta interconnessione dei tassi d'interesse nello SME. Negli Stati Uniti i mercati hanno anche reagito assai vivacemente a qualsiasi segnale di ripresa dell'economia, quotando al ribasso i prezzi delle obbligazioni ogniqualvolta venivano resi noti indicatori più promettenti.

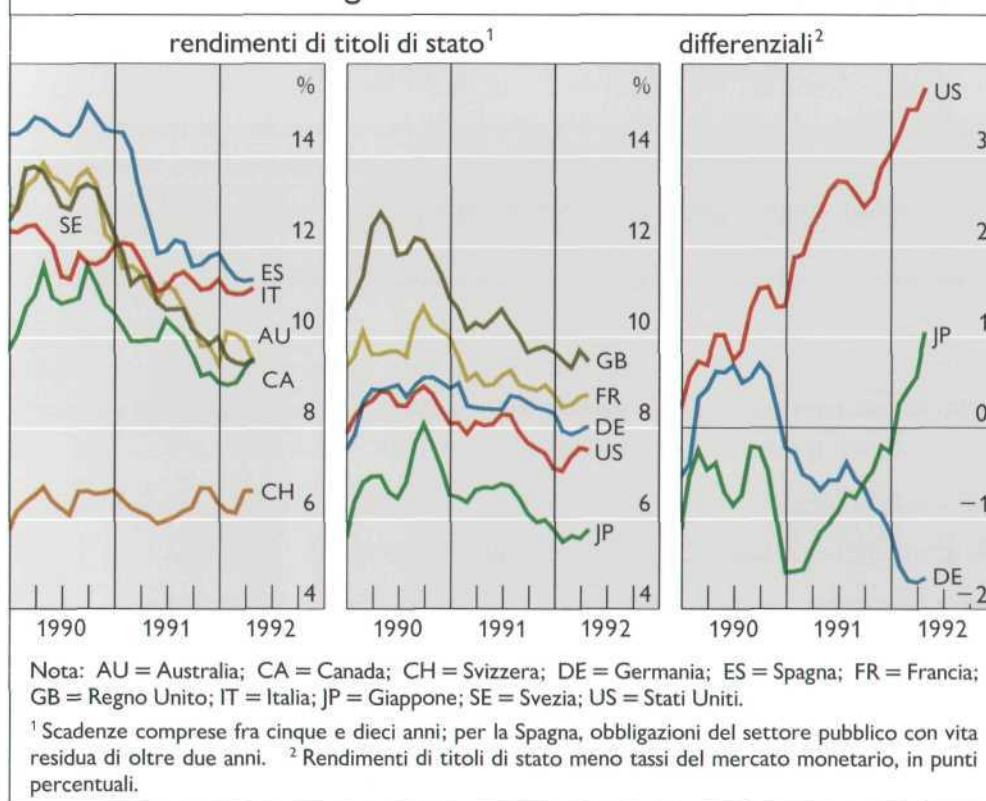
A grandi linee, gli sviluppi sui mercati dei titoli a lungo termine durante il periodo in rassegna possono essere suddivisi in tre fasi principali, contraddistinte da mutamenti nelle aspettative circa l'evoluzione futura dell'attività economica. Nella prima fase, che va dalla fine della guerra del Golfo a metà febbraio sino alla metà circa dell'anno, i mercati sono stati permeati dall'aspettativa di un'imminente ripresa economica globale. Anche se il fenomeno era particolarmente evidente nell'America del Nord e nel Regno Unito, si riteneva che la ripresa di queste economie avrebbe sostenuto la domanda a livello mondiale. Durante questa fase i rendimenti obbligazionari hanno avuto la tendenza a muoversi di nuovo verso l'alto oppure a calare più lentamente rispetto al secondo semestre del 1990.

La seconda fase è iniziata a metà anno ed ha coinciso con il manifestarsi di seri dubbi sul fatto che la ripresa USA fosse veramente in atto, come si era pensato. Con l'eccezione della Svizzera, nel secondo semestre dell'anno i rendimenti a lungo termine sono calati in modo alquanto diffuso e pronunciato. Questa fase si è protratta fino al volgere dell'anno concludendosi, specie negli Stati Uniti, con un'inversione abbastanza decisa del profilo calante dei tassi a lungo termine. Tra l'inizio di gennaio e la fine di marzo di quest'anno, i tassi a lunga degli Stati Uniti sono saliti di oltre 75 punti base. Ciò nonostante, fino a primavera anche recuperi di questa portata non erano stati sufficienti ad impedire che il periodo nel suo insieme si caratterizzasse per un andamento calante dei tassi a lunga in termini nominali, proseguendo così una tendenza che per molti paesi era iniziata nel corso del 1990. Praticamente in tutti i paesi industriali, se si eccettua nuovamente la Svizzera, nella primavera di quest'anno

Tassi d'interesse  
a lungo termine:  
tre fasi cadenzate  
dalle alterne  
aspettative  
di ripresa  
economica

In generale i tassi  
a lunga calano...

## Tassi d'interesse a lungo termine e differenziali sui tassi a breve



i tassi a lungo termine erano scesi di  $1-3\frac{3}{4}$  punti circa al disotto dei rispettivi livelli di diciotto mesi prima. Al tempo stesso, tuttavia, nella maggior parte dei paesi, sebbene non in tutti, anche i tassi correnti d'inflazione hanno avuto la tendenza a diminuire. Pertanto, se misurati sulla base dell'inflazione corrente, i tassi d'interesse "reali" a lungo termine sono quindi calati tendenzialmente meno dei tassi nominali.

Se si esclude un calo modesto e passeggero dei rendimenti durante la guerra del Golfo, negli Stati Uniti i tassi a lungo termine non hanno reagito alla riduzione dei saggi ufficiali a breve nel primo trimestre dello scorso anno. Per contro, il recupero di fiducia dei consumatori dopo la guerra, insieme alle ampie operazioni di rifinanziamento del Tesoro – che raggiungevano un nuovo massimo in maggio – hanno concorso a mantenere relativamente stazionari i rendimenti nominali fino a giugno, allorché essi sono persino risaliti. Una delle ragioni di questo rialzo risiedeva in taluni segnali positivi forniti dall'economia, e da parte di alcuni osservatori è stato asserito che le aspettative inflazionistiche stavano peggiorando. Meno di due mesi dopo, tuttavia, un'inattesa debolezza emergeva dagli indicatori economici resi noti per il mese di luglio, e i rendimenti iniziavano un declino protrattosi più o meno ininterrottamente sino a fine anno, essendo venuta meno la fiducia nelle prospettive di ripresa. Quest'ultimo fattore si è rivelato più forte degli occasionali timori circa l'evoluzione del bilancio federale, e i mutuatari privati hanno colto l'occasione per rifinanziare prestiti contratti in precedenza a condizioni più onerose.

Questa fase è culminata in dicembre, allorché sono stati pubblicati dati sull'occupazione particolarmente deludenti, e il calo dei tassi di mercato sulle

... ma scende anche l'inflazione

Mercato USA: euforia dopo la guerra del Golfo, ma le speranze di ripresa...

... svaniscono a metà anno



Impennata  
dei rendimenti  
USA agli inizi  
del 1992 con  
la crescita  
dell'attività  
di emissione e ...

... il miglio-  
ramento di vari  
indicatori  
congiunturali

In Giappone  
i rendimenti  
si muovono  
in parallelo  
con quelli USA ...

... fino agli inizi  
di quest'anno

scadenze più lunghe ha cominciato a segnalare che probabilmente le aspettative inflazionistiche stavano alfine subendo un certo aggiustamento verso il basso. E' seguita una riduzione inaspettatamente ampia del saggio di sconto della Federal Reserve. Nel comparto a lungo termine del mercato la reazione immediata è stata quella di rialzare ancora i prezzi delle obbligazioni, ma agli inizi di gennaio iniziava una forte correzione verso l'alto dei rendimenti. L'entità della riduzione del saggio di sconto aveva evidentemente convinto molti mutuatari potenziali che era stato ormai raggiunto il punto di svolta inferiore del ciclo dei tassi d'interesse, e di conseguenza la nuova attività di emissione ha segnato un forte incremento. Il mercato è stato anche in grado di assorbire un ulteriore aumento delle emissioni di obbligazioni ad elevato rendimento e di qualità secondaria (*junk bonds*), che avevano già avuto un certo rilancio nel 1991. Vi è stata probabilmente anche una certa reazione al discorso del Presidente sullo Stato dell'Unione in cui si dava atto di un ulteriore deterioramento del disavanzo del bilancio federale. Sebbene il proposto pacchetto di provvedimenti di stimolo fiscale fosse alquanto contenuto, i mercati hanno forse avuto la sensazione che il consolidamento di bilancio fosse stato declassato tra le priorità di politica economica. Poco dopo, nel corso del primo trimestre, vari indicatori dell'economia reale tornavano a segnalare un miglioramento. Lo scarto tra tassi a lunga e a breve si ampliava ulteriormente, raggiungendo il livello relativamente elevato di circa 3½ punti percentuali in febbraio e in marzo. D'altra parte, nella misura in cui i tassi a lungo termine, e in effetti anche il tasso di cambio, reagiscono così prontamente a ogni segnale e aspettativa di ripresa, è probabile che essi esercitino un effetto inibente quasi automatico su quegli stessi sviluppi ciclici che intendono anticipare.

In Canada i movimenti dei tassi a lungo termine hanno seguito molto da vicino quelli statunitensi, senonché la loro flessione, quanto meno per un certo periodo, è stata più pronunciata. La recessione in Canada è stata più grave che negli Stati Uniti, e le autorità hanno assunto impegni assai espliciti di controllo dell'inflazione nel medio periodo. I tassi a lunga sono calati sensibilmente anche in Australia, dove la recessione è stata parimenti piuttosto severa.

Fino ai primi mesi di quest'anno i tassi a lungo termine giapponesi si erano mossi strettamente in linea con il *trend* internazionale, e in particolare con i rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti. Nel corso del 1991, infatti, il differenziale nei confronti di questi ultimi è rimasto pressoché invariato. Oltre alla crescente interconnessione tra i mercati finanziari, hanno probabilmente influito anche i fattori fondamentali e le aspettative. Nel caso del Giappone è stata la crescente percezione, nel secondo semestre dell'anno, che il voluto rallentamento si stava effettivamente delineando. Considerazioni analoghe probabilmente contribuiscono anche a spiegare perché i tassi a lunga giapponesi non abbiano seguito il forte balzo in alto negli Stati Uniti durante i primi mesi di quest'anno. A quell'epoca stava diventando chiaro che il rallentamento economico era più forte del previsto, e già in gennaio le riduzioni del saggio ufficiale di sconto apportate nel 1991 avevano contribuito a riportare i tassi di mercato a breve al disotto dei rendimenti a lungo termine. Tuttavia, l'ultimo abbassamento del saggio ufficiale di sconto, il 1° aprile scorso, non è stato seguito da ulteriori flessioni dei rendimenti obbligazionari.



Quanto meno sotto il profilo qualitativo, i tassi a lungo termine in Germania hanno seguito la generale tendenza al ribasso durante il periodo in rassegna, ancorché a un ritmo più lento. Sebbene le pressioni sulla capacità produttiva abbiano cominciato ad allentarsi nel corso dell'anno, i mercati sono stati influenzati dai timori a riguardo dei costi finanziari sostenuti per l'unificazione e delle crescenti spinte salariali. Inoltre, i tassi a breve si sono mossi nella direzione opposta allorché la Bundesbank ha reagito con fermezza ai presunti rischi di inflazione (Capitolo V). Tuttavia, la ferma determinazione di combattere l'inflazione, un disavanzo constatato del settore pubblico considerevolmente più basso di quanto stimato inizialmente e la tendenza dei tassi a lungo termine in altri paesi sembrano aver esercitato un certo effetto distensivo sui mercati. E invero, quando i tassi ufficiali sono stati nuovamente innalzati, verso la fine di dicembre, i rendimenti obbligazionari sono dapprima leggermente calati, e un'emissione di elevato ammontare del Fondo per l'unità tedesca è stata lanciata ad un tasso del 7,9%, all'incirca uguale ai tassi di mercato prevalenti prima dell'annuncio dei negoziati sull'unione monetaria ed economica tedesca nel febbraio 1990.

Nel resto dell'Europa, i rendimenti a lungo termine hanno avuto parimenti la tendenza a flettere dagli inizi dello scorso anno. In diversi paesi che aderiscono alla banda stretta di fluttuazione degli Accordi europei di cambio (AEC), i movimenti dei tassi d'interesse hanno mostrato una correlazione alquanto stretta con quelli in Germania; in Francia, Belgio e Danimarca, in particolare, i differenziali positivi nei confronti dei tassi tedeschi hanno avuto la tendenza a ridursi. In Francia i mercati sono stati manifestamente influenzati dall'ulteriore miglioramento di alcuni indicatori fondamentali, in particolare il rallentamento dell'inflazione di base, nonché dalla fermezza dell'impegno delle autorità a mantenere la posizione del franco nella banda AEC. In Italia lo scorso anno i rendimenti nominali relativamente elevati, combinati alla crescente fiducia nella tenuta della lira all'interno della fascia ristretta, hanno continuato ad attirare l'interesse degli investitori esteri. Più di recente, verso la fine del marzo di quest'anno, l'annuncio di un ampio sconfinamento rispetto all'obiettivo di bilancio in un clima di incertezza preelettorale ha destabilizzato in certa misura i mercati.

Nel Regno Unito, dopo le flessioni alquanto pronunciate seguite all'adesione della sterlina agli AEC nell'ottobre 1990, i tassi a lungo termine si sono stabilizzati agli inizi del 1991 e hanno persino recuperato leggermente tra la primavera e la metà dell'anno, nonostante che sia i tassi a breve sia l'inflazione stessero calando molto rapidamente e vi fossero ben pochi segni di un'imminente fine della recessione. Oltre alle tendenze internazionali, un fattore che ha pesato sull'altro piatto della bilancia è stato il ritorno del governo al mercato primario agli inizi dell'anno, dopo che i conti pubblici erano ridivenuti negativi. Per l'intero 1991 le autorità centrali hanno collocato un ammontare netto di £ 6,4 miliardi di titoli negoziabili, a fronte di rimborsi netti per £ 14,1 e 8,8 miliardi rispettivamente nel 1989 e 1990. L'attività di emissione del governo è stata particolarmente intensa nel secondo e terzo trimestre. Agli inizi del secondo semestre 1991, per un certo tempo l'andamento della sterlina negli AEC ha sorretto un rialzo alquanto vigoroso dei corsi sui mercati dei titoli del Tesoro. Nel marzo di quest'anno, tuttavia, i rendimenti obbligazionari sono di nuovo

Il calo dei rendimenti in Germania è più contenuto che altrove

In altri paesi dello SME i tassi seguono sostanzialmente quelli in Germania, ma i differenziali tendono a ridursi

Le autorità britanniche riprendono l'attività di emissione



fortemente saliti, in parte in sintonia con gli sviluppi internazionali, ma anche per l'annuncio, nella relazione di presentazione del bilancio, di un ingente aumento del fabbisogno del settore pubblico, nonché per le crescenti incertezze legate all'esito delle elezioni. Dopo la vittoria a sorpresa del partito conservatore al governo, i tassi sono ridiscesi rapidamente di un intero punto percentuale in aprile, mantenendosi a questo livello fino a maggio inoltrato.

I rendimenti calano sensibilmente in Svezia, ma restano pressoché invariati in Svizzera

E' al di fuori dei paesi dello SME che tuttavia si riscontrano i due estremi opposti negli andamenti del mercato obbligazionario europeo durante il periodo che va dagli inizi del 1991. In Svezia nei primi mesi dello scorso anno, in presenza di una netta decelerazione dell'inflazione, i rendimenti avevano occasionalmente toccato livelli inferiori di 300 punti base a quelli della fine del 1990, mentre in Svizzera, nel complesso, i rendimenti a fine marzo risultavano pressoché invariati nello stesso arco di tempo. In Svezia la recessione è stata senza dubbio particolarmente lunga e grave, e la decisione annunciata nel maggio dello scorso anno di ancorare la corona all'ECU era stata seguita da un calo alquanto netto dei tassi d'interesse, di riflesso a un recupero di fiducia. La credibilità dell'impegno delle autorità a mantenere questo vincolo è stata validamente dimostrata all'indomani della crisi valutaria di novembre in Finlandia (pagina 164) e, dopo un rialzo temporaneo e relativamente contenuto, i rendimenti sono scesi a nuovi minimi agli inizi del 1992, portandosi su livelli decisamente inferiori a quelli degli strumenti a breve.

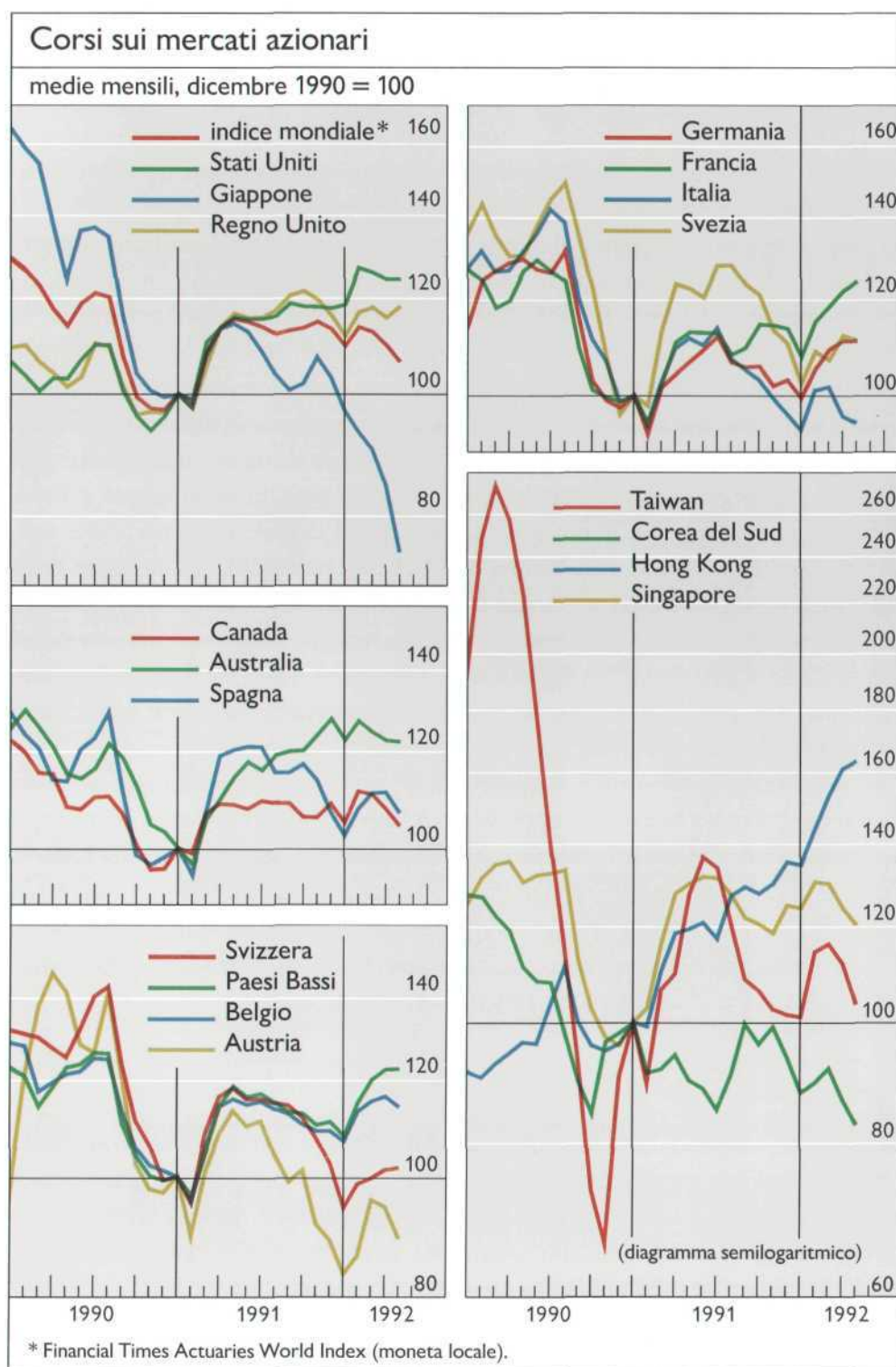
In Svizzera, a differenza di quasi tutti gli altri paesi, i tassi a lungo termine hanno continuato a calare tra la primavera e l'inizio dell'estate del 1991, ma sono poi risaliti fino a toccare in ottobre la punta massima del periodo, che rappresenta invero il livello più alto dall'aprile 1990. Nondimeno, il loro differenziale nei confronti dei tassi a lunga tedeschi, pur essendo leggermente diminuito da luglio, è rimasto decisamente negativo, malgrado diversi anni di inflazione insolitamente alta rispetto ai tradizionali parametri svizzeri.

## I corsi azionari

Il generale ottimismo agli inizi del 1991 fa salire i corsi azionari nella maggior parte dei paesi

Sui mercati azionari mondiali agli inizi del 1991 i corsi sono saliti in modo alquanto rapido e generalizzato persino durante e, per un certo tempo, dopo la guerra del Golfo. Il sollievo per il successo dell'operazione militare e l'ottimismo circa le prospettive economiche in generale sembrano aver fornito la principale spinta al rialzo, che mediamente ha comportato guadagni di oltre il 15% tra metà gennaio e gli inizi di marzo. Da allora non vi sono più stati movimenti generalizzati di analoga portata e l'indice mondiale "FT Actuaries" si è mosso lievemente al ribasso tra marzo e luglio, tornando a salire per un certo tempo in estate inoltrata, per poi segnare una fase di temporanea debolezza nel quarto trimestre. Nondimeno, su un arco temporale più ampio i corsi azionari mondiali non hanno ancora pienamente recuperato in media le perdite subite dopo l'invasione del Kuwait da parte dell'Irak nell'estate 1990.

Per diversi singoli paesi l'andamento complessivo dei mercati azionari mondiali collima a grandi linee con gli sviluppi nei rispettivi mercati azionari durante il periodo in esame. Alcune delle eccezioni si rinvencono tuttavia non solo tra i mercati emergenti del Sud-Est asiatico e dell'America Latina, ma anche



nei tre maggiori mercati del mondo. In Giappone, nonostante l'impennata all'epoca della guerra del Golfo, ben presto annullata, e un'altra di minore entità in autunno, i corsi azionari hanno sostanzialmente proseguito il loro spettacolare declino, scendendo all'inizio di quest'anno a livelli inferiori del 50% circa al massimo toccato sul finire del 1989. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, d'altra parte, la dinamica dei mercati azionari è stata tendenzialmente più sostenuta della media, e i corsi hanno registrato a più riprese nuovi massimi, un fenomeno che si pone in netto contrasto con la concomitante situazione economica generale di

In seguito gli andamenti divergono, come mostra in particolare la debolezza del mercato di Tokyo...



... mentre i mercati statunitensi e britannico toccano nuovi massimi

Diversi fattori influiscono contemporaneamente sul mercato di Tokyo...

... e i corsi scendono di oltre il 55% al disotto del precedente massimo

Relativa sostenezza dei corsi e dell'attività di emissione sul mercato azionario USA

questi paesi. Esso non si discosta tuttavia dall'esperienza del passato e potrebbe essere naturalmente interpretato come un segno di fiducia del mercato nella prospettiva di tempi migliori, nonché come reazione ai decrescenti tassi d'interesse a breve. Anche il mercato australiano ha recuperato il livello anteriore all'agosto 1990, e lo stesso vale per la borsa di Parigi agli inizi del 1992.

Mentre gli altri mercati hanno mediamente mantenuto gran parte dei guadagni registrati nella fase rialzista del gennaio-marzo 1991, i corsi azionari giapponesi hanno ripreso ben presto ad indebolirsi, e a metà anno avevano già annullato tutti i precedenti rialzi. Sullo sfondo vi erano naturalmente le precedenti "bolle speculative", che le autorità monetarie avevano chiaramente manifestato di voler fare rientrare in questo come in altri mercati delle attività. Hanno pesato sul mercato nipponico anche diversi altri fattori: un'ondata di rivelazioni di scandali finanziari ha indotto alla cautela specialmente gli investitori minori; si temevano smobilizzi su vasta scala da parte di vari canali d'investimento fiscalmente protetti; si profilava sempre più la possibilità che la successiva ondata di obbligazioni con *warrant* in scadenza non sarebbe stata rifinanziata con l'esercizio dell'opzione; e con l'approssimarsi della fine del periodo minimo di due anni di detenzione delle quote di fondi comuni per molti operatori che avevano investito al tempo del culmine del *boom*, si temeva un'ulteriore ondata di liquidazioni. Nondimeno, allorché i corsi sono ulteriormente calati in estate e il mercato delle obbligazioni di stato ha cominciato a riprendere quota, l'interesse degli investitori esteri è sensibilmente aumentato, e in autunno per un certo tempo i corsi sono saliti. Tuttavia, la "mini-crisi" borsistica di Wall Street a metà novembre, insieme al crescente pessimismo sulle prospettive dell'economia reale e dei profitti delle imprese, ha innescato una nuova tendenza al ribasso durante l'inverno. Il pacchetto di provvedimenti macroeconomici, annunciato il 1° aprile di quest'anno, era finalizzato sia alla situazione economica in generale sia, indirettamente, alla debolezza del mercato azionario. Tuttavia, il mercato non vi ha ravvisato alcunché di nuovo, e la reazione iniziale è consistita in un ulteriore, forte ribasso dei corsi, che ha depresso l'indice Nikkei al livello più basso dagli inizi del 1987, inferiore di oltre il 55% al suo massimo assoluto.

Per contro, negli Stati Uniti i prezzi del mercato azionario si sono mossi verso l'alto nel corso di due fasi principali durante il periodo in esame, stabilendo nuovi massimi storici in concomitanza di un'attività di emissione senza precedenti. Il volume lordo di azioni emesse è salito a oltre \$ 70 miliardi nell'insieme dell'anno, toccando un massimo su base annua di \$ 108 miliardi nel quarto trimestre, allorché le società hanno cercato di ridurre il grado di leva finanziaria, annullando parte del precedente incremento del debito in rapporto al capitale proprio. Ciò nonostante, sulla scia di un deciso abbassamento dei tassi d'interesse ufficiali in dicembre e di un ennesimo ritorno di fiducia nella possibilità di un'imminente ripresa, i corsi sono saliti alquanto rapidamente e lo stesso è avvenuto poco tempo dopo per il dollaro e per i rendimenti obbligazionari, tutti e tre fattori in parte indicativi dello stesso fenomeno. Nondimeno, il giudizio dei mercati finanziari è parso sempre anticipare non solo gli sviluppi effettivi nell'economia reale, ma anche le aspettative delle imprese in generale, più caute nel valutare il vigore e l'imminenza di una ripresa.

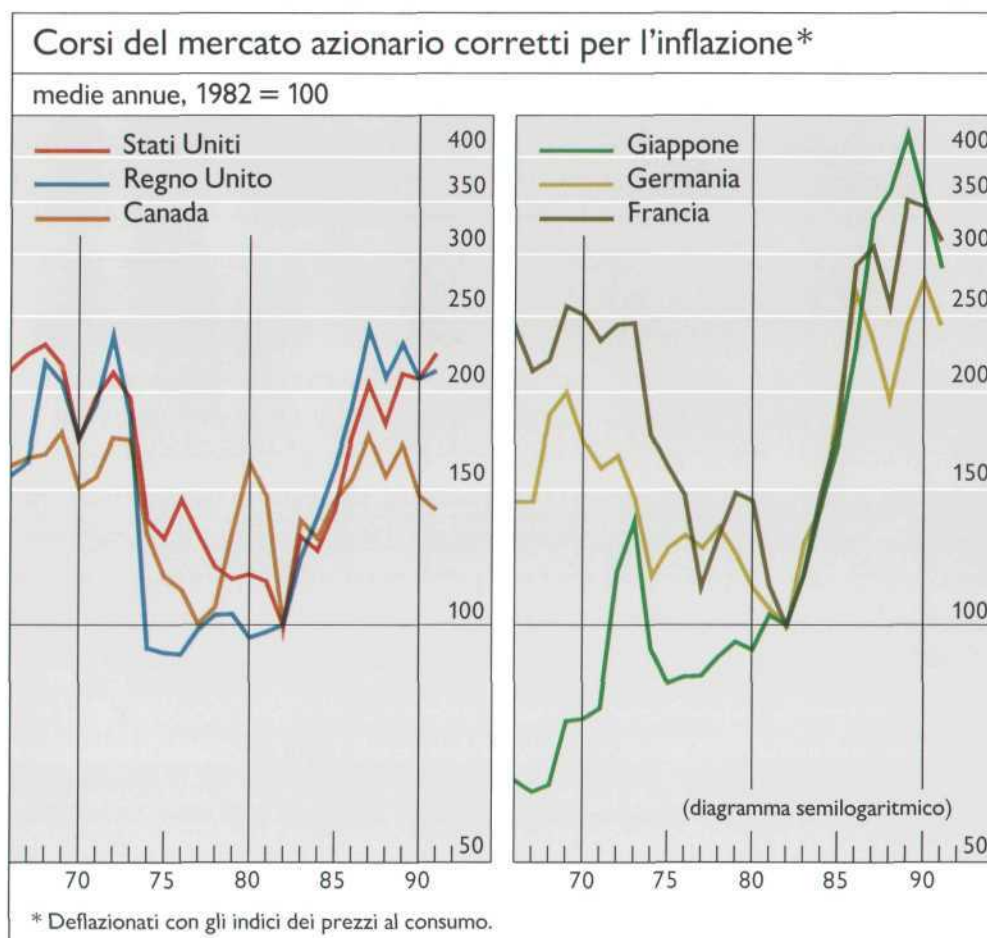
La tendenza del mercato a occasionali accessi di forte instabilità ha trovato

nuova conferma, in forma relativamente blanda, allorché i corsi a New York sono scesi del 4% circa il 15 novembre scorso. Questa era la terza volta dall'ottobre 1987 che l'indice Dow Jones registrava una caduta su base giornaliera di oltre 100 punti. Vari fattori hanno concorso ad alimentare il nervosismo: in particolare, i timori per i profitti delle banche alla luce del dibattito congressuale in merito all'introduzione di un massimale d'interesse sulle carte di credito, e talune vaghe preoccupazioni circa il rischio di un'eccessiva reflazione fiscale, con potenziali effetti negativi sui tassi d'interesse a lungo termine.

Il mercato azionario di Londra non è stato altrettanto effervescente quanto quello degli Stati Uniti, specie a partire dalla metà dello scorso anno. Ciò non desta troppa sorpresa, essendo divenuto gradualmente evidente che l'economia britannica stava attraversando la recessione più lunga, se non la più grave, del dopoguerra. Nondimeno, l'attività di emissione lorda, pari a £ 10,8 miliardi, si è quasi triplicata rispetto al 1990, pur restando decisamente inferiore all'ammontare di £ 15,9 miliardi registrato nel 1987. Contrariamente a quanto osservato negli Stati Uniti, sul mercato di Londra i prezzi hanno recuperato i precedenti massimi di inizio autunno soltanto dopo l'esito a sorpresa delle elezioni. Invero, in ottobre e novembre essi hanno subito una brusca caduta nel contesto di diffuse preoccupazioni per l'andamento economico e per le tensioni cui era soggetta la sterlina nel meccanismo di cambio dello SME. Pur allineandosi al generale movimento ascendente al volgere dell'anno, le quotazioni britanniche sono tornate poi ad indebolirsi in un clima di crescente incertezza con l'approssimarsi delle elezioni generali. Il loro esito ha tuttavia determinato un forte rialzo dei

Andamento non altrettanto vigoroso nel Regno Unito...

...fin dopo le elezioni generali





Nell'Europa continentale, dopo il rialzo durante la guerra del Golfo i corsi azionari tendono al ribasso...

... fino agli inizi del 1992

I prezzi delle azioni in termini reali

Andamento peculiare dei corsi azionari reali in Giappone

Si intensifica in molti paesi la fase calante dei prezzi degli immobili secondo un ciclo di rapida espansione e contrazione

corsi azionari, che hanno recuperato circa il 7½% in due giorni; ai primi di maggio, dopo una riduzione del tasso attivo di base delle banche, essi segnavano un nuovo primato, superando il massimo toccato nel settembre precedente.

Nei restanti paesi europei i valori azionari hanno mostrato lo scorso anno una tendenza cedente dopo l'impennata in concomitanza della guerra del Golfo. Il manifestarsi di un rallentamento dell'economia tedesca, con le sue ripercussioni su altri paesi, è stato indubbiamente un fattore importante alla base di questo andamento. Oltre a ciò, i mercati erano consapevoli dell'ampio disavanzo di bilancio e delle forti pressioni salariali in Germania, nonché del potenziale di instabilità politica nell'Europa orientale e nell'ex Unione Sovietica. Ciò nonostante, alla stessa stregua del mercato obbligazionario, il mercato azionario tedesco pare aver tratto infine incoraggiamento dalla risoluta impostazione della politica monetaria. Quest'ultima ha suscitato l'impressione che i tassi d'interesse potessero aver raggiunto il punto di svolta superiore. Di conseguenza, agli inizi del 1992 le borse continentali hanno registrato aumenti alquanto generalizzati, beneficiando forse indirettamente anche delle incerte prospettive in Giappone, nonché del nervosismo per l'intensità del rialzo di fine anno a New York.

In termini reali e su un orizzonte temporale considerevolmente più esteso, il grafico di pagina 148 illustra la portata del *boom* sul mercato azionario giapponese durante gli anni ottanta. Esso rivela altresì, forse un po' inaspettatamente, che l'aumento dei corsi azionari giapponesi tra gli inizi del 1982 e il loro massimo del 1989, pari a 4½ volte, si raffronta pur sempre a incrementi di ben 3½ e 2¾ volte rispettivamente per Francia e Germania. I valori relativi ai principali mercati anglosassoni sono invece nettamente inferiori. Ma la differenza maggiore sta forse nel fatto che al di fuori del Giappone l'aumento dei corsi azionari reali durante gli anni ottanta ha rappresentato in gran parte – e nei paesi anglosassoni quasi esclusivamente – un'inversione delle perdite subite negli anni settanta. Pertanto, mentre la recente caduta dei prezzi reali delle azioni giapponesi li ha riportati pressappoco in linea con quelli di altri paesi rispetto ai livelli raggiunti agli inizi degli anni ottanta, essi continuano ad essere ancora decisamente superiori ai corsi prevalenti alla fine degli anni sessanta e agli inizi degli anni settanta. Sulla base di dati numerici così sommari non è ovviamente possibile stabilire se ciò significhi che le azioni giapponesi sono tuttora sopravvalutate o, per converso, che quelle dei mercati anglosassoni restano sottovalutate. Quanto meno sotto il profilo qualitativo, le loro posizioni relative sembrerebbero giustificate alla luce della differente evoluzione economica nel tempo: dal 1970 il PNL del Giappone è aumentato cumulativamente di circa 1½ volte in più rispetto, per esempio, al prodotto degli Stati Uniti.

### I prezzi degli immobili

Nel periodo in esame si è accentuato in molti paesi il rallentamento o la flessione dei prezzi delle proprietà immobiliari. Pur trattandosi in taluni casi di uno sviluppo auspicato, o persino indotto, dalle autorità monetarie, nondimeno, esso ha suscitato in varia misura preoccupazioni. La chiave di questo apparente paradosso sta ovviamente nel ruolo perverso svolto dal precedente massiccio aumento dei prezzi, una rincorsa verso l'alto che, per diversi aspetti, era stata eccessiva e che quindi implicava quasi inevitabilmente una sorta di ciclo

iperbolico. In molti paesi la concomitanza della deregolamentazione finanziaria in una fase di espansione economica generalizzata aveva evidentemente comportato valutazioni troppo ottimistiche degli investimenti, un'esagerata espansione del credito e talvolta veri e propri eccessi speculativi.

Talune conseguenze di questi andamenti sono trattate in modo più approfondito in altre parti della Relazione. In alcuni paesi, ad esempio, la situazione ha destato una certa preoccupazione per la solidità di taluni settori del sistema finanziario. Essa ha altresì posto vari ostacoli addizionali a una normale ripresa congiunturale: l'offerta esuberante di immobili non residenziali chiaramente riduce o annulla l'incentivo a investire in questo comparto; un indebitamento eccessivo in relazione a livelli più sostenibili dei prezzi degli immobili rappresenta un ulteriore disincentivo alla spesa sia delle imprese che delle famiglie.

Alcuni degli andamenti più significativi dei prezzi si sono osservati lo scorso anno in Giappone, dove, dopo un notevole periodo di restrizione monetaria e

Prezzi degli immobili in termini nominali									
Paesi e città	1980-85 media	1985-90 media	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
variazioni percentuali annue <sup>1</sup>									
non residenziali									
Stati Uniti <sup>2</sup>	8	1	5	4	5	2	0	-7	-18
Giappone <sup>3,4</sup>	7	22	13	48	61	3	5	4	-7
Regno Unito <sup>5</sup>	2	5	-1	6	16	35	1	-24	-20
Canada <sup>6</sup>	n.d.	5	3	4	6	8	9	-3	-6
Australia <sup>7</sup>	18	11	11	17	40	30	6	-24	-21
Danimarca	10	3	21	17	0	3	1	-7	-2
Svezia	6	21	12	27	-8	49	-2	51	-1
Stoccolma <sup>8</sup>							25	0	-35
residenziali									
New York	16 <sup>9</sup>	5	27	20	14	0	0	-5	-2 <sup>10</sup>
Los Angeles	4	11	3	8	8	22	5	14	0 <sup>10</sup>
Tokyo <sup>4</sup>	4	19	3	22	69	0	7	7	-9
Londra	14 <sup>11</sup>	13	16	23	24	24	2	-7	-5
Parigi <sup>12</sup>	10	18	10	10	19	20	24	18	6
Francoforte <sup>13</sup>	4	5	-6	-11	5	14	0	20	20
Milano	n.d.	13	n.d.	3	9	13	33	10	n.d.
Toronto <sup>4</sup>	7 <sup>14</sup>	14	16	38	25	26	3	-15	-4
Bruxelles	-2	15	2	7	6	11	32	22	0
Copenaghen	-1 <sup>15</sup>	-2	n.d.	13	-10	-1	-2	-8	2
Madrid	5	28	10	13	43	40	27	20	9
Stoccolma	2	17	6	10	21	28	19	11	3 <sup>10</sup>
Sydney <sup>16</sup>	5	11	11	14	25	53	-13	-10	8

<sup>1</sup> Basate su medie annue, se non diversamente specificato. <sup>2</sup> Nord-Est; quarto trimestre su quarto trimestre. <sup>3</sup> Tokyo. <sup>4</sup> Dodici mesi terminanti a gennaio dell'anno successivo. <sup>5</sup> Dodici mesi terminanti a marzo dell'anno successivo. <sup>6</sup> Quarto trimestre su quarto trimestre. <sup>7</sup> Sydney; dodici mesi terminanti a dicembre. <sup>8</sup> Stime campione. <sup>9</sup> 1981-85. <sup>10</sup> Primi tre trimestri. <sup>11</sup> 1983-85. <sup>12</sup> Dodici mesi terminanti a giugno. <sup>13</sup> Primo trimestre su primo trimestre. <sup>14</sup> 1982-85. <sup>15</sup> 1980-84; interruzione della serie nel 1985. <sup>16</sup> Dodici mesi terminanti a dicembre.

Fonte: varie associazioni private di operatori immobiliari.



Prezzi dei terreni in Giappone								
	1980-85 media	1985-90 media	1986	1987	1988	1989	1990	1991
	variazioni percentuali annue*							
Tokyo	4,0	19,0	23,8	65,3	1,8	7,2	7,0	- 8,4
Osaka	4,6	22,2	4,6	19,8	32,1	53,9	6,8	- 21,3
Nagoya	3,4	12,9	2,4	8,3	16,4	19,9	18,4	- 5,1
Media	4,1	19,7	15,0	43,8	12,2	22,1	8,5	- 11,6
Aree rurali	3,9	6,7	1,5	2,4	4,8	11,7	13,8	1,9
Totale aree	4,0	13,0	7,7	21,7	8,3	16,6	11,3	- 4,6

\* Dodici mesi terminanti a gennaio dell'anno successivo.  
Fonte: National Land Bureau of Japan.

I prezzi delle proprietà immobiliari calano infine in Giappone

persino di veri e propri vincoli al credito bancario per transazioni immobiliari, i prezzi sono infine scesi in modo convincente. In effetti, quando è divenuto chiaro che gli stessi prezzi dei terreni urbani avevano cominciato a calare (per la prima volta in diciassette anni e per la seconda volta soltanto durante tutto il periodo postbellico), il Ministro delle Finanze ha annunciato, in dicembre, un certo allentamento delle restrizioni al credito introdotte nella primavera del 1990.

Ciclo USA in fase più avanzata...

Negli Stati Uniti il ciclo dei prezzi degli immobili si trova in una fase più avanzata, avendo avuto inizio durante l'espansione della prima metà degli anni ottanta, cui era seguito un aumento dei prezzi più moderato. Ciò nondimeno, il movimento decrescente dei prezzi degli immobili commerciali è accelerato lo scorso anno, allorché taluni rapporti hanno addirittura avanzato la tesi secondo cui nel trascorso decennio sarebbe stata creata una disponibilità di uffici sufficiente a soddisfare tutto l'eventuale aumento della domanda nei dieci anni successivi. I mercati immobiliari erano altresì consapevoli dell'esistenza di un ampio stock di immobili acquisiti dalla Resolution Trust Corporation che continueranno ad essere posti in vendita. In ottobre le autorità di vigilanza hanno pubblicamente incoraggiato le banche a concedere prestiti a fronte di proprietà immobiliari non residenziali e le hanno sollecitate a rivalutare tali immobili in linea con la loro presumibile capacità reddituale, senza temere reazioni da parte degli organi di vigilanza. In novembre, a sostegno di ciò, i funzionari preposti all'esame ispettivo delle banche sono stati invitati a considerare un'ampia gamma di fattori nel valutare i prestiti garantiti da fabbricati commerciali, piuttosto che imporre automaticamente decurtazioni di valore e la costituzione di riserve a fronte delle minusvalenze. Inoltre, è stato capovolto il principio dell'onere probatorio, stabilendo che sarebbe spettato agli ispettori giustificare le decisioni di declassamento.

... e le autorità cominciano a sollecitare misure di sostegno

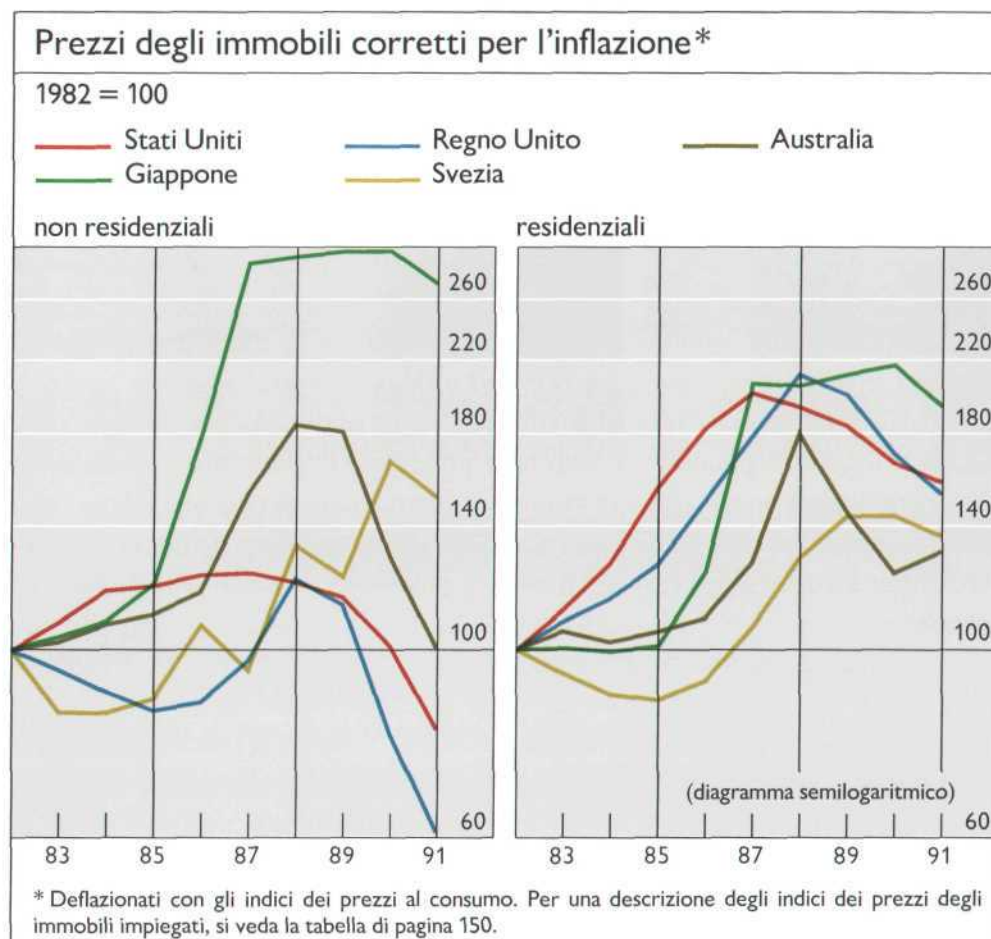
In molti altri paesi il ciclo dei prezzi degli immobili è stato di ampiezza insolita

Per quanto riguarda gli altri paesi, benché si possa normalmente prevedere che i prezzi degli immobili mostrino una certa reattività alla congiuntura economica generale – anche fino a causare tensioni finanziarie nella fase di contrazione – un numero insolitamente ampio di essi sembra aver sperimentato in questa occasione un ciclo particolarmente pronunciato dei prezzi degli immobili. In molti casi, inoltre, la liberalizzazione finanziaria si era sommata negli anni precedenti a fattori meno specifici, come un'eccessiva espansione del credito, valutazioni d'investimento fallaci, e un clima di ottimismo poco realistico. Nel Regno

Unito, ad esempio, la svolta discendente dei prezzi degli immobili residenziali e commerciali è stata relativamente severa e, nel settore delle abitazioni, anche protratta. In quest'ultimo comparto lo scorso anno gli espropri di abitazioni vincolate a garanzia hanno raggiunto livelli senza precedenti, facendo temere che le vendite di tali immobili potessero indebolire ulteriormente il mercato delle abitazioni. Il governo ha cercato di sorreggere il mercato sia abolendo temporaneamente l'imposta di registro sulla maggior parte degli acquisti, sia incoraggiando i prestatori di mutui ipotecari ad adottare provvedimenti per arginare l'offerta di proprietà espropriate sul mercato. Fra queste misure figurano particolari schemi di salvataggio, in base ai quali i mutuatari ipotecari inadempienti possono diventare proprietari parziali o concessionari delle loro abitazioni.

Nel settore degli immobili a destinazione commerciale, in particolare con la vicenda dei Docklands di Londra, la crisi ha assunto dimensioni internazionali, allorché nella primavera di quest'anno sono emersi i connessi problemi finanziari di una grande società d'investimento immobiliare con sede in Canada. Anche la situazione alquanto problematica in Svezia si è accompagnata a problemi di natura analoga, originati da investimenti immobiliari all'estero di una società svedese. Nella stessa Svezia i prezzi degli immobili commerciali, che erano aumentati a un tasso medio nominale di circa il 20% nel periodo 1984-88, in alcuni casi sono da allora calati in misura assai pronunciata, e di conseguenza si sono manifestate acute tensioni in vari segmenti del settore finanziario. Nel comparto degli immobili residenziali il ciclo dei prezzi è stato accentuato, nella

Connesse  
tensioni  
emergono nel  
settore finan-  
ziario





fase ascendente, da generosi sussidi e dalla deducibilità degli interessi ipotecari in presenza di aliquote d'imposta molto elevate. E nella fase discendente del ciclo l'inversione di tendenza si è fatta brusca, allorché la politica ha abbandonato tali forme di sostegno e di incentivazione, e la riforma fiscale, in particolare, ha abbassato il valore implicito degli sgravi fiscali ancora esistenti. Alcuni di questi aspetti sono ravvisabili in certa misura anche nelle difficoltà finanziarie connesse al mercato immobiliare emerse in Norvegia e in Finlandia. In Danimarca il ciclo nel settore dei fabbricati residenziali è iniziato prima che nella maggior parte degli altri paesi e i prezzi delle abitazioni in termini nominali sono calati nel periodo 1987-1990, per poi tornare ad aumentare leggermente lo scorso anno. Alcuni dei concomitanti squilibri finanziari hanno dovuto essere affrontati esentando gli istituti di credito fondiario dai requisiti patrimoniali della CEE. Il ciclo dei prezzi degli immobili è stato pronunciato anche in Australia, ma in misura minore che in Canada, sebbene la recessione sia stata ugualmente grave in entrambi i paesi. Neppure la Svizzera si è sottratta a questo fenomeno, in quanto, in seguito al *boom* nel settore dell'edilizia residenziale, è stato necessario mantenere per un certo tempo i tassi ipotecari a livelli molto elevati rispetto ai parametri storici elvetici.

In alcuni paesi il ciclo potrebbe concludersi senza flessioni problematiche dei prezzi

In alcuni altri paesi, benché i prezzi siano fortemente aumentati negli ultimi anni, quanto meno in taluni settori, il ciclo sembrerebbe concludersi senza le marcate flessioni intervenute altrove. Il mercato di Parigi ne è un esempio, forse anche in virtù dei più severi vincoli urbanistici e della minore attività speculativa nella fase ascendente. Un altro esempio è fornito dalla Spagna, dove i prezzi più alti possono in certa misura essere giustificati dall'adattamento dell'economia dopo l'ingresso nella CEE e dal potenziale di crescita relativamente alto di questo paese. La Germania rappresenta forse il caso più anomalo nel senso che il problema non si è posto affatto. Negli ultimi due anni vi è stata persino una certa accelerazione nel movimento ascendente dei prezzi in contrasto con il *trend* internazionale. Ad esempio, i prezzi dei terreni nella Germania occidentale sono saliti in media di quasi l'11% nel 1991, dopo un anno di domanda relativamente debole. Siffatti sviluppi sono chiaramente ricollegabili agli effetti dell'unificazione e alla conseguente posizione atipica della Germania nel ciclo economico internazionale. L'assenza di un'eccessiva inflazione dei prezzi degli immobili negli anni passati è da porsi certamente in relazione al precedente consolidamento della deregolamentazione finanziaria in Germania e forse alla politica monetaria più restrittiva in generale.

## I mercati dei cambi

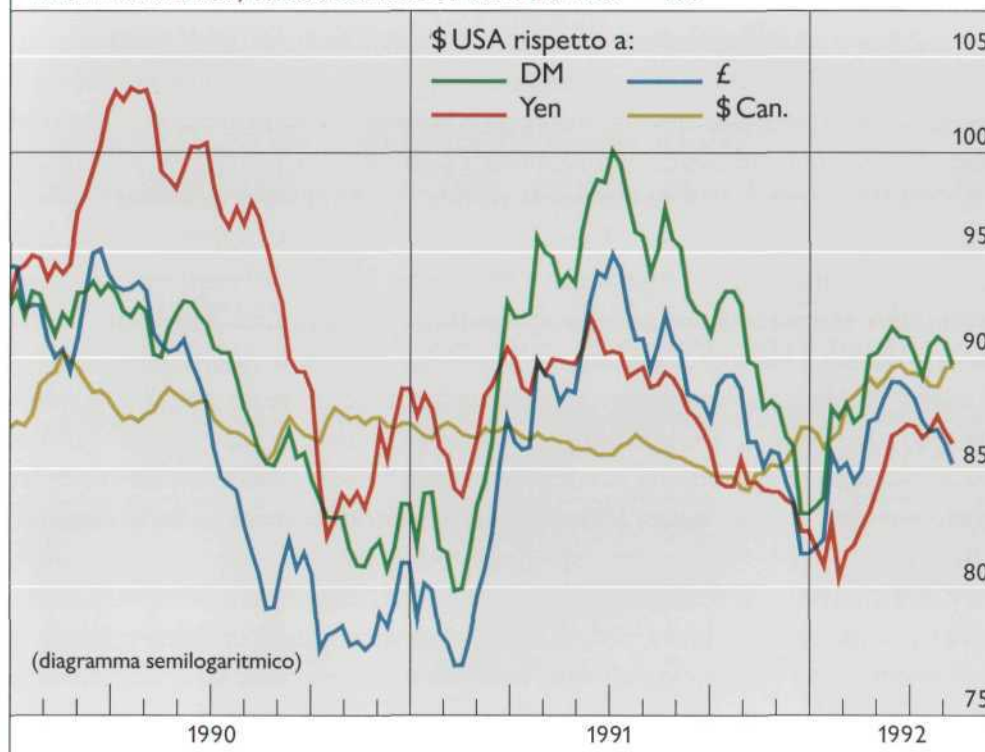
### *Gli andamenti delle principali monete*

Il dollaro descrive un ciclo completo, senza relazione sistematica con le variabili "fondamentali"

Nel periodo sotto rassegna, l'andamento saliente nei mercati valutari è stato il ciclo completo e assai pronunciato descritto dal dollaro nei confronti delle altre principali valute dal febbraio 1991 fino agli esordi del 1992, nonostante il continuo ampliamento del differenziale d'interesse negativo rispetto alle monete partecipanti allo SME. Quanto meno per un certo periodo, è parso che il ciclo avrebbe potuto ripetersi nel 1992. Pertanto, i mercati valutari hanno ancora una volta dimostrato la capacità di far variare in misura ingente i principali

## Tassi di cambio bilaterali del dollaro USA rispetto a determinate monete

medie settimanali; terza settimana di febbraio 1987 = 100



rapporti di cambio in evidente contraddizione con le variabili economiche "fondamentali" e, talvolta, pur in presenza di chiari segnali delle autorità sotto forma di interventi sui mercati. Per converso, come negli altri mercati finanziari presi in esame in questo capitolo, l'alternanza del clima di opinione sulle prospettive di ripresa negli Stati Uniti, e le connesse aspettative di tasso d'interesse, sembrano aver costituito a tratti un fattore determinante dell'andamento sui mercati valutari.

A seguito di un ulteriore ampliamento dei differenziali d'interesse a breve a sfavore del dollaro nell'inverno 1990-91, la moneta americana ha toccato un nuovo minimo contro il marco (di DM 1,4430) l'11 febbraio 1991. Vi sono state diverse tornate di interventi concertati per cercare di frenarne la caduta, ma è soltanto con l'apparire di indicatori economici più positivi che è iniziato un recupero. Quest'ultimo è stato così rapido che, di fronte al pericolo di un'evoluzione disordinata dei mercati, le autorità sono nuovamente intervenute a più riprese in marzo, in questo caso per cercare di smorzare la forza del dollaro, che è tuttavia continuata nonostante un ulteriore ampliamento dei differenziali d'interesse negativi. Allorché, agli inizi di luglio, il dollaro ha infine toccato l'apice, esso segnava un aumento, rispetto al punto minimo, del 26% contro il marco e di circa il 24% contro la sterlina. Nei confronti dello yen il suo apprezzamento è stato più contenuto, situandosi intorno al 9%. Tuttavia, allorché la fase di discesa è iniziata, annullando quasi completamente i precedenti guadagni medi effettivi, essa è stata più uniforme nei confronti dello yen, del marco e della sterlina, con un calo del 12, 18 e 15% rispettivamente. Tuttavia, nei primi mesi del 1992 il

La forte ripresa del dollaro agli inizi del 1991 ...

... induce le autorità a passare da un'azione di sostegno ad una di freno



L'ottimismo generale stimola il rialzo del dollaro

dollaro ha in complesso segnato una nuova inversione, e in marzo era salito di circa il 10% nei confronti di tutte e tre le monete.

L'ascesa del dollaro fra febbraio e luglio dello scorso anno è stata in parte influenzata dagli stessi fattori già descritti trattando degli altri mercati finanziari: l'ottimismo circa una ripresa economica negli Stati Uniti e il clima di euforia sulla scia del successo dell'operazione militare nel Golfo. Inoltre, la rapidità della vittoria alleata, nonché la disponibilità degli altri paesi a contribuirvi finanziariamente, ha concorso a dissipare i timori circa le eventuali implicazioni del conflitto per il bilancio federale e la bilancia corrente USA. Nondimeno, il ritmo e l'entità del rialzo del dollaro nei confronti del marco fanno ritenere che abbiano agito anche altri fattori. Infatti, nonostante gli interventi guidati dalla Bundesbank sia in aprile che in giugno e un ulteriore, modesto ampliamento del differenziale d'interesse a breve marco/dollaro, la moneta tedesca ha continuato ad indebolirsi rispetto al dollaro molto più di quanto non abbia fatto lo yen. E' ben possibile che ciò sia dipeso da cause inerenti al marco, fra cui l'emergere di un forte deterioramento della bilancia commerciale tedesca, la crescente consapevolezza della portata dei problemi economici della Germania orientale, le incertezze riguardanti il possibile ripristino della ritenuta alla fonte in Germania, l'aggravamento della situazione politica in Jugoslavia e in Unione Sovietica e, infine, le perdite subite dalla compagine governativa nelle elezioni regionali.

A metà anno subentra l'incertezza...

Il dollaro ha continuato a salire contro il marco sino a toccare un massimo di quasi DM 1,84 il 5 luglio, allorché è stato annunciato un calo inatteso dell'occupazione negli Stati Uniti e la fiducia nella ripresa ha subito un repentino e più deciso peggioramento. La situazione è rimasta tuttavia incerta, dato che la Bundesbank, contrariamente alle aspettative dei mercati, non ha aumentato i tassi d'interesse, e poco dopo veniva pubblicato un altro indicatore del mercato del lavoro USA, che contraddiceva in certa misura le indicazioni fornite dai dati di giugno sull'occupazione. Ciò nonostante, le banche centrali hanno colto l'occasione offerta dalla crescente incertezza dei mercati e dall'imminenza del vertice del



Gruppo dei Sette per effettuare varie tornate di interventi concertati, alle quali hanno partecipato anche le autorità statunitensi il 12 luglio. Tale concorso di eventi e l'atteggiamento chiaramente mostrato dalle autorità si sono rivelati decisivi, e il dollaro ha cominciato a muovere al ribasso, con una tendenza che si è sostanzialmente protratta per il resto dell'anno. Ad essa ha inoltre ben presto concorso l'avvio di un ulteriore, apprezzabile movimento verso l'alto del differenziale d'interesse positivo a breve del marco, che a fine anno ha toccato il nuovo record di  $5\frac{1}{2}$  punti percentuali. Ciò si è anche accompagnato ad un ulteriore ampliamento del differenziale d'interesse a lungo termine a favore della moneta tedesca. Il comunicato del Vertice, emesso il 17 luglio, ribadiva il sostegno ad una stretta cooperazione internazionale sui mercati valutari, e l'assenza di interventi volti a frenare il ribasso del dollaro rafforzava l'impressione che le autorità considerassero generalmente con favore questo andamento. E in effetti, quando la moneta americana ha segnato un forte seppure temporaneo rialzo in occasione del tentato golpe di Mosca, il 19 agosto, diverse banche centrali hanno effettuato, prima dell'apertura dei mercati americani, un intervento concertato volto a stabilizzare il suo corso.

La flessione del dollaro a fronte dello yen nel secondo semestre dell'anno è stata alquanto più contenuta che nei confronti del marco. Questo andamento non è stato ritenuto particolarmente appropriato, dato il costante aumento segnato dall'eccedenza commerciale giapponese con l'emergere del rallentamento economico interno. Nondimeno, al fine di contrastare quest'ultimo sviluppo, le autorità giapponesi si sono avvalse della relativa forza dello yen rispetto al dollaro per abbassare i tassi d'interesse. Il differenziale positivo a breve dello yen è andato perciò riducendosi in media, a partire dagli inizi dell'estate. Nel segmento a lungo termine il differenziale d'interesse negativo è invece rimasto approssimativamente stabile per l'intero arco del 1991, prima di segnare un leggero aumento agli inizi del 1992.

Infine, il 7 e l'8 gennaio del 1992 il dollaro ha toccato i minimi di yen 123 e DM 1,51 rispettivamente. In termini nominali ponderati per l'interscambio, ciò lo riportava a meno dell'1% dal punto minimo toccato nel febbraio precedente. Ma così come si dice che la natura aborrisce il vuoto, talvolta pare che i mercati valutari non sopportino l'assenza di movimento. In reazione ai minimi segnati agli inizi del 1992, il dollaro è infatti improvvisamente risalito di circa il  $7\frac{1}{2}\%$  nei confronti del marco e di quasi il  $4\frac{1}{2}\%$  nei confronti dello yen in poco più di una settimana nel contesto di un nuovo mutamento generale delle aspettative. A metà marzo questi guadagni si erano ulteriormente ampliati, sino a toccare quasi l'11% contro il marco e quasi il 9% rispetto allo yen. Inoltre, in contrasto con la svolta dell'anno precedente, in questa occasione la moneta americana si è apprezzata anche nei confronti del dollaro canadese, a seguito del calo segnato dai differenziali d'interesse del Canada lo scorso anno e, più di recente, a causa di taluni aggiustamenti di portafoglio operati da investitori giapponesi in risposta al crollo del mercato azionario di Tokyo. In termini nominali effettivi, ciò ha comportato un'ascesa del dollaro fra gennaio e marzo di quest'anno di entità analoga a quella avutasi fra metà febbraio e fine marzo dello scorso anno.

Nel complesso, l'ampio aggiustamento verso il basso del tasso di sconto statunitense e quello al rialzo dei tassi ufficiali tedeschi il 19 dicembre 1991,

... e tempestivi interventi ufficiali contribuiscono a orientare il dollaro al ribasso

Improvviso rimbalzo del dollaro all'inizio del 1992...



... in quanto  
l'entità degli  
aggiustamenti dei  
tassi ufficiali  
ha un effetto  
segnale

l'entità dei quali aveva colto un po' di sorpresa i mercati, in fondo non hanno avuto l'effetto di indebolire ulteriormente il dollaro. Al contrario, eliminando le incertezze circa la futura evoluzione dei tassi d'interesse, essi sembrano aver preparato il terreno per un'inversione di tendenza della moneta americana. Si riteneva infatti che, una volta che questi aggiustamenti dei tassi attivi ufficiali avessero dispiegato appieno il loro effetto, la futura tendenza dei tassi d'interesse avrebbe potuto soltanto essere al ribasso in Germania e al rialzo negli Stati Uniti. Inoltre, queste aspettative di un movimento dei differenziali d'interesse a favore del dollaro sono state ancora una volta corroborate dai riscontri statistici di una ripresa economica negli Stati Uniti e dai segni piuttosto chiari di un rallentamento in Germania e in Giappone.

Specialmente a  
lungo termine,  
i differenziali  
d'interesse  
si muovono a  
favore del dollaro

Di fatto, i tassi di mercato a breve in Germania non hanno nel complesso reagito all'aumento dei tassi attivi ufficiali di dicembre mentre, dopo la brusca flessione nel corso dei cinque mesi precedenti, l'ulteriore calo dei tassi d'interesse a breve americani è stato di modesta entità. Di conseguenza, il differenziale positivo a breve del marco ha segnato soltanto un leggero incremento allorché, dopo la riduzione del tasso di sconto giapponese a fine dicembre, lo scarto positivo a breve dello yen rispetto al dollaro si è ancora ridotto. Quanto ai differenziali d'interesse sul più lungo periodo, gli andamenti a favore del dollaro sono stati assai più pronunciati. Poiché l'aumento dei tassi attivi ufficiali tedeschi ha contribuito a dissipare i timori di una recrudescenza dell'inflazione, i rendimenti a lungo termine si sono notevolmente ridotti in gennaio in Germania, mentre hanno segnato un'impennata negli Stati Uniti. Di conseguenza, il premio d'interesse a dieci anni del marco sul dollaro si è quasi dimezzato nello spazio di un mese, e a lunghissimo termine esso è sparito del tutto. Nel contempo, il rialzo dei tassi a lunga USA ha comportato un ampliamento del premio sui corrispondenti tassi giapponesi.

Interventi volti  
a frenare l'ascesa  
del dollaro

L'impennata del dollaro in gennaio è stata interrotta ad un certo punto dall'intervento congiunto delle autorità giapponesi ed americane, che ritenevano indesiderabile un'ascesa eccessiva, in considerazione delle crescenti eccedenze commerciali giapponesi e delle connesse tensioni politiche. Tuttavia, la fiducia nel dollaro ha continuato a rafforzarsi, e in febbraio e ad inizio marzo ulteriori vendite ufficiali di questa moneta, per lo più da parte delle autorità giapponesi, non sono parse avere un apprezzabile impatto sui mercati. Benché in questo periodo l'apprezzamento del dollaro sia stato ancor più pronunciato nei confronti delle valute europee che non rispetto allo yen, le autorità europee si sono astenute da ogni intervento. Alla luce della marcata debolezza congiunturale interna, diversi paesi europei hanno accolto con favore un miglioramento della propria posizione competitiva, specie rispetto allo yen; in Germania, dove le pressioni inflazionistiche interne costituivano il timore predominante, le autorità hanno ritenuto che i tempi non fossero maturi per tale intervento, dato l'ottimismo dei mercati a riguardo dell'economia USA e la probabile evoluzione dei tassi d'interesse.

Cedimento del  
dollaro in  
primavera

In realtà questo ottimismo non si è rivelato del tutto giustificato. Di fatto, agli inizi di aprile le autorità statunitensi hanno abbassato ulteriormente il tasso sui *federal funds*, mentre i timori circa le spinte salariali in Germania si sono accompagnati a un certo rialzo dei tassi di mercato tedeschi in aprile e agli inizi

di maggio. Di conseguenza, il dollaro, la cui risalita si era già arrestata in marzo, in seguito ha oscillato rispetto sia al marco sia allo yen, per poi indebolirsi leggermente a metà maggio, quanto meno nei confronti del marco, allorché si è avuta una certa schiarita sul fronte salariale in Germania.

#### *Tassi di cambio incrociati: yen e franco svizzero rispetto al marco tedesco*

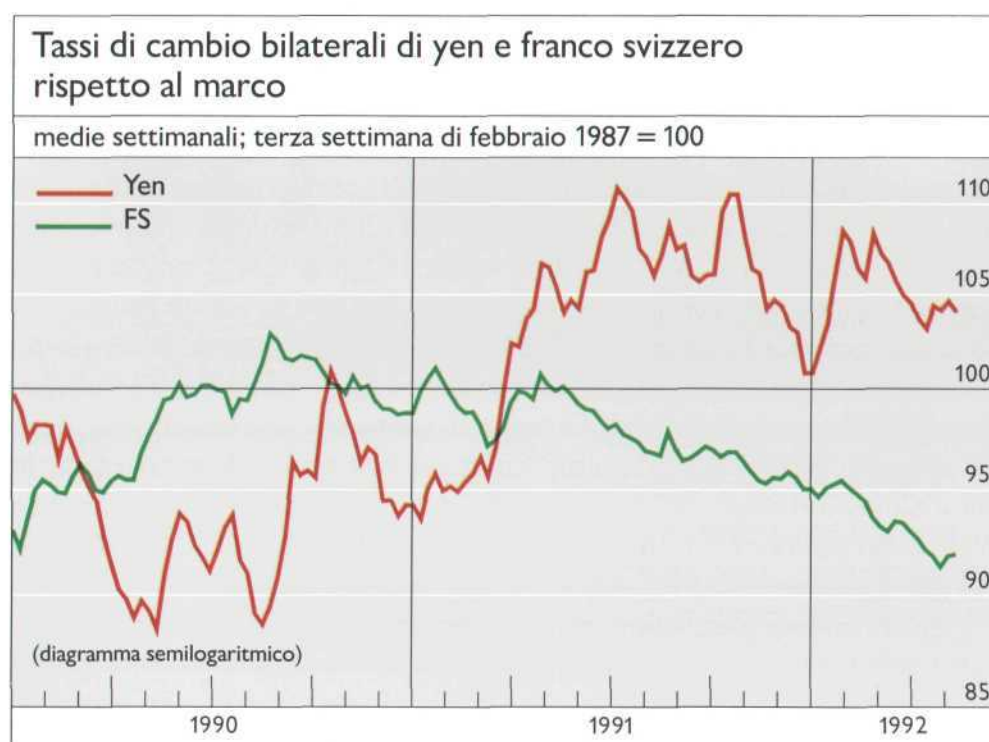
Dopo la spiccata debolezza del 1989 e del primo semestre del 1990, lo yen ha segnato un certo recupero in termini nominali effettivi dalla metà del 1990 e, nel periodo sotto rassegna, esso si è dapprima rafforzato e ha poi moderatamente ampliato i precedenti guadagni. Come si è già osservato, nel primo semestre dello scorso anno lo yen ha di fatto perso terreno nei confronti del dollaro, tuttavia in misura molto minore che non il marco. Di conseguenza, e specie verso la fine del primo trimestre, lo yen si è nettamente rafforzato rispetto al marco, e ai primi di luglio risultava salito di quasi il 18% rispetto al livello di inizio 1991. Un importante fattore è stato senza dubbio il rapido estinguersi dell'eccedenza corrente tedesca. Tuttavia, dato il cedimento della moneta giapponese rispetto al dollaro, il valore effettivo reale dello yen è variato di poco nel primo semestre dell'anno.

Nel secondo semestre, i differenziali d'interesse sia a lungo che a breve termine hanno subito forti variazioni a sfavore dello yen. Ad esempio, nei confronti della Germania il differenziale a breve si è ampliato da circa 1 punto in aprile a quasi 4 punti a fine 1991. Di conseguenza, nonostante il nuovo aumento dell'eccedenza esterna giapponese, lo yen è fluttuato senza una tendenza ben definita nel corso del terzo trimestre, prima di perdere addirittura quasi la metà del precedente guadagno nell'ultima parte dell'anno.

Nonostante ulteriori chiare indicazioni del risoluto orientamento della Bundesbank a fine dicembre, lo yen ha iniziato a riprendere nettamente terreno rispetto al marco nel corso di gennaio, essendosi rafforzata la convinzione che

Lo yen recupera solo in parte rispetto alla debolezza del 1990 ...

... e i differenziali d'interesse cominciano a muoversi a suo sfavore





Perdurante  
debolezza del  
franco svizzero

i tassi d'interesse tedeschi avessero raggiunto il culmine. Tuttavia, a seguito dell'ulteriore riduzione dei tassi a breve e a lungo termine in Giappone, l'apprezzamento di gennaio non è stato pienamente mantenuto. In termini effettivi reali, all'inizio di quest'anno lo yen era ancora leggermente al disotto del livello raggiunto all'epoca dell'Accordo del Louvre, nel febbraio 1987.

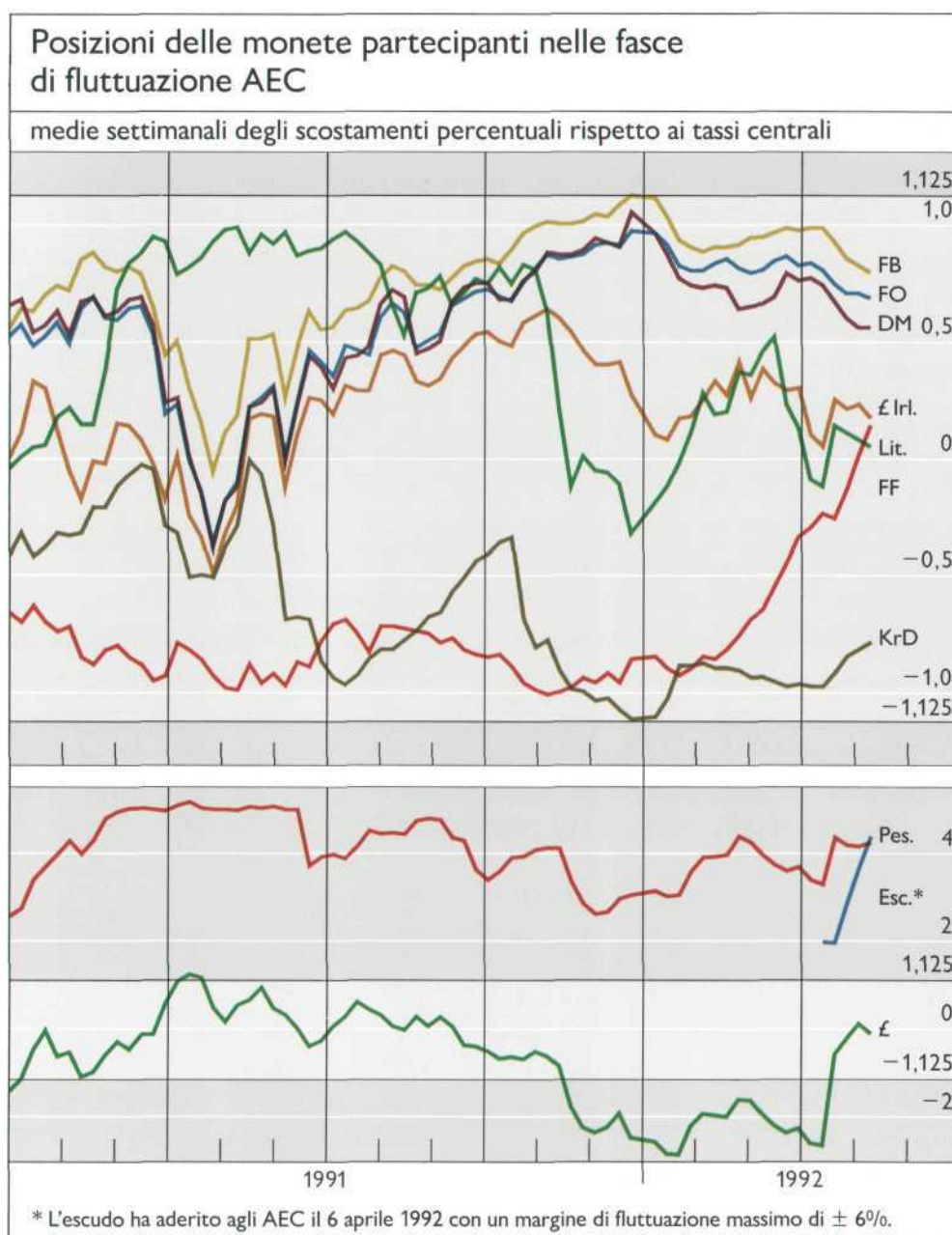
A differenza della moneta giapponese, nel periodo in rassegna il franco svizzero è andato indebolendosi quasi ininterrottamente rispetto al marco, e ai primi di maggio di quest'anno era sceso di circa il 10% rispetto agli inizi del 1991. Per quanto la funzione di "bene-rifugio" della moneta svizzera si sia riconfermata, seppure moderatamente, durante la guerra del Golfo e successivamente in occasione del golpe di Mosca, il crollo del comunismo potrebbe senz'altro aver contribuito a ridimensionare il valore di tale attributo. Benché per un certo tempo i tassi d'interesse interni siano stati elevati, essi sono rimasti inferiori a quelli tedeschi nonostante il più alto saggio d'inflazione. Agli inizi del 1992 la moneta svizzera ha subito forti pressioni al ribasso in quanto il differenziale d'interesse a breve rispetto al marco è salito a oltre 2 punti percentuali, e il franco è quasi ridisceso al minimo toccato poco più di due anni prima. La Banca Nazionale ha effettuato diversi cospicui interventi unilaterali, alcuni dei quali hanno eccezionalmente assunto la forma di vendite di marchi, e i tassi d'interesse di mercato sono di nuovo fortemente risaliti. Tuttavia, ai primi di maggio il franco svizzero ha toccato nuovi minimi intorno a 93 centesimi per marco, livelli che non erano più stati raggiunti fin dal 1981.

#### *Andamenti all'interno del meccanismo di cambio dello SME*

Andamenti per  
lo più calmi nello  
SME nonostante  
le sollecitazioni  
alla politica  
macroeconomica  
in Germania

Data l'ulteriore convergenza dei saggi d'inflazione in Europa, le sollecitazioni esercitate dall'unificazione sulla politica macroeconomica tedesca costituivano potenzialmente il principale fattore di fondo degli sviluppi in seno agli Accordi europei di cambio (AEC) nel periodo sotto rassegna. Trovandosi in una posizione congiunturale nettamente diversa da quella della Germania, la maggior parte degli altri paesi membri avrebbe senz'altro preferito tassi d'interesse a breve più bassi di quelli resisi necessari per mantenere le parità degli AEC in presenza degli elevati tassi tedeschi, specialmente in quanto in molti casi i più bassi saggi di inflazione hanno accentuato la situazione in termini reali. Ciò ha significato che alcuni paesi hanno avuto una certa tendenza a spingersi, per così dire, ai limiti della griglia di parità al fine di assicurare i tassi d'interesse più bassi compatibili con la sua preservazione e con il mantenimento della credibilità della politica del cambio costruita nell'arco di molti anni. Comunque, nel primo semestre del 1991, ed in certa misura nuovamente nei primi mesi di quest'anno, gli sviluppi esterni, quali la sostenutezza del dollaro e le incertezze specifiche a riguardo del marco, hanno impedito a queste tensioni di manifestarsi in tutta la loro forza potenziale. Soltanto per un periodo relativamente breve alla fine dello scorso anno – in presenza di una perdurante flessione del dollaro – il divario fra le monete della banda stretta ha raggiunto il massimo di  $2\frac{1}{4}$  punti percentuali.

Nei primi mesi del 1991, la situazione in seno agli AEC è stata relativamente esente da tensioni, nonostante l'instabilità connessa alla guerra del Golfo che ha interessato gli altri rapporti di cambio. Nondimeno, lo scarto all'interno della banda stretta è andato lentamente ampliandosi nel corso del primo trimestre,



in parte sotto l'influsso delle variazioni nei differenziali d'interesse. Il franco francese è gradualmente calato, mentre la lira si è ripresa nettamente sino a diventare, alla fine di marzo, la valuta più forte nella banda stretta. Dopo un episodio di debolezza in febbraio, che ha innescato alcuni interventi ufficiali, la sterlina ha cominciato a salire verso il centro della banda stretta e si è ulteriormente rafforzata in aprile, influenzata dal rialzo del dollaro e dalla contestuale debolezza del marco. L'altra moneta a banda di fluttuazione larga, la peseta, è salita più decisamente nel corso del primo trimestre, sino a toccare in marzo il limite superiore rispetto al franco francese, dando luogo a massicci interventi da parte delle autorità francesi e spagnole.

La peseta si è mantenuta forte nei confronti del franco francese da marzo a metà giugno, e la lira è rimasta al limite superiore della banda stretta per un periodo protratto. L'esuberanza della peseta ha causato ripetuti interventi obbligatori sino a metà giugno, nonostante una diminuzione di circa 2 punti percentuali dei tassi

Necessari alcuni interventi nel primo trimestre del 1991

La peseta resta sostenuta...



...ma il cedi-  
mento del marco  
permette di  
evitare tensioni  
generalizzate

d'interesse a breve in Spagna. Poiché il divario della lira sul franco francese ha continuato a situarsi intorno a 2 punti percentuali, anche le autorità italiane e francesi hanno effettuato interventi intramarginali a più riprese in questo periodo. Tuttavia, a seguito del forte apprezzamento del dollaro e dei crescenti timori circa gli andamenti in Germania orientale, nonché in Unione Sovietica, il marco è nettamente sceso verso la metà inferiore della banda stretta fra fine marzo e aprile. Benché la moneta tedesca abbia avuto successivamente un certo recupero, è senz'altro possibile che il suo andamento abbia impedito alle tensioni manifestatesi in primavera e a inizio estate in seno agli AEC di esplicitare tutto il loro potenziale.

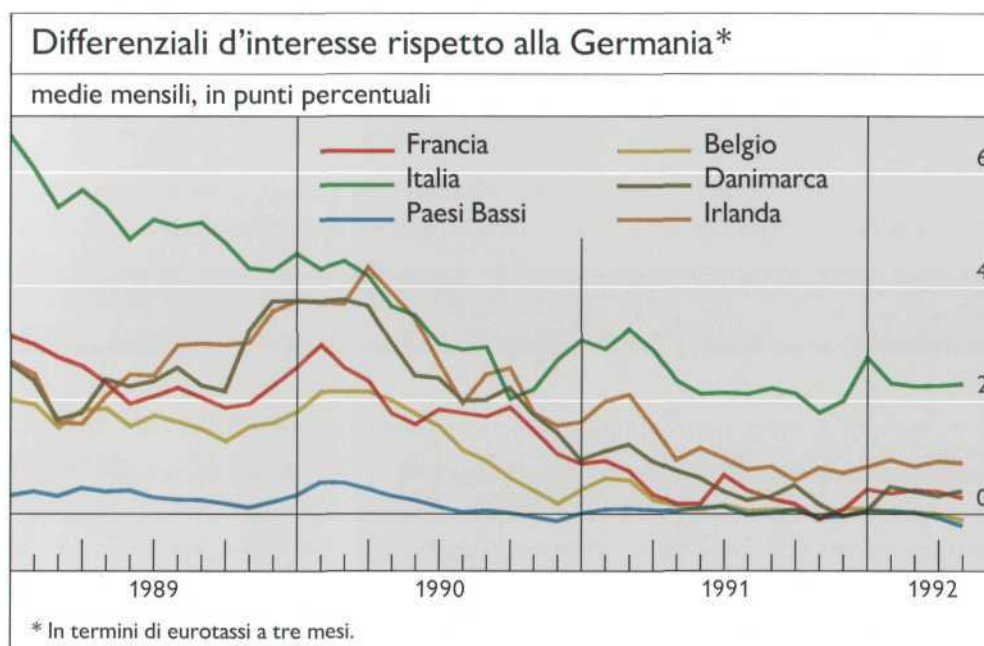
Ritorno alla calma  
in estate

A metà giugno, nei mercati si sono improvvisamente diffuse voci secondo cui la peseta si apprestava ad entrare nella banda stretta, e la moneta spagnola è fortemente calata. Ciò ha segnato di fatto l'inizio di un periodo di maggiore calma in seno agli AEC, specialmente in quanto a fine luglio anche la lira ha segnato una certa flessione, mentre il franco francese è risalito a seguito di un aumento dei tassi d'interesse di mercato in Francia, agli inizi di giugno, nonché di indicatori dell'inflazione favorevoli. In effetti, nonostante la svolta discendente del dollaro in luglio, alla fine del mese lo scostamento fra le valute della banda stretta si era ridotto da 2 a circa 1½ punti percentuali. La sterlina ha quindi subito pressioni al ribasso per effetto dei timori di natura politica e delle aspettative di ulteriori cali dei tassi d'interesse, ma la flessione della peseta aveva nel frattempo abbassato la soglia inferiore della banda larga. Il 15 agosto la Bundesbank ha dato avvio a una tornata concertata di rialzi dei tassi d'interesse ufficiali, a cui non hanno tuttavia partecipato le autorità francesi, italiane e britanniche. Ciò nonostante, la situazione nel meccanismo AEC è rimasta calma, sebbene il franco francese e la sterlina continuassero a slittare lentamente verso il basso. Agli inizi di settembre, le autorità britanniche hanno abbassato i tassi d'interesse, per la settima volta nel corso del 1991, in quanto l'economia continuava ad essere inaspettatamente debole. La sterlina ha segnato un'ulteriore flessione, ma nel corso del mese si è innescato un nuovo accesso speculativo connesso al possibile passaggio della peseta alla banda stretta, e anche la moneta spagnola è calata fortemente. Nel frattempo, il divario entro la banda stretta aveva ripreso ad ampliarsi, toccando ancora una volta i 2 punti percentuali verso la fine di ottobre. Tuttavia, allorché la corona danese ha sostituito il franco francese al limite inferiore della banda stretta, le autorità francesi hanno ritenuto di poter ridurre nuovamente i tassi d'interesse ufficiali (il 17 ottobre) e per un certo periodo i tassi a breve francesi sono scesi addirittura al disotto di quelli tedeschi. Poco dopo, il franco francese è divenuto oggetto di una certa pressione al ribasso.

Le autorità  
francesi riten-  
gono fattibile una  
riduzione dei tassi  
d'interesse

Emergono  
tensioni nel  
quarto trimestre

Tuttavia, questo è stato probabilmente soltanto uno dei fattori alla base di quella che si sarebbe rivelata la fase di maggiore tensione in seno al meccanismo AEC nel periodo sotto rassegna. Vi hanno fatto da sfondo il perdurante calo del dollaro, la diminuzione dei tassi d'interesse in Italia come in Francia, e le aspettative che i tassi d'interesse tedeschi avrebbero dovuto essere ulteriormente aumentati. Inoltre, la crisi connessa alla svalutazione del marco finlandese, il 15 novembre, ha alimentato speculazioni circa un possibile riallineamento nello SME. Di conseguenza, oltre alle pressioni sul franco francese, si sono avuti un



forte calo della lira e flessioni più contenute della sterlina e della peseta. Nel contempo il marco, congiuntamente al fiorino e al franco belga, ha continuato a salire. Il divario sia nella banda stretta sia in quella larga si è accresciuto, vi sono stati cospicui interventi, e nella seconda metà di novembre i tassi d'interesse ufficiali hanno dovuto essere ancora una volta aumentati in Francia e in Italia, nonostante la debolezza delle rispettive economie. La sterlina è scesa al disotto del margine della fascia stretta per la prima volta dagli inizi di febbraio, anche per effetto dell'ulteriore flessione del dollaro.

In dicembre, in seguito al persistere delle pressioni, Francia, Italia e Spagna hanno nuovamente effettuato apprezzabili interventi e questi paesi, unitamente a Belgio, Danimarca, Paesi Bassi e Irlanda, sono stati costretti ad allinearsi all'incremento dei tassi d'interesse guidato dalla Bundesbank il 19 dicembre. I differenziali d'interesse rispetto al marco si sono nuovamente ampliati. All'incirca alla stessa epoca, lo scarto fra le monete della banda stretta ha raggiunto il massimo consentito, con il franco belga al limite superiore e la corona danese a quello inferiore.

Quasi immediatamente dopo l'inizio del nuovo anno, tuttavia, le tensioni in seno al sistema si sono in gran parte placate. Come in altri mercati, le decise variazioni apportate ai tassi d'interesse ufficiali a fine dicembre hanno evidentemente convinto gli operatori valutari che i tassi tedeschi avevano probabilmente toccato l'apice. Inoltre, i timori destati dalle spinte salariali in Germania si sono ripercossi sul marco, il quale è ridisceso all'interno della banda stretta in misura superiore alle due monete che lo seguono ora più dappresso, ossia il fiorino e il franco belga. Più in generale, gli eventi di novembre e dicembre avevano chiaramente messo alla prova la determinazione delle autorità, mostrando che esse erano pronte a prendere i provvedimenti necessari per mantenere le monete entro i margini degli AEC anche quando tali misure contrastavano con le esigenze di politica economica interna. Infine, la sterlina potrebbe aver in parte beneficiato, in febbraio, della sostenutezza del dollaro, il che ha probabilmente contribuito più in generale all'allentamento delle tensioni in seno agli AEC. Ad un determinato momento, in febbraio, le autorità italiane hanno colto l'occasione

Necessari interventi cospicui, e sette paesi seguono il rialzo dei tassi tedeschi in dicembre ...

... provvedimento ritenuto decisivo e che contribuisce a dissipare le tensioni



per cercare di ricostituire le proprie riserve e sono intervenute per frenare il rapido apprezzamento della lira, la quale è poi ridiscesa in marzo nel contesto del nervosismo preelettorale e della critica situazione delle finanze pubbliche, rendendo necessari interventi di segno opposto. Fra marzo e metà maggio, il franco francese ha continuato ad apprezzarsi fortemente, toccando il livello massimo all'interno del sistema nel periodo sotto rassegna e consentendo alle autorità di manovrare al ribasso i tassi d'interesse di mercato.

Forte rialzo della sterlina dopo le elezioni

Ciò nonostante, a seguito del calo dei tassi d'interesse britannici a breve in gennaio e febbraio, in quest'ultimo mese la sterlina si è avvicinata al limite inferiore della banda larga. I tassi d'interesse spagnoli sono stati leggermente ridotti e si è avuta poco dopo una spinta al rialzo su quelli britannici, pressione che si è intensificata con l'approssimarsi delle elezioni. In marzo, la sterlina ha dovuto essere sostenuta mediante interventi. Con l'inaspettata vittoria del partito conservatore, la moneta britannica si è rapidamente apprezzata, portandosi al centro della banda stretta a fine aprile e lasciando la corona danese nella posizione più debole del sistema. La diminuzione sancita ufficialmente dei tassi di base bancari britannici agli inizi di maggio ha esercitato un effetto di breve momento sulla sterlina, ben presto risalita nella metà superiore della fascia di oscillazione ristretta.

Ingresso dell'escudo negli AEC

Il 6 aprile le autorità portoghesi hanno abbandonato l'ancoraggio unilaterale dell'escudo a un indice di valute AEC e hanno deciso di far partecipare la moneta nazionale alla banda larga del sistema, dove essa è ben presto salita al limite massimo rispetto alla sterlina, prima di essere frenata da interventi della Banca del Portogallo e da una riduzione dei tassi d'interesse. Dopo l'impennata post-elettorale della sterlina, l'escudo è fortemente salito diventando, ai primi di maggio, la moneta più forte in seno agli AEC.

#### *La corona svedese e il marco finlandese*

Ancoraggio della corona svedese all'ECU ...

Nel 1991 le autorità svedesi e finlandesi hanno ancorato unilateralmente le rispettive monete all'ECU, così come aveva fatto la Norvegia nell'ottobre 1990. Nel caso della Svezia, la decisione, adottata il 17 maggio, di collegare la corona all'ECU con margini di fluttuazione di  $\pm 1\frac{1}{2}\%$  ha condotto ad ampi afflussi di valuta e a una forte flessione dei tassi d'interesse a breve e a lunga in Svezia, nonché ad un rafforzamento della moneta. L'abbandono del precedente obiettivo di cambio basato su un paniere valutario ponderato per l'interscambio ha altresì provocato sostanziali acquisti di dollari USA contro marchi da parte di operatori privati svedesi al fine di modificare la composizione delle loro posizioni debitorie nette in valuta. Un effetto collaterale del passaggio della Svezia all'obiettivo in termini di ECU è stata una temporanea pressione al ribasso sul marco finlandese, nell'aspettativa che la Finlandia avrebbe svalutato la propria moneta prima di seguire l'esempio svedese ed ancorarla all'ECU. Di fatto il 7 giugno il marco finlandese è stato agganciato unilateralmente all'ECU senza svalutazione, con un margine di fluttuazione del  $\pm 3\%$ , il che ha comportato un rapido allentamento della pressione su questa moneta e una forte flessione dei tassi d'interesse a breve in Finlandia; nel contempo veniva deciso di abolire tutti i restanti controlli valutari.

... seguito da una manovra analoga in Finlandia ...

Nonostante il collegamento all'ECU, tuttavia, il marco finlandese è ben presto ridivenuto oggetto di ricorrenti pressioni al ribasso, in parte di riflesso alla persistente gravità della recessione in Finlandia, all'ampliamento dei differenziali

d'interesse a suo sfavore e alle incertezze circa l'accettazione di un accordo salariale recentemente concluso. Le tensioni hanno raggiunto il culmine agli inizi di novembre e, dopo un breve periodo di fluttuazione, sono sfociate il 15 novembre in una svalutazione del 12,3% della parità centrale del marco contro l'ECU. La crisi della moneta finlandese ha originato anche fortissime pressioni speculative sulla corona svedese, attenuate soltanto dopo la spettacolare prova di fermezza data dalla Riksbank. Poiché l'incremento di 1 punto percentuale avutosi il 26 novembre non era bastato ad arginare i deflussi, la Riksbank ha aumentato il suo tasso attivo marginale di altri 6 punti, portandolo il 5 dicembre al 17,5%. Questa volta il mercato ha recepito il segnale e dopo pochi giorni soltanto l'eccezionale incremento dei tassi ufficiali ha potuto essere in parte annullato. Tuttavia, l'allentamento dei tassi d'interesse svedesi ha segnato una battuta d'arresto agli inizi di aprile, allorché la rinnovata pressione sul marco finlandese si è nuovamente riversata sul mercato valutario svedese. In seguito, le pressioni su entrambe le monete sono tornate ad allentarsi, in quanto i tassi ufficiali finlandesi e svedesi sono stati ancora una volta fortemente alzati, le risorse d'intervento della Banca di Finlandia sono state potenziate con l'attivazione di *swaps* e di linee creditizie con le banche centrali degli altri paesi scandinavi, e la Bundesbank ha concesso un'analoga facilitazione. Al tempo stesso in Finlandia è stato annunciato un pacchetto di misure di stabilizzazione macroeconomica.

... ma in novembre il marco finlandese attraversa una grave crisi che sfocia in una svalutazione

Pronto intervento delle autorità svedesi a sostegno della corona

## L'oro

Come la maggior parte delle altre materie prime e molte attività reali e finanziarie, il prezzo dell'oro ha continuato ad accusare una spiccata debolezza nel periodo sotto rassegna. Benché l'offerta di oro sul mercato sia rimasta stabile, le quotazioni hanno mostrato una tendenza al ribasso per il quarto anno consecutivo. La domanda è stata frenata dalla recessione e dall'assenza di una seria minaccia di recrudescenza dell'inflazione nella maggior parte dei paesi industriali.

*Offerta.* Nel 1991 non sono intervenute significative variazioni nell'offerta aggregata di oro. Il modesto incremento della produzione mineraria e talune vendite nette di detentori ufficiali sono stati controbilanciati dai rimborsi netti di prestiti in oro e da una certa contrazione delle forniture complessive di Unione Sovietica e Cina.

L'offerta aggregata di oro resta invariata a causa di ...

Nonostante la persistente debolezza dei corsi dell'oro, lo scorso anno la produzione mineraria mondiale ha continuato ad aumentare leggermente, in quanto la sua diminuzione in taluni dei principali paesi produttori è stata compensata da un'ulteriore espansione in Nord America e in diversi paesi produttori minori. La relativa sostenutezza della produzione mineraria in presenza di un'ulteriore flessione dei corsi dell'oro è in parte ascrivibile a precedenti vendite a termine dei produttori. Queste ultime hanno consentito a taluni di essi di spuntare livelli di prezzo superiori a quelli praticati sul mercato a pronti e di mantenere operative alcune miniere secondarie.

... un'accresciuta produzione mineraria...

La produzione sudafricana è scesa dello 0,7%, passando a 600 tonnellate e portando così la produzione aggregata al livello più basso sull'arco di oltre trent'anni. Anche in Australia la produzione si è contratta, per la prima volta dal 1980, in parte a causa dell'introduzione di un'imposta sui profitti delle società minerarie.



Mercato dell'oro: fonti e impieghi (stime)					
Voci	1987	1988	1989	1990	1991
	tonnellate				
Produzione	1.385	1.550	1.680	1.745	1.780
Altri fornitori*	300	260	300	350	300
Variazioni nelle disponibilità auree ufficiali per operazioni di mercato (– = aumento)	95	– 175	175	30	75
Nuovi prestiti netti in oro	70	150	50	100	– 25
Totale (= impieghi non monetari)	1.850	1.785	2.205	2.225	2.130

\* Ex Unione Sovietica, Cina e taluni produttori minori.

Sia negli Stati Uniti che in Canada si è avuta una leggera crescita della produzione, che non ha tuttavia raggiunto gli elevati livelli degli anni ottanta. Negli altri paesi, la produzione mineraria aggregata ha continuato ad espandersi, benché con andamenti nettamente differenziati da paese a paese.

... ridotte cessioni  
dall'Est  
europeo...

La disgregazione dell'Unione Sovietica ha avuto implicazioni notevoli per il mercato dell'oro. Le forniture provenienti dalla Russia e dalle altre repubbliche produttrici, segnatamente Uzbekistan e Kazakhstan, sembrano essere state inferiori alle 260–310 tonnellate notificate per il 1989 e il 1990. Le informazioni disponibili circa il quantitativo netto venduto sul mercato sono meno affidabili, in parte a causa delle ampie operazioni di *swap*. Tuttavia, le vendite hanno nettamente sopravanzato la produzione, e si stima che le disponibilità ufficiali complessive dell'ex Unione Sovietica siano scese a sole 240 tonnellate circa a fine 1991. Lo scorso anno, la Cina ha intensificato la propria produzione di oro, ma gli impieghi interni si sono espansi e il paese sembra essere diventato acquirente netto sul mercato internazionale.

... modeste  
vendite ufficiali...

Quanto agli altri paesi, le disponibilità auree ufficiali sono diminuite di 75 tonnellate. Benché esse siano rimaste invariate nella grande maggioranza dei paesi, all'incremento in taluni di essi, fra cui Sudafrica, India, Filippine, Algeria, Cecoslovacchia e Colombia, ha fatto riscontro un decremento di maggiore entità in altri. Nel caso del Sudafrica, l'aumento di 74 tonnellate ha più che compensato una flessione delle riserve non auree. L'India ha registrato acquisizioni su base annua per 18 tonnellate, ma a metà anno ha utilizzato un cospicuo quantitativo di oro come garanzia per ricostituire temporaneamente le sue disponibilità valutarie pressoché esaurite (Capitolo III). Il Brasile, dopo aver aumentato costantemente, nel corso degli anni ottanta, le sue disponibilità ufficiali notificate, portandole a un massimo di 142 tonnellate a fine 1990, ha segnato nel 1991 una flessione di 79 tonnellate. Il Canada ha ceduto 56 tonnellate nell'ambito del suo programma a più lungo termine di vendite di oro.

... e rimborsi  
netti di prestiti  
in oro

Lo scorso anno, i rimborsi netti di prestiti in oro hanno ridotto l'offerta che affluiva sul mercato. Il tasso d'interesse sui prestiti in oro a breve è calato da oltre il 2% a fine 1990, allorché la crisi del Golfo aveva acuito le incertezze, a meno dell'1% a fine 1991.

*Domanda.* Lo scorso anno la domanda di oro ha avuto un andamento sotto tono. La recessione ha scoraggiato gli acquisti dell'industria, mentre la domanda speculativa e per investimenti è stata frenata dalla tendenza al ribasso dei corsi

Produzione mondiale di oro <sup>1</sup>								
Paesi	1953	1970	1980	1987	1988	1989	1990	1991
	tonnellate							
Sudafrica	371	1.000	675	607	621	608	605	601
Quota sulla produzione mondiale di oro (in %)	49,1	78,6	70,2	43,8	40,0	36,1	34,7	33,7
Stati Uniti	61	54	31	155	201	266	294	300
Australia	33	20	17	111	157	204	243	234
Canada	126	75	52	117	135	160	167	177
Brasile	4	9	35	85	102	101	84	80
Papua-Nuova Guinea	0	1	14	34	37	34	34	61
Cile	4	2	9	23	27	29	33	33
Colombia	14	7	17	33	33	32	33	32
Filippine	15	19	22	40	39	38	37	31
Ghana	23	22	11	12	12	15	17	26
Altri paesi <sup>1</sup>	104	64	79	169	188	194	197	207
Produzione mondiale	755	1.273	962	1.386	1.552	1.681	1.744	1.782
Per memoria:	medie annue, in dollari USA per oncia							
prezzi di mercato dell'oro								
in dollari USA correnti	35	36	615	447	437	381	384	362
in dollari USA costanti <sup>2</sup>	35	25	200	105	99	82	79	71

<sup>1</sup> Esclusi l'ex Unione Sovietica, la Cina e taluni produttori minori. <sup>2</sup> Dati deflazionati in base all'indice USA dei prezzi al consumo (1953 = 100).

Fonti: Consolidated Gold Fields PLC (Londra) e Gold Fields Mineral Services Ltd. (Londra).

dell'oro, dalla mancanza di serie minacce inflazionistiche nel mondo industriale e da tassi d'interesse reali relativamente elevati sugli investimenti finanziari liquidi. Le importazioni di Giappone e Taiwan, che negli ultimi anni avevano alimentato il mercato, non si sono espanse al medesimo ritmo che in passato. In talune aree dell'Estremo Oriente, tuttavia, l'attrattiva dell'oro è rimasta invariata.

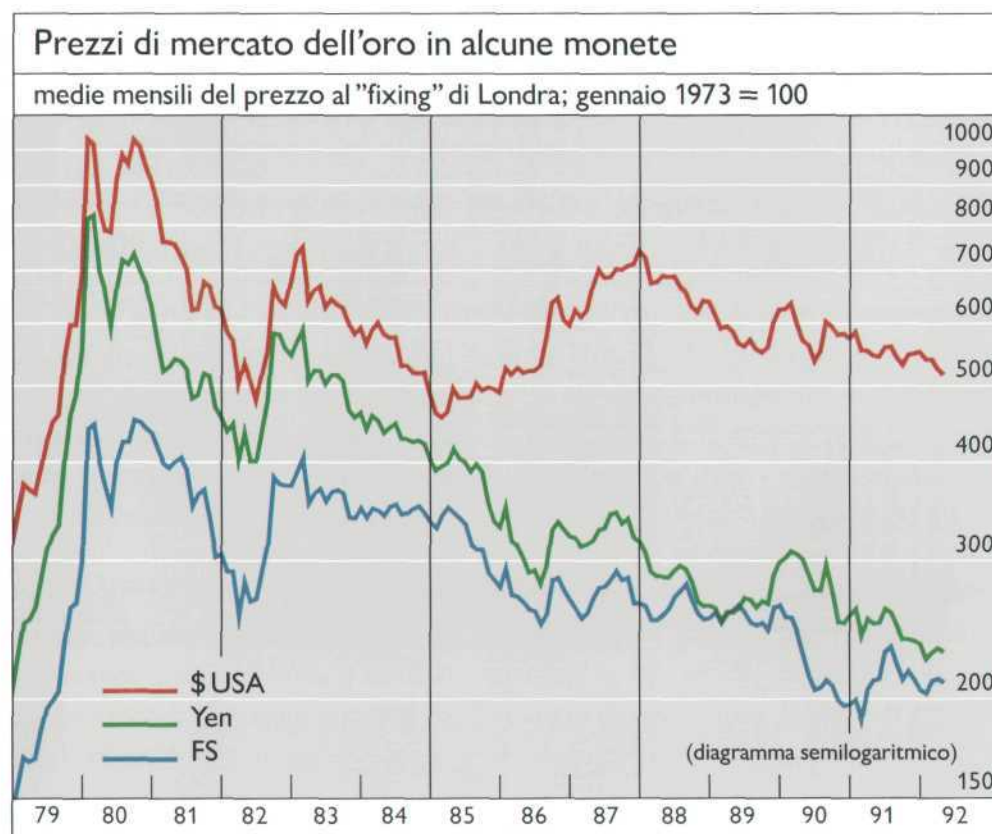
Negli ultimi anni la domanda di oro a scopi industriali era stata stimolata dalla tendenza al ribasso dei prezzi, e gli impieghi totali destinati all'industria manifatturiera tendevano a sopravanzare la produzione mineraria. Nel 1991, invece, la recessione ha dispiegato i suoi effetti e ha tenuto a freno la domanda. Inoltre, nei paesi più ricchi dell'Estremo Oriente il mercato dell'industria orafa sembra essersi stabilizzato. La liberalizzazione dei movimenti di capitali ha consentito agli investitori in Giappone di attuare una diversificazione di portafoglio secondo modalità meno onerose della detenzione di oro fisico. Essa ha altresì permesso a un numero maggiore di risparmiatori di ottenere rendimenti collegati al mercato sui loro investimenti finanziari. I precedenti vincoli imposti ai tassi sui depositi bancari di minore entità erano stati elusi collocando fondi in conti d'investimento in oro: le transazioni a pronti e a termine che ne sono derivate hanno accresciuto i quantitativi di questo metallo detenuti da operatori giapponesi – benché non necessariamente le importazioni fisiche – nel periodo in cui questi conti andavano assumendo maggiore rilevanza. Quando la loro popolarità è svanita, a seguito dell'allentamento dei vincoli ai tassi d'interesse e della persistente debolezza dei corsi dell'oro, questo ha perso parte della sua attrattiva per i piccoli investitori giapponesi.

Debole domanda per uso industriale e a scopo d'investimento



Tendenza al  
ribasso dei prezzi

**Prezzi.** All'inizio del 1991 l'oro ha segnato una ripresa, breve e sorprendentemente debole, di riflesso alle prospettive di un conflitto in Medio Oriente. Il suo corso è salito dai \$ 390 di fine 1990 sino a oltrepassare, per un solo giorno, a metà gennaio, i \$ 400. Quando è apparso evidente che le ostilità sarebbero state di breve durata, si sono riaffermati i sottostanti fattori depressivi sui prezzi. Le quotazioni sono scese ad un minimo di \$ 358 a fine febbraio, prima di risalire a \$ 367 in meno di una settimana. Nel corso dei due mesi successivi, i prezzi hanno mostrato una tendenza al ribasso, e hanno toccato \$ 351 alla fine di aprile. Più tardi, in maggio, nonostante la perdurante debolezza dei corsi di altre materie prime, l'oro ha iniziato a rafforzarsi, salendo ad oltre \$ 370 nella seconda settimana di giugno. Tuttavia, i produttori hanno colto l'occasione per costituire posizioni di copertura a fronte della produzione futura durante quella che si è rivelata la fase di più netto recupero dei prezzi da oltre un anno. Le quotazioni hanno ben presto iniziato a flettersi, e sono andate calando costantemente nell'arco dell'estate fino a toccare, a metà settembre, il minimo annuo di \$ 344. Degno di nota è il fatto che il tentato colpo di stato in Unione Sovietica non abbia innescato una domanda di oro quale bene-rifugio di entità sufficiente ad invertire questa tendenza. Soltanto a settembre inoltrato l'oro ha segnato una modesta ripresa. Stimolati dall'annuncio che le riserve russe erano molto inferiori a quanto generalmente ritenuto, a metà dicembre i prezzi sono risaliti a \$ 371. Ancora una volta, il loro vigore si è rivelato temporaneo e le quotazioni hanno mostrato una rinnovata tendenza al ribasso, toccando, in termini di dollari, un minimo sull'arco di sei anni equivalente a \$ 335 alla fine di aprile 1992. In termini di yen, le quotazioni all'epoca erano le più basse da tredici anni.



Variabilità dei prezzi dell'oro su base giornaliera <sup>1</sup>			
Anni	Numero di giorni in cui le variazioni di prezzo hanno superato		Scarto quadratico medio delle variazioni percentuali di prezzo su base giornaliera
	1 <sup>o</sup> /o	2 <sup>o</sup> /o	
1979-85 <sup>2</sup>	116	49	1,66
1986	69	23	1,18
1987	72	17	1,04
1988	41	12	0,78
1989	43	4	0,78
1990	55	14	0,96
1991	24	2	0,65
1992 1° trim.	2	0	0,48

<sup>1</sup> "Fixing" mattutino di Londra, dollari USA per oncia di oro fino. <sup>2</sup> Media annua.

Nel complesso, lo scorso anno il prezzo dell'oro è rimasto insolitamente stabile. Sia l'intervallo di escursione sia la varianza giornaliera dei corsi sono stati nettamente inferiori agli anni precedenti (tabella precedente). In parte a seguito di quest'evoluzione, il volume di contrattazioni in *futures* e *options* su oro è fortemente diminuito, scendendo al livello minimo dal 1986. L'attenuazione dell'instabilità dei corsi riscontrata lo scorso anno rientra in una tendenza di più lungo periodo. Nei decenni precedenti, lo scarto fra picchi e minimi congiunturali nelle quotazioni dell'oro era stato nettamente più ampio. Inizialmente ciò rifletteva un'iperreazione, in quanto i prezzi cercavano un nuovo livello d'equilibrio dopo che nel 1971 le autorità nazionali avevano rinunciato a tentare di impedirne i movimenti. Anche gli elevati ed erratici saggi d'inflazione dei decenni precedenti avevano causato ampie variazioni dei corsi dell'oro, considerato come una copertura antinflazionistica.

Minore  
variabilità dei  
corsi ...

Le mutate condizioni di mercato hanno contribuito a conferire maggiore stabilità ai corsi dell'oro. La domanda per la produzione orafa, di gran lunga il più importante uso industriale, si è rivelata elastica rispetto al prezzo, e gli acquisti hanno mostrato la tendenza ad aumentare in concomitanza dei cali di quest'ultimo. In secondo luogo, il ricorso a tecniche di copertura da parte dei produttori di oro è divenuto molto più generalizzato. Le vendite a termine in fase di prezzi crescenti, effettuate per ridurre le incertezze circa i rendimenti futuri, tendono a limitare le impennate di prezzo. In terzo luogo, l'affermarsi di vari strumenti derivati che consentono l'assunzione di posizioni con un alto grado di leva potrebbe aver allontanato parte della domanda a fini speculativi dal comparto dell'oro, nel quale i costi di consegna e di immagazzinaggio sono elevati. Infine, alcuni dei maggiori produttori cercano di impedire ampie oscillazioni di prezzo tramite le loro operazioni sul mercato. In precedenza si riteneva che l'Unione Sovietica partecipasse a tali operazioni, ma appare poco probabile che lo scorso anno il contenimento delle fluttuazioni dei corsi dell'oro costituisse per questo paese un obiettivo prioritario. Il Sudafrica continua a cercare di promuovere la stabilità dei prezzi, senza tuttavia presumere di poterne mutare la direzione.

... e alcune sue  
cause



## VII. I mercati internazionali dei capitali

### Aspetti salienti

Il 1991 è stato un anno di straordinari contrasti nei mercati internazionali dei capitali. Dopo diversi anni di crescita vigorosa, le attività internazionali delle banche hanno registrato la prima contrazione assoluta, mentre al netto dei depositi interbancari l'espansione degli aggregati creditizi ha toccato il minimo storico del 2½%. Al tempo stesso, l'attività sui mercati obbligazionari internazionali ha raggiunto un nuovo massimo e i mercati delle *notes* a breve e a medio termine hanno continuato ad espandersi a ritmo sostenuto. La flessione dell'attività bancaria è stata in gran parte la conseguenza degli sforzi compiuti dalle banche per migliorare la propria redditività e rafforzare la base patrimoniale, nonché di un'accentuata percezione del rischio di credito. Vi è stata, in particolare, una drastica diminuzione delle operazioni interbancarie, considerate a rendimento basso e a rischio di controparte potenzialmente elevato. Sui mercati mobiliari internazionali i più bassi tassi d'interesse e l'eccezionale volume di rimborsi obbligazionari hanno favorito le emissioni di obbligazioni ordinarie a tasso fisso. L'attività è stata particolarmente sostenuta nei settori dell'ECU e di alcune altre valute con rendimenti relativamente alti. Di riflesso ad un recupero del mercato azionario di Tokyo, rivelatosi di breve durata, sono aumentate fino agli inizi dell'estate le emissioni collegate ad azioni, ma da allora l'attività ha ristagnato. Il mercato delle obbligazioni a tasso variabile (FRN) è rimasto sottotono.

L'innovazione finanziaria e la concorrenza hanno continuato a rappresentare i principali fattori propulsivi della rapida espansione degli strumenti derivati negoziati in borsa e sui mercati paralleli, ed è ulteriormente aumentata la partecipazione delle banche in questo ambito. Tuttavia, lo scorso anno sono emerse preoccupazioni da parte delle autorità a riguardo della trasparenza delle transazioni fuori borsa e dei rischi sistemici insiti in tali mercati.

L'uso privato di ECU ha continuato a espandersi, raggiungendo nuovi livelli massimi dal lato degli impieghi delle banche e dell'emissione di titoli internazionali. L'attività in ECU dovrebbe trarre ulteriore beneficio dall'esito del vertice di Maastricht.

Un aspetto di rilievo negli sviluppi dello scorso anno è l'inversione di tendenza nelle operazioni delle banche con i paesi in via di sviluppo non OPEC. I paesi asiatici sono stati nuovamente beneficiari di un ingente ammontare di credito bancario, mentre diversi importanti paesi latino-americani hanno fatto ritorno ai mercati mobiliari internazionali su scala non più riscontrata dall'insorgere della crisi debitoria. Il crescente ricorso al finanziamento esterno ha accompagnato il processo di liberalizzazione dei mercati finanziari nazionali, in atto in diversi paesi in via di sviluppo e tradottosi lo scorso anno anche nella privatizzazione di molte banche.

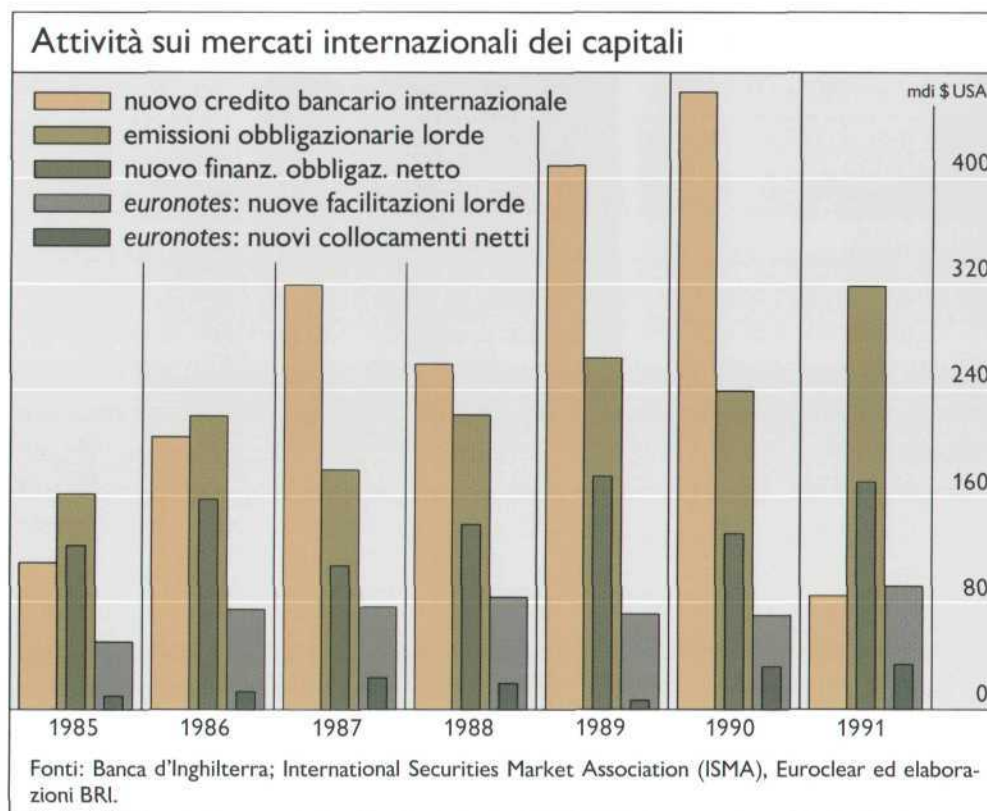
## Quadro d'insieme dell'attività dei mercati

Il 1991 ha fatto registrare per la prima volta in assoluto una contrazione degli aggregati bancari internazionali. Il totale in essere delle attività esterne e di quelle sull'interno in valuta estera delle banche dichiaranti alla BRI, che si era accresciuto a tassi di oltre il 10% in ciascuno dei sei anni precedenti, è diminuito di \$ 102 miliardi, ovvero dell'1%. Questa contrazione è dovuta a un calo ancor maggiore delle operazioni interbancarie. Al netto delle duplicazioni derivanti dalle operazioni interbancarie, il volume del nuovo credito intermediato dal sistema bancario internazionale, stimato a \$85 miliardi, non ha superato un quinto dell'importo relativo al 1990. Si è avuto un pronunciato rallentamento del credito finale a residenti all'interno dell'area dichiarante, i quali in precedenza erano stati importanti prenditori di fondi dalle banche internazionali dopo la liberalizzazione dei movimenti di capitali e dei mercati finanziari in diversi paesi. Vi è stata invece una certa ripresa del nuovo credito erogato a paesi esterni all'area, che hanno risentito meno della recessione nei paesi industriali.

Gli sforzi delle banche volti a potenziare la loro base di capitale, l'accresciuta percezione del rischio di credito sui mercati dei capitali, il generale processo di ristrutturazione finanziaria e la situazione congiunturale figurano fra i principali fattori alla base della contrazione nell'attività bancaria internazionale (Capitolo VIII). In particolare, le banche hanno sempre più considerato l'attività interbancaria come fonte di bassi rendimenti e nel contempo di rischi di controparte potenzialmente elevati. Inoltre, il deterioramento della qualità dell'attivo di molte banche ha incoraggiato una maggiore cautela nella concessione di credito, che si è mediamente rispecchiata in *spreads* più alti e scadenze più brevi per i nuovi prestiti consorziali internazionali.

Primo calo registrato in assoluto negli aggregati bancari

Fattori alla base della contrazione





Finanziamento netto sui mercati internazionali (stime)							
Componenti del finanziamento internazionale netto	Variazioni <sup>1</sup>						Consistenze a fine 1991
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	
	in miliardi di dollari USA						
Totale attività esterne delle banche dichiaranti <sup>2</sup>	509,5	601,8	436,1	684,9	608,3	— 56,4	6.239,9
Attività sull'interno in valuta estera	147,7	163,0	74,8	122,2	105,9	— 45,6	1.257,3
<i>meno: duplicazioni derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante</i>	452,2	444,8	250,9	397,1	249,2	— 187,0	3.887,2
A = Credito bancario internazionale netto <sup>3</sup>	205,0	320,0	260,0	410,0	465,0	85,0	3.610,0
B = Nuovi collocamenti netti di euronotes	13,4	23,4	19,5	6,9	32,0	33,7	144,9
Totale emissioni obbligazionarie internazionali perfezionate	220,9	180,3	221,6	264,6	239,8	318,9	
<i>meno: rimborsi e riacquisti</i>	63,2	72,7	82,6	89,2	107,9	147,8	
C = Finanziamento netto mediante obbligazioni internazionali	157,7	107,6	139,0	175,4	131,9	171,1	1.651,4
D = A + B + C = Totale finanziamento internazionale	376,1	451,0	418,5	592,3	628,9	289,8	5.406,3
<i>meno: duplicazioni<sup>4</sup></i>	81,1	51,0	68,5	77,3	78,9	34,8	606,3
E = Totale finanziamento internazionale netto	295,0	400,0	350,0	515,0	550,0	255,0	4.800,0

<sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> Banche situate nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Lussemburgo, Austria, Danimarca, Finlandia, Irlanda, Norvegia, Spagna, Bahamas, Bahrein, Isole Cayman, Hong Kong, Antille olandesi e Singapore, nonché le filiali di banche USA a Panama. <sup>3</sup> Oltre ai crediti diretti internazionali 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 mutuarie raccolgano i fondi soprattutto per fini interni e non li riprestino ad altre banche all'estero. <sup>4</sup> 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.

Ulteriore crescita delle operazioni fuori bilancio...

Nello stesso tempo le banche hanno incrementato il ricorso a strumenti derivati, che possono sostituirsi alle operazioni iscritte in bilancio e comportano minori rischi creditizi. In rapporto alle attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI, il valore nominale identificato dei contratti derivati su tassi d'interesse e valute risulta salito dal 75% a fine 1990 a quasi il 100% alla fine dello scorso anno. Sebbene non siano disponibili dati precisi sulla partecipazione diretta delle banche alle operazioni in strumenti derivati, esse sono le principali intermediarie sui mercati fuori borsa o paralleli. Le banche operano attivamente anche nelle borse organizzate, concorrendo per ben oltre un terzo alle posizioni in vendita e acquisto nel contratto di tasso d'interesse sull'eurodollaro, lo strumento *future* con il più elevato volume di posizioni in essere.

... e forte aumento delle emissioni obbligazionarie dopo la fine della guerra del Golfo

La fine delle incertezze legate alla guerra del Golfo e il successivo calo dei tassi a lungo termine sulla maggior parte delle valute hanno indotto molti mutuatari a rifinanziare le loro passività sui mercati obbligazionari e a ridurre il ricorso al credito bancario. Le aspettative di un'ulteriore flessione dei tassi d'interesse hanno alimentato la domanda degli investitori, contribuendo a una forte

espansione del finanziamento mediante obbligazioni. Il volume delle nuove emissioni obbligazionarie internazionali perfezionate è balzato a \$ 319 miliardi, ammontare che supera di un terzo quello del 1990 ed è decisamente al disopra del precedente massimo. L'attività è stata particolarmente intensa nella prima metà dell'anno, in concomitanza con una serie di emissioni di ingente ammontare da parte di mutuatari sovrani e di una temporanea ripresa nel settore delle obbligazioni collegate ad azioni. Solo il mercato primario delle FRN è rimasto depresso durante tutto l'anno. L'attività complessiva di emissione si è tuttavia accompagnata a un incremento del 37% dei rimborsi di obbligazioni, che hanno raggiunto un nuovo massimo di quasi \$ 150 miliardi. Di conseguenza, il finanziamento netto mediante obbligazioni internazionali non è riuscito a uguagliare il massimo storico registrato nel 1989.

Nel segmento delle scadenze più a breve, il volume netto di fondi raccolti sul mercato delle *euronotes*, pari a \$ 34 miliardi, ha leggermente superato l'ammontare dello scorso anno. A fronte di questo importo complessivo, vi è stato un ulteriore spostamento a scapito dell' *eurocommercial paper* a breve e a favore delle *notes* a medio termine.

I mercati finanziari internazionali ancora una volta sono stati fortemente influenzati dagli sviluppi in Giappone. Anzitutto, il calo dei prezzi interni degli immobili e i connessi problemi di alcuni intermediari finanziari non bancari hanno ridotto la domanda di credito dei residenti giapponesi, che negli anni precedenti era stata in parte intermediata dal sistema bancario internazionale. In secondo luogo, il clima depresso del mercato azionario di Tokyo nella seconda metà del 1991 ha limitato l'emissione di obbligazioni collegate ad azioni. Pertanto, le società nipponiche si sono rivolte in misura crescente ai mercati interni e internazionali delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso. In terzo luogo, le banche giapponesi hanno ridotto le posizioni interbancarie poco remunerative al fine di migliorare la redditività e di soddisfare i requisiti patrimoniali prescritti dall'Accordo di Basilea. La flessione degli aggregati bancari internazionali lordi nel 1991 è imputabile per intero alla contrazione del 9% delle operazioni delle banche giapponesi. Infine la debolezza del mercato azionario giapponese pare avere altresì frenato l'attività speculativa in alcuni mercati di strumenti derivati denominati in yen.

Impatto  
degli sviluppi  
in Giappone

## Il mercato bancario internazionale

La flessione degli aggregati bancari lordi è stata il risultato netto di una contrazione del 3% nel primo semestre dell'anno, di una crescita nulla nel terzo trimestre e di un recupero del 2%, in parte di natura stagionale, nel quarto. L'eccezionale decremento delle attività interbancarie all'interno dell'area dichiarante si è concentrato nelle principali valute (dollaro USA, sterlina, yen e marco), mentre per diversi altri comparti valutari (franco francese, ECU, lira e fiorino) l'attività interbancaria è rimasta vivace.

Eccezionale  
contrazione  
delle attività  
interbancarie ...

La pronunciata contrazione dell'attività sul mercato interbancario internazionale è dovuta in larga misura agli sforzi delle banche di ottemperare all'Accordo di Basilea sui coefficienti patrimoniali e di migliorare la redditività. Come già menzionato, le istituzioni giapponesi, che negli ultimi anni avevano fatto ampiamente ricorso al mercato interbancario quale fonte di finanziamento

... dovuta agli  
sforzi delle  
banche di  
rafforzare i  
bilanci



## Aspetti salienti dell'attività bancaria internazionale

Impieghi e raccolta del credito bancario internazionale	Variazioni depurate dagli effetti di cambio				Consistenze a fine 1991
	1988	1989	1990	1991	
	in miliardi di dollari USA				
A = Attività verso paesi esterni all'area dichiarante <i>di cui: verso soggetti non bancari</i>	13,5 -4,4	- 1,7 -11,7	-11,9 - 9,6	7,5 - 2,0	755,5 396,0
B = Attività internazionali verso residenti all'interno dell'area dichiarante	496,4	793,8	680,8	-100,8	6.593,6
(1) attività verso soggetti non bancari	159,9	229,7	284,4	104,2	1.851,4
(2) impiego di fondi interbancari internazionali per crediti sull'interno	85,6	167,0	147,2	- 18,0	855,0
(3) ridepositi interbancari	250,9	397,1	249,2	-187,0	3.887,2
C = Partite non classificate	1,1	15,0	45,4	- 8,7	148,0
D = A + B + C = Totale attività bancarie internazionali lorde	510,9	807,1	714,2	-102,0	7.497,2
E = D-B (3) = Credito bancario internazionale netto (stime)	260,0	410,0	465,0	85,0	3.610,0
A = Passività verso paesi esterni all'area dichiarante <i>di cui: verso soggetti non bancari</i>	41,5 21,5	57,6 29,7	92,2 37,7	- 12,6 - 12,7	725,4 316,2
B = Passività internazionali verso residenti all'interno dell'area dichiarante	460,9	720,4	626,2	-202,6	6.246,8
(1) passività verso soggetti non bancari*	66,2	158,1	175,7	13,6	1.264,4
(2) offerta di fondi interni al mercato interbancario internazionale	119,0	148,6	165,1	27,9	1.233,7
(3) ridepositi interbancari	275,7	413,7	285,4	-244,1	3.748,7
C = Partite non classificate	33,3	45,7	32,0	56,1	386,5
D = A + B + C = Totale passività bancarie internazionali lorde	535,7	823,7	750,4	-159,1	7.358,7

\* Dal 1990, comprende i fondi fiduciari incanalati sul mercato tramite le banche operanti in Svizzera.

\* Dal 1990, comprende i fondi fiduciari incanalati sul mercato tramite le banche operanti in Svizzera.

e per l'assunzione di posizioni, sono state le più attive nel ridurre i loro crediti interbancari. In effetti, la flessione assoluta, pari a \$ 145 miliardi, delle attività interbancarie fra il Giappone e gli altri centri appartenenti all'area dichiarante risulta essere ancora più elevata del decremento totale delle attività interbancarie sull'estero, e la contrazione dei crediti in valuta sui mercati interni si è avuta quasi interamente fra le banche in Giappone. La minore domanda di finanziamenti interbancari è altresì imputabile alla diminuzione dell'attività nel settore dei prestiti consorziali, specie quelli destinati al finanziamento di operazioni di fusione ed acquisizione. Le mutate strategie di provvista delle banche si sono tradotte in una diminuzione del differenziale d'interesse fra eurodepositi e *Treasury bills*.

Netto rallentamento delle operazioni con i soggetti non bancari...

Nell'ambito del minor flusso di credito, i prestiti finali intermediati dal sistema bancario internazionale sono affluiti principalmente all'area dichiarante, benché in minor misura rispetto agli anni precedenti. I nuovi crediti diretti erogati a soggetti non bancari all'interno dell'area si sono contratti da quasi \$ 285 miliardi nel 1990 a poco meno di \$ 105 miliardi, mentre le banche hanno rimborsato \$ 18 miliardi di fondi che avevano convogliato dai mercati internazionali a quelli interni. Le attività identificate verso i paesi esterni all'area si sono accresciute di \$ 8 miliardi, dopo una flessione di \$ 14 miliardi nei due anni precedenti. Dal lato della provvista delle banche, i nuovi depositi di soggetti non bancari entro l'area dichiarante, pari a \$ 14 miliardi, hanno totalizzato appena l'8%

dell'ammontare segnato nel 1990. Nel contempo, i paesi esterni all'area hanno prelevato \$ 13 miliardi dai loro depositi, mentre le istituzioni monetarie ufficiali hanno ridotto le loro disponibilità di riserva presso le banche dichiaranti di \$ 24 miliardi.

... ma ripresa del credito ai paesi esterni all'area

### *La struttura per nazionalità dell'attività bancaria internazionale*

Le posizioni degli sportelli interni ed esteri delle banche giapponesi hanno subito un calo ancora maggiore di quello, pari a \$ 105 miliardi, segnato dal valore in dollari correnti delle attività internazionali delle banche dichiaranti nei paesi industriali (non sono disponibili dati depurati degli effetti di cambio per i singoli gruppi di nazionalità delle istituzioni dichiaranti; tuttavia, lo scorso anno tali

Attività e passività internazionali delle banche in base alla nazionalità di appartenenza*									
Nazionalità	Variazioni nel 1990 in dollari correnti				Variazioni nel 1991 in dollari correnti				Consistenze totali a fine 1991
	totale	di cui, verso:			totale	di cui, verso:			
		banche colle- gate	banche non col- legate	soggetti non bancari		banche colle- gate	banche non col- legate	soggetti non bancari	
in miliardi di dollari USA									
Banche giapponesi									
attività	152,9	71,5	49,9	31,6	-190,0	-61,0	-98,4	-30,6	1.931,5
passività	132,4	35,6	56,4	40,3	-232,3	-53,2	-159,2	-19,9	1.824,5
Banche statunitensi									
attività	-15,3	10,1	-30,2	4,8	-2,4	-22,2	-3,3	23,1	711,6
passività	-2,1	14,3	-5,9	-10,5	1,5	-40,1	16,2	25,4	743,7
Banche tedesche									
attività	163,9	36,8	85,0	41,9	29,6	14,6	-7,7	22,7	636,6
passività	130,2	34,5	41,8	53,9	28,8	14,4	-1,3	15,7	485,5
Banche francesi									
attività	122,3	39,3	49,8	33,2	-10,5	10,6	-3,2	-17,9	542,6
passività	154,1	52,6	49,0	52,5	5,6	-2,6	-3,1	11,2	613,8
Banche italiane									
attività	73,4	8,8	27,3	37,3	21,7	7,1	-1,5	16,1	348,8
passività	74,1	10,8	42,5	20,9	27,0	10,3	12,0	4,8	356,0
Banche britanniche									
attività	25,2	0,0	20,8	4,4	-12,5	-1,9	-17,1	6,5	260,2
passività	13,2	0,3	11,6	1,3	-9,6	-2,6	-4,2	-2,9	312,0
Altre									
attività	322,9	88,3	129,5	105,2	59,4	7,1	21,6	30,7	1.715,5
passività	378,3	77,7	110,1	190,6	33,1	33,6	3,7	-4,1	1.748,2
Totale									
attività	845,3	254,8	332,1	258,4	-104,7	-45,7	-109,6	50,6	6.146,8
passività	880,2	225,8	305,5	349,0	-145,9	-40,2	-135,9	30,2	6.083,7

\* La tabella riporta 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. Le cifre relative ai soggetti non bancari comprendono le posizioni verso le istituzioni monetarie ufficiali e, dal lato delle passività, le emissioni di CD e di altri titoli da parte delle banche.



Forte riduzione  
delle attività  
internazionali  
delle banche  
giapponesi...

... e sue cause  
principali

effetti non sono stati molto ampi). La loro quota sul totale delle posizioni in essere è slittata di ulteriori 2,5 punti percentuali, scendendo al 31% a fine 1991, contro un massimo del 38% nel 1988. La flessione segnata lo scorso anno dalle posizioni internazionali delle banche giapponesi risalta particolarmente se la si raffronta agli andamenti precedenti. Tra fine 1985 e fine 1989, le banche giapponesi avevano espanso le loro attività internazionali al saggio medio annuo di quasi il 30%, incremento questo ascrivibile per il 41% alla crescita delle posizioni fra stabilimenti collegati. Le principali determinanti di questa vigorosa crescita erano state la concorrenza per le quote di mercato e le opportunità di arbitraggio offerte dalla graduale liberalizzazione dei mercati interni dei capitali, specialmente dopo l'apertura del Japan Offshore Market (JOM) a fine 1986. In effetti, una percentuale significativa dei capitali esportati fuori dal Giappone dalle banche è stata riconvogliata verso mutuatari interni tramite affiliate estere. Più di recente, la necessità di ottemperare ai nuovi coefficienti di adeguatezza patrimoniale, l'eliminazione di numerose distorsioni sui mercati interni, nonché una valutazione più cauta dei rischi di credito, hanno spinto le banche giapponesi a rivedere le loro strategie. Nel 1990 esse avevano già diminuito i crediti erogati all'estero dagli stabilimenti in Giappone, così come le posizioni delle loro affiliate negli Stati Uniti, continuando nel contempo a espandere la propria presenza nei centri dell'Europa continentale.

Nel 1991, l'ulteriore flessione del mercato azionario di Tokyo, che ha ridotto il valore delle riserve tacite comprese nel patrimonio supplementare delle banche, l'indebolimento della domanda interna di credito e l'abolizione delle direttrici quantitative poste dalla Banca del Giappone ai crediti a residenti denominati in yen hanno provocato un forte riaggiustamento delle attività. La contrazione complessiva segnata lo scorso anno dalle attività internazionali delle banche giapponesi, pari a \$ 190 miliardi, ha interessato per il 45% le posizioni sull'interno in valuta sulla piazza di Tokyo, mentre un altro 38% è ascrivibile alla riduzione delle posizioni delle loro affiliate europee. Il ridimensionamento è imputabile per oltre due terzi ad una riduzione delle attività verso le banche non collegate e la clientela non bancaria. Il calo delle posizioni delle banche giapponesi sul mercato interbancario internazionale è stato maggiore dal lato delle passività; di conseguenza, alla fine dello scorso anno l'indebitamento netto internazionale delle banche nipponiche presso banche non collegate era sceso da \$ 226 miliardi a fine 1990 a un minimo sull'arco di 30 mesi pari a \$ 166 miliardi.

Rallentamento  
dell'attività per  
altri gruppi di  
nazionalità...

Il ridimensionamento operato dalle banche giapponesi ha avuto un impatto generale sul mercato, ma diversi altri fattori hanno contribuito al rallentamento nell'attività degli istituti di altre nazionalità. Dopo una crescita record nel 1990, le attività internazionali delle banche francesi, finlandesi e svedesi sono stagnate o diminuite. Nel 1990, le attività internazionali delle banche francesi erano aumentate di quasi il 30%, in quanto i residenti avevano spostato un volume cospicuo di operazioni dal mercato interno a quello internazionale, a seguito della rimozione dei residui controlli valutari. Tuttavia, di riflesso all'abbassamento dei coefficienti di riserva nell'ottobre 1990 vi sono stati massicci riflussi di fondi verso il mercato interno, e lo scorso anno le attività internazionali delle banche francesi si sono ridotte di \$ 11 miliardi. Questa contrazione è dovuta a un calo assoluto più che proporzionale nelle attività verso i soggetti non bancari. Lo scorso anno,

le banche britanniche, statunitensi e canadesi hanno ridotto la loro attività creditizia internazionale, aumentando gli accantonamenti per perdite su crediti. Se si escludono talune posizioni fuori bilancio notificate da alcune banche a Londra, la contrazione effettiva delle attività internazionali in essere delle banche statunitensi è stimabile a circa \$ 30 miliardi. Ad eccezione delle banche austriache, tutti gli altri gruppi di nazionalità hanno visto ridursi il tasso di crescita delle rispettive attività internazionali, particolarmente sul mercato interbancario. I più forti rallentamenti sono stati segnati dalle banche tedesche (dal 38 al 5%), italiane (dal 29 al 7%) e danesi (dal 29 al 4%).

### Andamenti nei singoli centri di mercato

Le banche nel Regno Unito – le cui attività esterne sono attribuibili per il 30% agli istituti giapponesi – e le banche in Giappone hanno registrato lo scorso anno le più marcate flessioni nelle attività sull'estero, principalmente a seguito di rimborsi di precedenti crediti in dollari.

... nonché nella maggior parte dei principali centri finanziari

Si sono peraltro avute sensibili contrazioni delle attività in essere delle banche in Francia, Svizzera e Canada, e in quasi tutti gli altri centri la crescita è nettamente rallentata. Le banche negli Stati Uniti rappresentano la principale eccezione, a causa di una ripresa dell'attività creditizia sull'estero degli

Andamenti delle posizioni bancarie nei singoli centri dichiaranti: attività									
Posizioni delle banche situate in	Variazioni depurate dagli effetti di cambio						Consistenze a fine 1991		
	1990			1991			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	9,0	77,1	25,9	-10,0	-41,9	14,9	84,3	934,3	329,7
Francia	8,9	55,8	-2,3	5,5	-21,6	-9,9	72,4	336,4	67,5
Germania	29,6	42,9	3,0	-6,4	16,6	1,3	234,8	148,3	9,1
Lussemburgo	0,9	40,5	6,1	0,7	17,7	0,7	5,5	307,3	50,4
Belgio	1,9	20,9	4,9	3,2	-1,6	1,7	17,2	181,7	57,7
Paesi Bassi	0,5	21,3	1,7	6,3	0,9	9,9	39,5	140,2	35,9
Svizzera	10,4	35,4	0,3	-8,2	1,7	-0,2	103,1	291,4	19,6
Svezia	-1,9	4,7	21,7	0,4	-0,9	-3,8	2,2	32,1	70,2
Altri paesi europei	-7,4	26,9	24,8	7,5	9,7	18,9	42,1	234,0	170,1
Totale paesi europei	51,9	325,5	86,1	-1,0	-19,4	33,5	601,1	2.605,7	810,2
Giappone: "JOM"	18,6	34,0	25,0	31,5	-50,0	-21,0	263,0	230,0	71,0
Altri	1,3	18,7	-9,5	-10,7	-6,7	-56,6	205,5	243,9	347,6
Stati Uniti: "IBF"	-38,5	-6,2	0,0	-17,2	3,5	0,0	234,2	56,4	0,0
Altri	15,2	1,4	0,0	18,8	1,8	0,0	279,8	16,7	0,0
Centri di mercato asiatici	2,2 <sup>1</sup>	115,3 <sup>2</sup>	..	0,9 <sup>1</sup>	-6,2 <sup>2</sup>	..	7,8 <sup>1</sup>	833,1 <sup>2</sup>	..
Altri centri <sup>3</sup>	0,3 <sup>4</sup>	68,7	4,4 <sup>4</sup>	-0,7 <sup>4</sup>	-1,0	-1,5 <sup>4</sup>	3,8 <sup>4</sup>	659,0	28,5 <sup>4</sup>
Totale	50,9	557,4	105,9	21,6	-78,0	-45,6	1.595,1	4.644,8	1.257,3

<sup>1</sup> Solo Hong Kong.

<sup>2</sup> Comprende il Bahrein.

<sup>3</sup> Comprende il Canada.

<sup>4</sup> Solo Canada.

<sup>1</sup> Solo Hong Kong. <sup>2</sup> Comprende il Bahrein. <sup>3</sup> Comprende il Canada. <sup>4</sup> Solo Canada.



stabilimenti USA di banche non statunitensi. A seguito dell'abbassamento degli obblighi di riserva agli inizi del 1991, le banche negli Stati Uniti hanno teso a spostare le loro attività sull'estero dai conti presso le "International Banking Facilities" (IBF) ai conti sull'interno.

Ampi deflussi  
netti di capitale  
tramite le banche  
in Giappone

Poiché la contrazione delle loro passività esterne è stata molto più pronunciata di quella delle attività, le banche in Giappone sono passate da una posizione debitoria esterna netta di \$ 8 miliardi a fine 1990 a una posizione creditoria netta di quasi \$ 97 miliardi l'anno successivo. Questo ampio deflusso netto di capitali attraverso il sistema bancario giapponese ha fatto da contropartita all'avanzo corrente del paese, all'aumento degli investimenti esteri in titoli nipponici a lungo termine e ai prestiti erogati a residenti giapponesi dalle affiliate estere di banche nipponiche. Lo scorso anno si è avuto un ulteriore incremento di \$ 33 miliardi nella posizione debitoria netta sull'estero delle banche in Francia, a seguito di ampi riafflussi di fondi in valuta dall'estero e del crescente ricorso delle banche francesi ai mercati mobiliari internazionali. Quanto agli altri paesi, il nuovo indebitamento netto in valuta delle banche in Italia è ammontato a \$ 13 miliardi, mentre le banche dei paesi scandinavi hanno effettuato cospicui rimborsi su base netta. Si è altresì avuta una riduzione di \$ 11 miliardi nella posizione creditoria netta sull'estero denominata in marchi delle banche situate in Germania.

#### Andamenti delle posizioni bancarie nei singoli centri dichiaranti: passività

Posizioni delle banche situate in	Variazioni depurate dagli effetti di cambio						Consistenze a fine 1991		
	1990			1991			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	30,2	74,3	36,6	-15,9	-27,5	5,4	156,2	998,6	289,6
Francia	40,9	47,2	-12,3	17,8	-1,2	-6,7	115,7	381,4	56,6
Germania	15,1	31,7	3,7	5,0	7,3	-0,6	129,2	106,7	10,1
Lussemburgo	0,8	35,4	7,8	0,1	11,5	5,3	5,2	275,8	67,7
Belgio	2,3	13,1	8,2	-1,7	-4,4	2,0	20,8	188,5	49,4
Paesi Bassi	2,0	18,1	4,3	4,2	-2,5	0,8	28,5	120,0	34,0
Svizzera	15,4	27,4	7,6	-1,8	1,9	-2,8	68,8	248,1	62,2
Svezia	-0,4	21,8	4,0	-0,1	-6,8	-1,3	4,0	89,2	11,0
Altri paesi europei	1,6	39,2	15,3	3,2	24,8	11,7	46,7	380,1	69,0
Totale paesi europei	107,9	308,2	75,2	10,8	3,1	13,8	575,1	2.788,4	649,6
Giappone: "JOM"	9,5	28,0	30,0	-25,5	-34,0	-38,0	118,0	248,0	52,0
Altri	-6,1	15,6	-2,5	-35,9	-32,6	-2,8	152,5	327,2	321,6
Stati Uniti: "IBF"	-16,4	-4,3	0,0	-20,0	4,6	0,0	297,8	60,9	0,0
Altri	17,1	1,0	0,0	16,1	0,4	0,0	282,8	14,0	0,0
Centri di mercato asiatici	2,0 <sup>1</sup>	99,2 <sup>2</sup>	..	3,6 <sup>1</sup>	-23,8 <sup>2</sup>	..	16,3 <sup>1</sup>	755,4 <sup>2</sup>	..
Altri centri <sup>3</sup>	0,7 <sup>4</sup>	84,4	0,9 <sup>4</sup>	-1,6 <sup>4</sup>	2,8	-0,3 <sup>4</sup>	8,4 <sup>4</sup>	679,5	11,3 <sup>4</sup>
Totale	114,7	532,1	103,6	-52,4	-79,5	-27,2	1.450,9	4.873,4	1.034,4

<sup>1</sup> Solo Hong Kong. <sup>2</sup> Comprende il Bahrein. <sup>3</sup> Comprende il Canada. <sup>4</sup> Solo Canada.

<sup>1</sup> Solo Hong Kong. <sup>2</sup> Comprende il Bahrein. <sup>3</sup> Comprende il Canada. <sup>4</sup> Solo Canada.

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

Il rallentamento ciclico dell'attività economica è stato lo scorso anno il fattore primario del notevole indebolimento della domanda di credito dei paesi industriali. Dopo diversi anni di crescita assai sostenuta, i soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante hanno ridotto di oltre il 60% il loro nuovo indebitamento sul mercato internazionale. Il calo più spettacolare è stato quello dei crediti sull'estero a soggetti non bancari statunitensi. Nel 1990, un volume di nuovi crediti, pari a \$ 50 miliardi, per lo più di banche non statunitensi situate nei centri *offshore* dei Caraibi, aveva compensato in certa misura la marcata riduzione dei crediti bancari sull'interno. Lo scorso anno, invece, i crediti sull'estero a residenti USA sono ammontati a soli \$ 6 miliardi.

Marchio rallentamento della domanda di credito nei paesi industriali...

Di riflesso al rallentamento della crescita economica giapponese e al venir meno del *boom* nel settore immobiliare, il volume dei crediti sull'estero a residenti giapponesi, pari a \$ 44 miliardi, è stato inferiore del 30% a quello del 1990. Le affiliate delle banche giapponesi nei centri *offshore* dell'Asia hanno continuato a rappresentare la fonte principale di questi fondi esterni. Nel contempo, a seguito della rimozione dei massimali al credito bancario interno in yen, i soggetti non bancari giapponesi hanno rimborsato prestiti in valuta per \$ 20 miliardi che avevano raccolto in precedenza presso le banche interne.

In Europa, dopo vari anni di crescita sostenuta, i fondi raccolti da soggetti non bancari all'estero o in valuta estera presso le banche interne sono fortemente calati nella maggior parte dei paesi. In Francia e in Italia, dove gli aggiustamenti di portafoglio successivi alla rimozione dei controlli sui movimenti di capitali sembrano aver compiuto il loro corso, il restringimento dei differenziali d'interesse nei confronti del marco, il rallentamento economico e la maggiore

Attività delle banche dichiaranti alla BRI verso soggetti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci									
Attività verso residenti non bancari in	Variazioni depurate dagli effetti di cambio						Consistenze a fine 1991		
	posizioni sull'estero		posizioni sull'interno in valuta estera		per memoria: credito bancario interno*		posizioni sull'estero	posizioni sull'interno in valuta estera	per memoria: credito bancario interno*
	1990	1991	1990	1991	1990	1991			
	in miliardi di dollari USA								
Stati Uniti	50,1	6,1	0,0	0,0	1,3	-9,0	278,2	0,0	4.337,5
Giappone	63,7	44,1	8,4	-19,8	351,5	133,7	250,4	206,1	4.998,1
Germania	2,5	9,7	1,5	1,7	141,7	174,9	92,4	6,2	2.084,9
Francia	5,6	2,2	0,8	-0,1	108,4	36,0	31,7	21,0	1.602,1
Italia	23,3	8,0	5,0	9,1	69,4	80,8	81,9	60,6	848,0
Regno Unito	10,8	5,6	8,5	16,2	127,2	55,4	60,3	148,7	1.167,6
Canada	8,3	3,3	4,2	-1,9	21,9	30,8	38,3	25,7	312,0
Paesi Bassi	15,8	4,6	1,9	10,1	15,8	15,7	60,8	27,9	346,0
Svezia	4,9	1,5	17,9	-1,1	2,0	11,5	20,8	65,0	140,6
Svizzera	4,5	-1,3	1,4	0,2	26,7	17,5	24,0	14,2	347,3
Belgio-Lussemburgo	3,4	0,9	0,4	-1,2	15,8	9,8	29,1	34,9	320,7

\*Escluso il credito in valuta estera.



## Il mercato bancario internazionale quale sbocco dei depositi di soggetti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci

Passività verso residenti non bancari in	Variazioni depurate dagli effetti di cambio						Consistenze a fine 1991		
	posizioni sull'estero		posizioni sull'interno in valuta estera		per memoria: aggregati mone- tari ampi*		posizioni sul- l'estero	posizioni sul- l'interno in valuta estera	per memoria: aggregati monetari ampi*
	1990	1991	1990	1991	1990	1991			
	in miliardi di dollari USA								
Stati Uniti	22,1	-12,2	0,0	0,0	60,0	65,5	272,8	0,0	4.101,8
Giappone	-2,0	- 5,9	..	..	241,4	91,0	17,7	..	4.122,5
Germania	28,8	11,6	2,1	-0,4	46,7	64,3	136,0	7,0	1.053,8
Francia	12,3	- 0,1	-6,5	-0,9	77,8	17,9	44,7	11,5	991,0
Italia	7,3	3,2	0,9	1,0	101,4	123,5	33,8	5,6	1.209,0
Regno Unito	14,3	3,9	19,5	5,5	90,5	50,7	70,5	102,3	938,8
Canada	6,2	- 3,6	0,5	-0,5	19,8	15,2	16,5	8,6	288,9
Paesi Bassi	1,6	4,5	3,9	1,4	9,7	6,3	56,7	25,8	146,1
Svezia	-0,1	0,6	0,6	-0,1	10,8	4,8	5,0	4,9	119,6
Svizzera	10,6	0,2	6,6	-0,6	8,1	9,0	67,5	54,1	284,8
Belgio-Lussemburgo	7,5	- 1,5	5,3	3,9	7,1	8,5	35,6	44,0	181,4

\* M<sub>2</sub> per i Paesi Bassi, M<sub>2</sub> + CD per il Giappone, M<sub>4</sub> per il Regno Unito, M<sub>3</sub>—eurodollari overnight e a termine per gli Stati Uniti, attività liquide totali per l'Italia, M<sub>3</sub> per gli altri paesi.

\* M<sub>2</sub> per i Paesi Bassi, M<sub>2</sub> + CD per il Giappone, M<sub>4</sub> per il Regno Unito, M<sub>3</sub>-eurodollari overnight e a termine per gli Stati Uniti, attività liquide totali per l'Italia, M<sub>3</sub> per gli altri paesi.

... in particolare nei paesi scandinavi ...

... ma accresciuto indebitamento dei soggetti non bancari tedeschi

Ristagno dei depositi non bancari

propensione a finanziarsi tramite i mercati mobiliari sono i principali fattori all'origine del ridotto ricorso degli operatori non bancari al mercato bancario internazionale. Invero, i crediti bancari internazionali ai residenti italiani sono stati convogliati interamente tramite il mercato dell'euro lira. La gravità della recessione e i mutamenti nelle aspettative di cambio hanno contribuito alla brusca inversione dei flussi concernenti gli operatori non bancari dei paesi scandinavi, i quali, dopo aver mutuato fondi per \$ 36 miliardi all'estero o in valuta estera all'interno nel 1990, hanno rimborsato lo scorso anno quasi \$ 4 miliardi. Il solo paese in cui l'indebitamento dei soggetti non bancari ha segnato una vigorosa espansione è stata la Germania. Il calo dei *cash flows* aziendali in presenza di una forte domanda interna d'investimento è stato il fattore determinante del perdurante ampio ricorso al credito bancario internazionale. Anche i nuovi crediti a residenti non bancari britannici si sono fortemente ampliati, ma essi sono in gran parte legati alla costituzione di determinate posizioni fuori bilancio da parte di alcune banche.

Dal lato della provvista, la crescita dei depositi dei soggetti non bancari si è quasi arrestata. I depositi sull'estero degli operatori non bancari entro l'area dichiarante hanno ristagnato, mentre quelli in valuta sull'interno si sono accresciuti di \$ 13,3 miliardi (+ 50%), ossia di un terzo rispetto al 1990. La sola notevole espansione dei depositi sull'estero, pari a \$ 11,6 miliardi, è stata segnata dai residenti tedeschi, sebbene essa sia stata di entità assai inferiore rispetto al 1990. L'incremento è dovuto interamente al primo semestre 1991, mentre nel prosieguo dell'anno i residenti tedeschi hanno ridotto di \$ 9,7 miliardi le loro disponibilità all'estero. I residenti italiani e britannici hanno ampliato i loro depositi internazionali rispettivamente del 12 e del 60%, ossia assai meno che nel 1990.

I prelievi su depositi in eurodollari da parte dei residenti USA, pari a \$ 12 miliardi, sembrano in parte imputabili alla riduzione del differenziale di rendimento fra depositi in eurodollari e buoni del Tesoro USA. Inoltre, l'abbassamento degli obblighi di riserva negli Stati Uniti, agli inizi del 1991, ha ridotto l'attrattiva dei conti in eurodollari rispetto ai depositi interni. I residenti giapponesi e canadesi hanno parimenti rimpatriato fondi dalle banche all'estero.

### *Le operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante*

Dopo essere calate nel 1989 e nel 1990, lo scorso anno le attività delle banche verso i paesi esterni all'area dichiarante sono leggermente aumentate, di \$ 8 miliardi, mentre i depositi in essere di questo gruppo di paesi, che avevano segnato un incremento cumulativo di \$ 240 miliardi nei quattro anni precedenti, si sono contratti di \$ 13 miliardi. Un volume cospicuo di nuovi crediti è stato erogato al Messico e a taluni paesi asiatici, mentre le attività identificate verso la maggior parte degli altri PVS sono diminuite. In effetti, un fattore saliente, esaminato più in dettaglio nell'ultima sezione di questo capitolo, è stato il contrasto fra l'andamento dei flussi creditizi delle banche con i paesi dell'America Latina ad eccezione del Messico, che hanno continuato a stagnare o a diminuire, e la perdurante sostenutezza dell'attività in Asia.

Quanto agli altri PVS, vi sono stati cambiamenti di rilievo nelle operazioni delle banche con i paesi OPEC e non OPEC del Medio Oriente. Sono diminuite le attività delle banche verso tutti i paesi di questa regione, esclusi Iran, Arabia Saudita e Qatar. Nel contempo, quasi tutti i paesi di questo gruppo hanno ridotto i loro depositi presso le banche dichiaranti. Per contro, l'Egitto e la Giordania, che hanno ricevuto un volume cospicuo di fondi da altri paesi arabi, hanno accresciuto i loro depositi rafforzando le loro posizioni creditorie nette nei confronti delle banche. La contrazione di gran lunga più forte nei depositi è stata segnata dal Kuwait (\$ 6,2 miliardi).

Contrazione  
nelle attività  
in essere verso  
i paesi del  
Medio Oriente ...

Vari fattori hanno contribuito a questo calo. Il conflitto del Golfo ha lasciato in eredità ai paesi della regione profondi danni ed enormi costi di ricostruzione. Inoltre, questi paesi hanno risentito del calo dei corsi petroliferi e, ad eccezione di Arabia Saudita, Iran e Oman, delle ridotte forniture di greggio. Le ripercussioni dell'affare BCCI hanno sconvolto le operazioni bancarie in vari paesi e hanno influito negativamente sui collegamenti finanziari fra i maggiori centri della regione. Infine, in previsione di possibili sanzioni economiche da parte delle Nazioni Unite, nel quarto trimestre del 1991 la Libia ha prelevato fondi per \$ 1,9 miliardi dai suoi depositi. I prelievi dalle banche nei soli paesi industriali dichiaranti sono stati ancora più cospicui (\$ 2,5 miliardi).

Il calo di \$ 1,7 miliardi nelle attività in essere delle banche verso l'Europa orientale sottostima il ridimensionamento del credito erogato alla maggior parte di questi paesi. Le attività verso l'ex Unione Sovietica sono aumentate nel complesso di \$ 1,3 miliardi, mentre in effetti sarebbero calate di circa \$ 4 miliardi ove non fosse intervenuto un cospicuo volume di nuovi crediti con garanzia ufficiale, provenienti per la maggior parte dalla Germania. I maggiori decrementi delle attività sono stati segnati nei confronti di Ungheria (\$ 1,5 miliardi) e Cecoslovacchia (\$ 0,8 miliardi). Entrambi i paesi hanno fatto registrare avanzi correnti in valuta convertibile, sostanziali afflussi di capitali, nonché una crescita

... e dell'Europa  
orientale



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

Posizioni	Variazioni depurate dagli effetti di cambio								Consi- stenze a fine 1991
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	
	in miliardi di dollari USA								
Crediti erogati dalle banche dichiaranti a:									
paesi industriali non dichiaranti	5,2	7,3	7,2	4,8	2,1	2,9	6,0	0,5	149,3
Europa orientale	-0,1	5,7	3,7	2,3	8,3	9,3	- 9,9	- 1,7	92,2
di cui: ex Unione Sovietica	1,6	3,7	3,6	0,3	5,5	7,5	- 6,2	1,3	54,0
OPEC	-2,1	0,2	0,5	2,2	5,4	5,7	- 2,3	- 4,6	133,5
di cui: Medio Oriente	0,3	-1,4	- 0,9	2,2	4,5	7,6	- 0,7	- 6,7	54,1
PVS non OPEC	9,7	11,0	3,1	2,2	-2,4	-19,6	- 5,7	13,3	380,6
di cui: America Latina*	5,3	1,7	1,5	-3,7	-5,0	-16,7	-23,0	- 0,9	186,4
Asia	4,8	8,1	2,6	7,7	3,9	0,3	18,0	17,8	159,0
Africa	0,1	0,9	- 0,2	-0,6	-0,6	- 1,8	0,0	- 1,6	22,2
Medio Oriente	-0,4	0,3	- 0,8	-1,1	-0,7	- 1,4	- 0,7	- 2,0	12,9
Totale crediti	12,8	24,1	14,4	11,6	13,5	- 1,7	-11,9	7,5	755,5
Depositi affluiti alle banche dichiaranti da:									
paesi industriali non dichiaranti	2,7	3,5	7,4	6,1	13,4	17,3	7,8	- 3,5	106,6
Europa orientale	4,3	2,8	0,2	-0,7	4,1	0,2	- 5,9	1,3	22,1
di cui: ex Unione Sovietica	1,7	0,9	0,8	-1,9	1,8	- 0,7	- 6,6	0,3	8,8
OPEC	4,0	6,6	-22,1	19,2	11,6	14,4	25,4	-14,0	233,5
di cui: Medio Oriente	1,0	0,8	-13,5	17,5	12,0	9,5	18,0	-17,6	180,3
PVS non OPEC	19,3	5,7	12,9	24,2	12,4	25,7	64,9	3,7	363,1
di cui: America Latina*	10,1	0,4	0,7	6,7	3,4	4,6	19,0	- 2,9	115,4
Asia	9,8	2,5	13,1	14,0	7,7	16,5	34,6	2,1	174,9
Africa	1,0	1,4	0,0	1,6	1,5	1,7	3,7	- 0,7	26,0
Medio Oriente	-1,6	1,4	- 0,9	1,9	-0,2	2,9	7,6	5,1	46,9
Totale depositi	30,3	18,6	- 1,6	48,7	41,5	57,6	92,2	-12,6	725,4

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

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

delle riserve valutarie e dei depositi presso le banche (rispettivamente di \$ 1,9 e 1,4 miliardi). Per contro, a seguito di un netto peggioramento del saldo esterno corrente e della carenza di nuovi crediti, i depositi della Polonia presso le banche dichiaranti si sono contratti di \$ 2,5 miliardi.

Infine, il nuovo credito delle banche ai paesi industriali esterni all'area dichiarante è ammontato a soli \$ 0,5 miliardi. Su base netta, sostanziali afflussi di nuovi fondi dalle banche dichiaranti sono stati segnati da Portogallo (\$ 3,6 miliardi) e Nuova Zelanda (\$ 1,5 miliardi). Le attività e passività in essere nei confronti dell'ex Jugoslavia si sono contratte di \$ 1,7 miliardi e \$ 2,9 miliardi rispettivamente. A fine 1991, i depositi di questo paese ammontavano a soli \$ 4,9 miliardi, ossia metà dell'importo di fine settembre 1990.

### *Il mercato dei prestiti consorziali*

La recessione nel mondo industrializzato, le incertezze e le tensioni specifiche di cui ha risentito l'attività bancaria internazionale, nonché la ricettività dei mercati obbligazionari, hanno avuto un impatto negativo sui prestiti consorziali.

Lo scorso anno, le nuove facilitazioni annunciate sono scese del 14%, portandosi a \$ 137 miliardi: su questo importo, ben \$ 20 miliardi sono ascrivibili ai "maxiprestiti" concordati per Arabia Saudita, Kuwait e una società americana. Le condizioni applicate ai nuovi crediti si sono inasprite: gli *spreads* medi sono saliti a 77 punti base, il più ampio margine mai registrato, e la scadenza media delle nuove facilitazioni è scesa ad un minimo storico di cinque anni e quattro mesi. Le banche paiono altresì aver reso più stringenti le clausole accessorie sui nuovi crediti, pretendendo dai mutuatari migliori coefficienti di indebitamento. La perdita di importanza delle transazioni ad alto grado di leva finanziaria si è riflessa nel basso volume di facilitazioni concordate per fusioni ed acquisizioni, ridottesi a meno di \$ 5 miliardi, contro \$ 62 miliardi nel 1989 e \$ 29 miliardi nel 1990.

Minor volume dei nuovi prestiti consorziali annunciati ...

Lo scorso anno, nonostante le condizioni di mercato complessivamente non propizie, vi è stata una netta ripresa dei prestiti consorziali ai PVS, e finanziamenti di notevole ammontare sono stati concordati per Indonesia, Corea del Sud, Messico e Thailandia. Ai paesi OCSE sono andati soltanto i due terzi del nuovo finanziamento. Ingenti cali si sono peraltro registrati nelle nuove facilitazioni concordate per i mutuatari britannici, i quali hanno fatto maggior ricorso ai crediti bilaterali, e per quelli italiani, temporaneamente esclusi dal mercato a seguito di una controversia sulla validità delle garanzie governative nel caso di un importante procedimento per insolvenza. Si è altresì avuto un netto spostamento dei mutuatari canadesi dal mercato dei prestiti consorziali al mercato obbligazionario internazionale.

... ma ripresa dei prestiti ai PVS

## I mercati degli strumenti debitori internazionali

### *Il mercato delle notes a breve e medio termine*

I nuovi collocamenti di *euronotes* a breve e medio termine hanno rappresentato il 17% del volume netto di nuovi fondi raccolti lo scorso anno sui mercati mobiliari internazionali, contro il 20% nel 1990. Nel segmento più a breve della gamma di scadenze, rappresentato soprattutto da *eurocommercial paper* (ECP), il volume in essere di *euronotes* è salito del 19%, passando a \$ 106,4 miliardi. Oltre il 40% di questi nuovi collocamenti netti era denominato in valute diverse dal dollaro, con un volume sostanziale di emissioni in ECU e lire. Nonostante la forte crescita dello scorso anno, vi sono state indicazioni di un consolidamento in questo comparto di mercato. I nuovi programmi annunciati per l'emissione di *euronotes* a breve termine sono calati a \$ 38 miliardi, il livello più basso dal 1984. Inoltre, i nuovi collocamenti netti di ECP si sono concentrati nel primo trimestre, e l'attività è andata in seguito riducendosi. I crescenti timori circa l'affidabilità creditizia degli emittenti hanno teso a restringere la cerchia dei nuovi mutuatari idonei, e hanno contribuito al miglior andamento mostrato dai titoli con garanzia di sottoscrizione rispetto all'ECP nell'ultima parte dell'anno.

Segni di consolidamento del mercato delle *euronotes* a breve termine a vantaggio delle emissioni non in dollari

L'ulteriore espansione del mercato delle *euronotes* a breve è in contrasto con gli andamenti in molti mercati interni della *commercial paper* (CP). Dopo svariati anni di crescita molto rapida, il volume globale di CP in essere sui mercati interni si è contratto, passando da \$ 813 miliardi a fine 1990 a \$ 771 miliardi a fine 1991. Tuttavia, questo calo non è interamente ascrivibile al clima recessivo né ai

Contrazione nei principali mercati interni della CP ...



## Mercati interni e internazionali della commercial paper e delle notes a medio termine

Voci	Apertura del mercato	1986	1987	1988	1989	1990	1991
		importi in essere a fine anno, in miliardi di dollari USA <sup>1</sup>					
<b>Mercati della commercial paper</b>							
Stati Uniti	ante 1960	325,9	373,6	451,6	521,9	557,8	528,1
Giappone	fine 1987	—	13,8	73,8	91,1	117,3	99,0
Francia	fine 1985	3,7	7,6	10,4	22,3	31,0	30,8
Spagna	1982	6,2	3,9	5,0	7,4	25,6	27,9
Canada	ante 1960	11,9	14,9	21,0	25,0	26,6	26,1
Svezia	1983	3,7	7,8	9,5	15,9	23,1	24,0
Australia <sup>2</sup>	metà anni '70	4,1	7,5	7,9	11,1	10,9	12,2
Regno Unito	1986	0,8	3,8	5,7	5,7	7,5	7,0
Finlandia	metà 1986	0,4	2,5	4,9	6,9	8,3	5,9
Germania	inizio 1991	—	—	—	—	—	5,4
Paesi Bassi	1986	0,1	0,9	1,0	0,8	2,0	2,6
Norvegia	fine 1984	0,9	2,1	1,7	2,0	2,3	2,0
Belgio	1990	—	—	—	—	0,1	0,3
Totale mercati interni		357,7	438,4	592,5	710,1	812,5	771,3
Eurocommercial paper	metà anni '80	13,9	33,3	53,2	58,5	70,3	79,6
Altre notes a breve termine	inizio anni '80	15,1	16,9	13,5	11,1	19,1	26,8
Totale		386,7	488,6	659,2	779,7	901,9	877,7
<b>Mercati delle notes a medio termine</b>							
Stati Uniti	inizio anni '70	35,0 <sup>3</sup>	50,0 <sup>3</sup>	65,0 <sup>3</sup>	75,9	99,7	141,7
euronotes a medio termine	metà anni '80	0,4	2,6	5,6	9,6	21,9	38,5

<sup>1</sup> Convertiti a tassi di cambio di fine anno, ad eccezione dell'Australia. <sup>2</sup> Ammontari in essere a fine giugno convertiti a tassi di cambio di fine giugno. <sup>3</sup> Stime.

Fonti: Euroclear; autorità nazionali.

<sup>1</sup> Convertiti a tassi di cambio di fine anno, ad eccezione dell'Australia. <sup>2</sup> Ammontari in essere a fine giugno convertiti a tassi di cambio di fine giugno. <sup>3</sup> Stime.

Fonti: Euroclear; autorità nazionali.

... e sue cause  
specifiche ...

fattori di tasso d'interesse, bensì è essenzialmente dovuto a vari fattori specifici nei singoli paesi. Negli Stati Uniti, l'innalzamento del *rating* minimo per gli investimenti in CP da parte dei fondi comuni del mercato monetario, nonché l'accresciuta percezione del rischio creditizio sono stati i fattori determinanti della contrazione del 50% degli strumenti in essere. In Giappone, prima del 1991 gli emittenti avevano attinto al mercato per sfruttare le opportunità di arbitraggio. Lo scorso anno, il restringimento dei differenziali d'interesse rispetto ad altri strumenti ha ridotto lo spazio per tali strategie, contribuendo al calo del 16% delle consistenze di CP. In Spagna, l'emissione di CP era fortemente cresciuta nel 1990 a seguito dell'imposizione di massimali all'espansione del credito bancario interno e delle restrizioni all'indebitamento estero. Lo scorso anno, con la rimozione di questi vincoli, il mercato si è accresciuto a ritmo molto più lento. Infine, il ristagno del mercato della CP in Francia è in parte imputabile ad uno spostamento di preferenze dai fondi d'investimento (SICAV) ai certificati di deposito negoziabili a seguito dell'abbassamento degli obblighi di riserva nell'ultimo trimestre del 1990.

... ma crescita  
del nuovo  
mercato tedesco

Per contro, il mercato tedesco della CP, in cui il primo programma d'emissione è stato annunciato soltanto nel febbraio 1991, ha registrato una forte crescita. A fine marzo 1992, erano stati concordati programmi per

Aspetti principali dell'attività sul mercato obbligazionario internazionale								
Componenti	Anni			1991				Consi- stenze a fine 1991
	1989	1990	1991	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
	in miliardi di dollari USA							
Totale nuove emissioni lorde annunciate <sup>1</sup>	262,8	241,4	316,7	91,4	83,4	75,6	66,3	
Obbligazioni ordinarie a tasso fisso	150,2	165,9	255,2	77,8	60,6	59,3	57,5	
Obbligazioni a tasso variabile (FRN)	27,3	42,5	19,1	6,3	4,1	4,5	4,2	
Obbligazioni collegate ad azioni <sup>2</sup>	85,2	33,1	42,4	7,4	18,6	11,8	4,6	
Totale nuove emissioni lorde perfezionate	264,6	239,8	318,9	83,9	81,5	68,7	84,8	
meno: rimborsi a scadenza	57,7	86,8	128,2	34,0	27,6	27,5	39,0	
meno: rimborsi anticipati	31,5	21,1	19,6	3,6	5,5	3,8	6,7	
= Totale nuove emissioni nette	175,4	131,9	171,1	46,3	48,4	37,4	39,0	1.651,4
Obbligazioni ordinarie a tasso fisso	89,7	80,5	142,7	41,7	33,4	26,6	41,0	1.158,5
Obbligazioni a tasso variabile (FRN)	11,0	28,3	3,2	2,5	2,1	0,7	-2,0	210,5
Obbligazioni collegate ad azioni <sup>2</sup>	74,8	23,1	25,2	2,1	12,9	10,1	0,0	282,4

<sup>1</sup> Le obbligazioni in monete diverse dal dollaro sono convertite in dollari ai tassi di cambio vigenti alle date di annuncio.    <sup>2</sup> Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant.

Fonti: Banca d'Inghilterra, ISMA e BRI.

DM 28,5 miliardi, ed erano stati collocati sul mercato titoli per DM 12,9 miliardi. A differenza di altri mercati interni, come quello della CP denominata in sterline, i programmi apprestati per mutuatari tedeschi sono stati ampiamente utilizzati. Diverse grandi imprese si sono rivolte al mercato della CP a causa dei minori costi di finanziamento rispetto all'indebitamento presso le banche interne. L'attività di emissione è stata altresì stimolata dall'attrattiva per gli investitori degli elevati tassi d'interesse a breve sul marco.

Il mercato delle *euronotes* a medio termine (EMTN) ha segnato lo scorso anno un'ulteriore fortissima espansione. I nuovi programmi annunciati sono ammontati a \$ 54,2 miliardi, importo di quasi due volte e mezzo superiore a quello del 1990, ed il volume dei titoli in essere è aumentato del 75%. Benché la crescita del mercato delle EMTN abbia rispecchiato lo spostamento generale verso le più lunghe scadenze avvenuto nella maggior parte dei mercati dei capitali interni ed internazionali, anche altri fattori hanno contribuito a quest'evoluzione. In primo luogo, gli intermediari finanziari hanno accresciuto la loro presenza sul mercato ed hanno cercato di ampliare la gamma di investitori ed emittenti. In secondo luogo, il mercato è maturato in termini di flessibilità di emissione, accrescendo così la propria competitività nei confronti dei collocamenti privati di euroobbligazioni. Le facilitazioni per l'emissione di EMTN hanno beneficiato dei costi relativamente bassi che esse comportano una volta istituite, nonché della discrezione con cui le nuove emissioni hanno potuto essere collocate e dell'ampia gamma di scadenze disponibile. Il ventaglio di strumenti emessi in base a programmi di EMTN si è altresì ampliato sino a comprendere le *notes* a tasso variabile (FRN); molte nuove emissioni hanno comportato speciali opzioni. Infine, si sono aperti mercati in diverse nuove valute di denominazione. Di conseguenza, il 58% dei collocamenti netti era denominato in valute diverse dal dollaro, mentre nel 1989 a quest'ultimo era ascrivibile oltre l'80% delle nuove

Ulteriore forte espansione del mercato delle EMTN...



... e dei mercati  
interni  
delle *notes*  
a medio termine

emissioni nette. L'attività di emissione è stata particolarmente sostenuta nei comparti di lira, sterlina, ECU e yen.

L'espansione dell'attività in EMTN si è rispecchiata nei mercati interni. Lo scorso anno, il mercato USA delle *notes* a medio termine si è ampliato notevolmente, in quanto le nuove emissioni lorde di soggetti USA sono aumentate del 55%, passando a \$ 72 miliardi. Quanto agli altri paesi, sono stati aperti mercati interni delle *notes* a medio termine nel Regno Unito (1990) e in Francia (1992), ma l'attività di emissione è rimasta modesta.

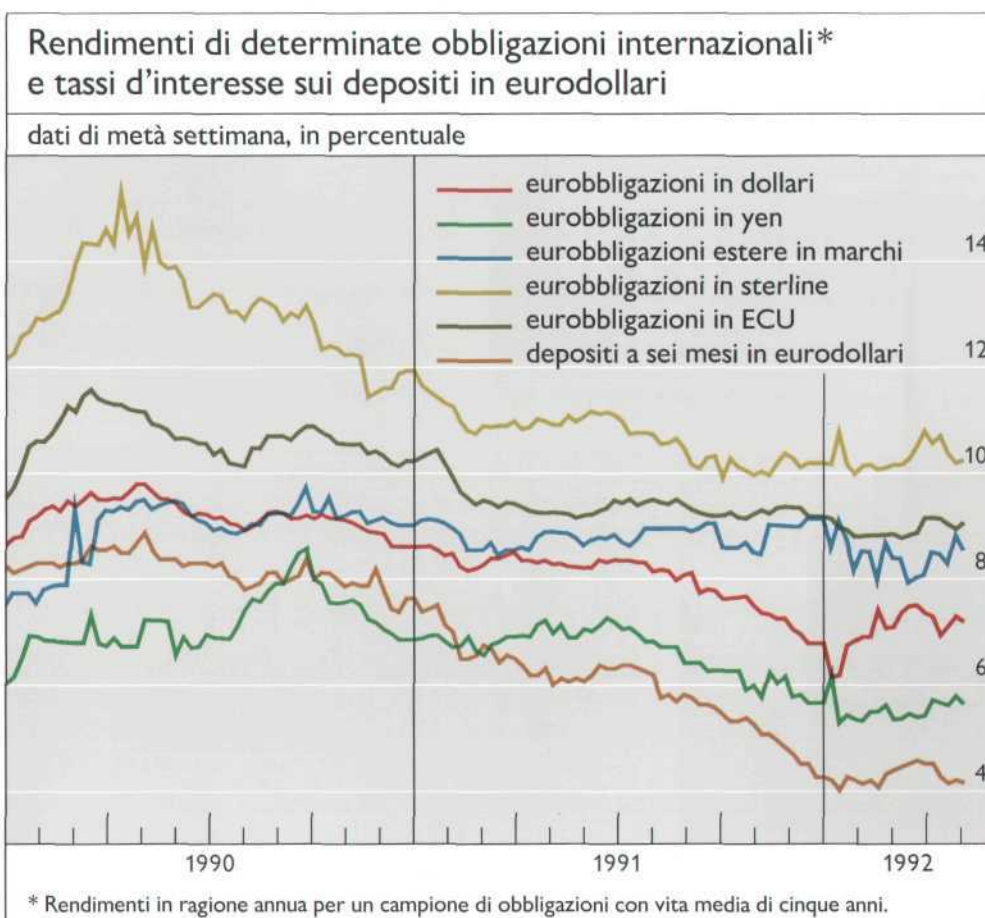
### Il mercato obbligazionario internazionale

Sostenutezza del  
mercato  
obbligazionario  
internazionale ...

Lo scorso anno l'attività di emissione e il volume delle contrattazioni sul mercato obbligazionario internazionale hanno raggiunto livelli record. Le nuove emissioni annunciate sono salite a \$ 317 miliardi, con un aumento del 31% rispetto al 1990. Il prevalere delle aspettative di una diminuzione dei tassi d'interesse e le minori preoccupazioni circa le prospettive dell'inflazione hanno dato impulso alla domanda di obbligazioni ordinarie a tasso fisso da parte degli investitori, mentre le nuove emissioni di obbligazioni a tasso variabile (FRN) si sono fortemente contratte. Vi è stata una ripresa delle emissioni di obbligazioni collegate ad azioni rispetto ai bassi livelli registrati nel 1990, ma la maggior parte delle nuove offerte al mercato si è concentrata nell'estate sulla scia del temporaneo recupero della borsa di Tokyo.

... dovuta in parte  
ad un aumento  
dei rimborsi

Una quota molto consistente delle nuove emissioni ha sostituito obbligazioni in scadenza o in essere. Inoltre, si prevede che il volume dei rimborsi



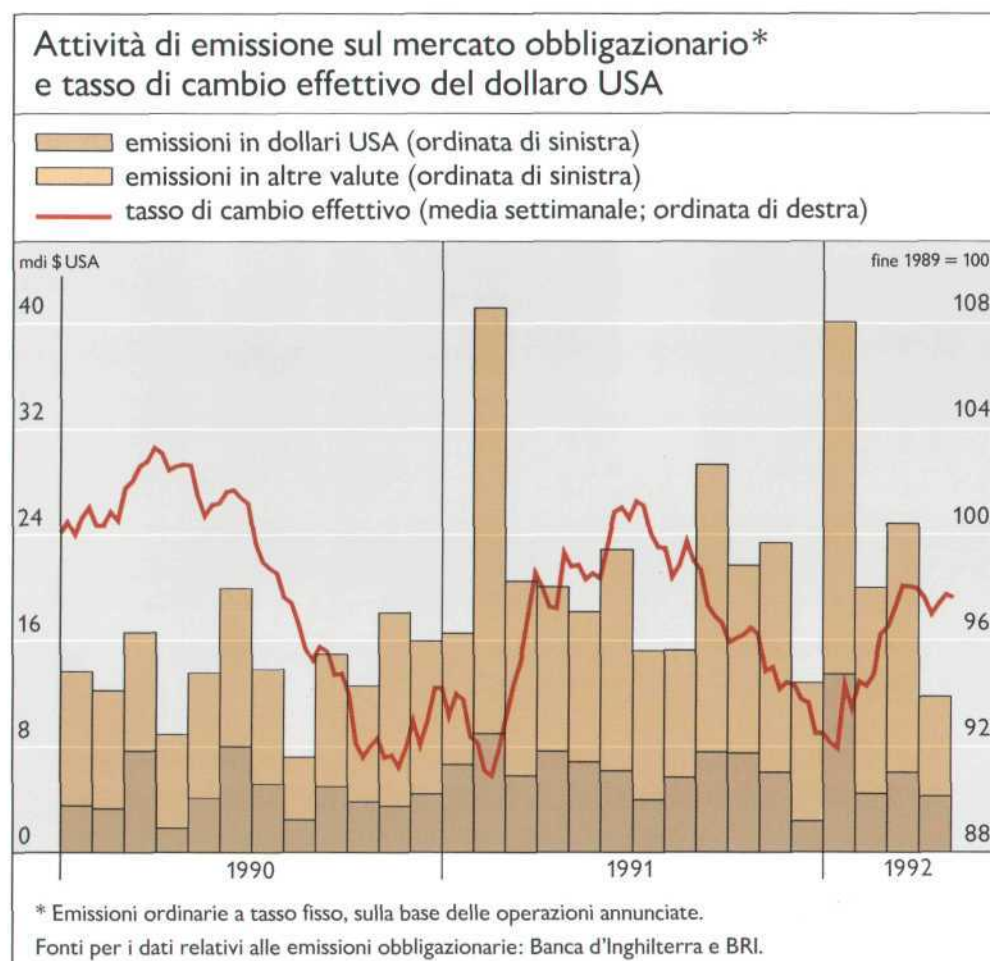
programmati, pari a \$ 128 miliardi nel 1991, salirà ulteriormente a circa \$ 190 e 270 miliardi rispettivamente nel 1992 e nel 1993. Un quarto dei titoli che giungono a scadenza in questi anni è rappresentato da obbligazioni collegate ad azioni emesse da operatori giapponesi verso la fine degli anni ottanta e che non sono state convertite in azioni o i cui *warrants* non sono stati attivati a causa della flessione registrata dal mercato azionario di Tokyo negli ultimi due anni.

**Obbligazioni ordinarie a tasso fisso.** Nel 1991 la nuova attività di emissione nel settore delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso ha superato del 50% quella registrata nel 1990, mentre il volume delle contrattazioni sui mercati secondari, che si era alquanto ridotto negli ultimi anni, ha raggiunto livelli record. L'attività è stata particolarmente sostenuta nel corso del primo trimestre, allorché si sono attenuate le incertezze connesse con la guerra del Golfo. Nei comparti del dollaro USA e della sterlina la domanda degli investitori è stata stimolata dalle aspettative, di fatto concretizzatesi, di tassi d'interesse calanti e di conseguenti guadagni in conto capitale.

Diversi altri fattori hanno contribuito alla forte espansione dell'attività di emissione nel comparto a tasso fisso. In primo luogo, i governi e altri enti del settore pubblico hanno accresciuto il loro ricorso al mercato internazionale, concorrendo per il 22% al totale delle nuove operazioni annunciate, rispetto al 17% del 1990. In secondo luogo, sono fortemente aumentate le nuove emissioni in valute "non tradizionali". Il volume delle emissioni obbligazionarie denominate in ECU si è raddoppiato, con una concentrazione dell'attività soprattutto nel

Volume senza precedenti di emissioni a tasso fisso

Raccolta di fondi su larga scala da parte dei governi





Tipologia e struttura per valute delle emissioni obbligazionarie internazionali									
Settori e valute	Nuove emissioni lorde annunciate				Nuove emissioni nette				Consistenze a fine 1991
	1988	1989	1990	1991	1988	1989	1990	1991	
	in miliardi di dollari USA								
Obbligazioni ordinarie									
a tasso fisso	160,8	150,2	165,9	255,2	99,0	89,7	80,5	142,7	1.158,5
dollaro USA	47,3	54,6	52,2	74,3	26,7	26,0	15,9	27,9	349,7
yen	18,8	23,1	30,2	39,1	11,7	15,3	24,7	21,2	193,4
franco svizzero	18,2	5,7	15,5	13,5	0,9	-3,9	3,5	3,5	117,7
marco	21,2	9,4	7,3	12,1	14,0	6,2	1,3	4,7	114,1
ECU	10,7	11,7	15,1	30,2	9,4	7,5	9,6	24,4	92,8
sterlina	11,8	11,9	9,5	17,2	10,5	10,9	7,8	14,8	78,2
dollaro canadese	13,2	10,9	6,3	22,5	11,8	10,0	1,7	14,0	60,1
franco francese	2,3	4,6	7,8	16,4	2,0	4,2	6,0	14,7	38,9
altre valute	17,3	18,2	21,9	30,1	12,0	13,5	10,1	17,6	113,5
Obbligazioni a tasso variabile (FRN)	24,4	27,3	42,5	19,1	5,9	11,0	28,3	3,2	210,5
dollaro USA	7,0	10,2	15,0	4,5	-9,2	-0,4	7,6	-4,9	110,8
sterlina	11,5	9,3	10,8	7,6	9,9	7,3	7,0	4,6	48,2
marco	1,4	2,6	8,2	2,8	1,4	2,2	7,3	2,7	23,7
altre valute	4,5	5,3	8,4	4,2	3,8	1,8	6,4	0,8	27,9
Obbligazioni collegate									
ad azioni	42,0	85,2	3,1	42,4	34,1	74,8	23,1	25,2	282,4
dollaro USA	29,0	65,1	19,5	24,8	26,2	60,4	15,9	15,3	184,8
franco svizzero	8,3	13,6	8,2	7,0	4,3	8,8	4,0	2,1	54,3
altre valute	4,7	6,5	5,4	10,6	3,6	5,5	3,1	7,7	43,2

Fonti: Banca d'Inghilterra, ISMA e BRI.

Fonti: Banca d'Inghilterra, ISMA e BRI.

Vigorosa attività  
nei comparti  
valutari non  
tradizionali

primo trimestre (pagina 197). Il vigore del dollaro canadese sino alla fine dell'anno, combinato con gli elevati rendimenti, ha alimentato la domanda di obbligazioni denominate in tale valuta da parte degli investitori. Altri settori euroobbligazionari in valute non tradizionali, quali il franco francese, la lira, il fiorino olandese e la peseta, hanno segnato una crescita sostenuta delle nuove emissioni, con tassi ben oltre il 75%. I principali fattori alla base di questa espansione sono stati i cambiamenti nel quadro normativo, gli elevati rendimenti e le aspettative di stabilità di tali valute all'interno degli AEC. Infine, le società giapponesi hanno fatto minore ricorso alle obbligazioni collegate ad azioni, preferendo le emissioni ordinarie a tasso fisso denominate in yen.

Modesta attività  
sul mercato  
delle FRN

*Obbligazioni a tasso variabile.* La marcata contrazione delle nuove emissioni di FRN, da \$ 43 miliardi nel 1990 a \$ 19 miliardi, riflette le aspettative degli investitori di un calo dei tassi d'interesse su numerose valute. A ciò vanno aggiunti i crescenti timori a riguardo dell'affidabilità di credito degli emittenti, e in particolare delle istituzioni finanziarie, cui va attribuito circa il 70% delle FRN in essere. Nonostante le difficoltà del mercato immobiliare e il declassamento di un certo numero di istituzioni finanziarie garanti, le emissioni di titoli assistiti da ipoteca denominati in sterline sono rimaste alquanto sostenute, toccando \$ 5,1 miliardi, ovvero \$ 0,8 miliardi in più che nel 1990. Infine, il mercato secondario delle FRN

ha continuato ad essere afflitto da mancanza di liquidità, problema che ha riguardato principalmente le FRN irredimibili e le obbligazioni a *spread* variabile emesse dalle banche.

*Obbligazioni collegate ad azioni.* Nonostante l'incremento del 30% segnato lo scorso anno, l'emissione di obbligazioni collegate ad azioni è stata inferiore alla metà del livello senza precedenti raggiunto nel 1989. Inoltre, la quota sulle nuove emissioni ascrivibile agli operatori giapponesi, che sono i mutuatari predominanti di questo mercato, è scesa a meno di tre quarti. L'attività si è concentrata nel secondo e terzo trimestre, sulla scia dell'effimera ripresa del mercato azionario giapponese (grafico di pagina 146). In seguito, la marcata debolezza della borsa di Tokyo, unitamente agli scandali che hanno coinvolto numerose istituzioni finanziarie, ha praticamente condotto ad una stasi dell'attività di emissione.

Andamento  
irregolare  
delle emissioni  
collegate ad  
azioni

Lo scorso anno si è inoltre assistito ad una ripresa delle nuove emissioni azionarie sui mercati internazionali. Il volume di azioni collocato a livello internazionale è ammontato a \$ 20 miliardi, ovvero il 50% in più rispetto al 1990. I principali emittenti sono state le società statunitensi, desiderose di migliorare la propria struttura patrimoniale, nonché le società europee e sudamericane in corso di privatizzazione.

Ripresa  
delle emissioni  
azionarie  
internazionali

### *Gli emittenti sui mercati mobiliari mondiali*

Sono riscontrabili varie analogie tra gli andamenti complessivi nei mercati internazionali e nazionali. Il volume totale delle emissioni lorde collocate sui mercati obbligazionari interni ha parimenti raggiunto livelli record nel 1991 (\$ 2.600 miliardi a fronte di \$ 2.230 miliardi nel 1990). Così come sui mercati internazionali, l'ammontare dei rifinanziamenti è stato molto elevato e, nonostante il

Forte aumento  
delle emissioni  
nazionali ...

Attività di emissione sui mercati obbligazionari nazionali e internazionali										
Valute	Mercati nazionali <sup>1</sup>				Mercati internazionali				Consistenze in essere a fine 1991	
	totale		di cui: settore pubblico		totale		di cui: settore pubblico <sup>2</sup>		nazionali	inter-nazionali
	1990	1991	1990	1991	1990	1991	1990	1991		
	emissioni nette depurate dagli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA									
dollaro USA	575,4	526,6	386,4	387,7	39,4	38,2	6,9	10,3	6.088,3	645,4
yen	120,5	141,5	40,8	61,6	26,7	21,1	7,5	3,9	2.737,1	202,4
marco	151,7	150,3	57,8	58,0	9,2	11,2	2,3	0,8	1.112,7	157,7
lira	64,3	118,0	59,2	104,4	6,0	9,3	2,4	4,2	847,8	24,4
franco francese	38,5	33,5	16,6	18,4	7,8	15,8	2,0	4,9	521,6	45,7
sterlina	-19,7	13,1	-17,5	14,4	16,2	21,0	2,0	4,7	259,8	138,2
dollaro canadese	23,3	32,1	17,8	27,7	1,6	14,0	-0,2	5,5	345,2	62,1
franco svizzero	12,0	13,4	3,5	2,3	7,3	5,3	1,2	1,8	105,0	172,9
altre valute <sup>3</sup>	99,1	128,1	64,5	93,9	17,7	35,2	10,7	22,4	1.371,5	202,6
totale	1.065,1	1.156,6	629,1	768,4	131,9 <sup>4</sup>	171,1 <sup>4</sup>	34,8	58,5	13.389,0	1.651,4

<sup>1</sup> Solo paesi OCSE, escluse Islanda e Turchia.    <sup>2</sup> Comprese le istituzioni internazionali.    <sup>3</sup> Compreso l'ECU.    <sup>4</sup> Comprende emissioni internazionali nette per \$ 3,6 miliardi nel 1990 e \$ 12 miliardi nel 1991 da parte di residenti di paesi le cui emissioni obbligazionarie nazionali non sono incluse nella tabella. Su tali emissioni nette, rispettivamente \$ 3,1 e 7,3 miliardi sono stati raccolti dal settore privato.

Fonti: Banca d'Inghilterra, ISMA, autorità nazionali e BRI.



# Attività di emissione di operatori del settore privato sui mercati mobiliari nazionali e internazionali<sup>1</sup>

Paesi e anni	Mercati nazionali			Mercati internazionali				Per memoria:	
	totale	di cui:		totale	di cui:			emissioni di istituzioni finanziarie	titoli internazionali <sup>2</sup>
		CP	obbligazioni		euro-notes a breve termine	notes a medio termine	obbligazioni		
	emissioni nette depurate dagli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA								
Stati Uniti									
1990	236,4	47,4 <sup>3</sup>	189,0	3,2	-2,8	2,6	3,4	168,1	7,4
1991	144,7	5,8 <sup>3</sup>	138,9	4,5	3,7	2,5	-1,7	53,2	7,1
Germania									
1990	93,8	-	93,8	6,7	-	-	6,7	100,1	9,5
1991	97,7	5,4	92,3	10,7	1,1	0,2	9,4	98,5	9,7
Giappone									
1990	99,8	20,1	79,7	38,7	1,0	0,4	37,3	77,2 <sup>4</sup>	27,4
1991	53,0	-26,9	79,9	42,5	-0,1	-0,1	42,7	48,6 <sup>4</sup>	27,4
Francia									
1990	27,6	5,8	21,8	13,8	1,6	1,0	11,2	25,3	22,6
1991	15,2	0,1	15,1	20,6	2,7	1,2	16,7	27,1	25,7
Regno Unito									
1990	-2,1	-	-2,1	25,4	6,2	2,5	16,7	13,6	80,7
1991	-1,7	- 0,4	-1,3	30,1	4,2	2,9	23,0	11,1	84,5
Italia									
1990	5,2	-	5,2	6,7	1,3	0,3	5,1	11,0	21,1
1991	13,6	-	13,6	8,6	3,9	1,8	2,9	20,0	23,7
Svezia									
1990	21,1	5,7	15,4	6,4	2,7	-	3,7	25,4	14,4
1991	13,9	0,2	13,7	1,4	-1,6	0,6	2,4	14,6	13,9
Australia									
1990	5,0	- 0,7	5,7	5,0	0,8	3,3	0,9	5,9 <sup>4</sup>	70,9
1991	6,1	1,6	4,5	1,0	1,5	1,7	-2,2	5,6 <sup>4</sup>	66,3
Canada									
1990	7,1	1,7	5,4	1,5	-	0,5	1,0	0,9 <sup>4</sup>	47,5
1991	3,8	- 0,6	4,4	6,2	-	0,3	5,9	-0,9 <sup>4</sup>	48,3
Altri paesi									
1990	41,2	19,1	22,1	16,7	7,7	1,0	8,0	14,8	25,5
1991	28,5	1,4	27,1	6,4	-2,6	2,8	6,2	29,5	25,5
Totale <sup>5</sup>									
1990	535,1	99,1	436,0	124,1	18,5	11,6	94,0	442,3	18,8
1991	374,8	-13,4	388,2	132,0	12,8	13,9	105,3	307,3	19,2

<sup>1</sup> Escluse le azioni. <sup>2</sup> In percentuale del totale dei titoli in essere sui mercati nazionali e internazionali a fine anno. <sup>3</sup> Comprese le notes a medio termine. <sup>4</sup> Escluse le emissioni di CP sui mercati nazionali. <sup>5</sup> Solo paesi OCSE, escluse Islanda e Turchia.

Fonti: Banca d'Inghilterra, ISMA, Euroclear, autorità nazionali e BRI.

mercato incremento delle emissioni lorde, il volume netto complessivo di fondi raccolti è aumentato solo del 9%, per un totale di \$ 1.157 miliardi.

... da parte di operatori del settore pubblico...

L'aumento delle emissioni nette sui mercati obbligazionari nazionali è dovuto ad un incremento più che proporzionale dei titoli collocati dal settore pubblico, mentre il volume netto di fondi raccolti da mutuatari privati si è ridotto dell'11%, scendendo a \$ 388 miliardi. Inoltre, lo scorso anno i soggetti

privati hanno rimborsato su base netta \$ 13 miliardi raccolti sui mercati interni della CP e delle notes a medio termine. Nello stesso tempo essi hanno fatto crescente ricorso ai mercati mobiliari internazionali, cosicché la quota di obbligazioni internazionali ed *euronotes* sulle passività in essere sui mercati mobiliari mondiali è salita a oltre il 19%. Sebbene sia fortemente calato il volume netto di fondi raccolti dalle istituzioni finanziarie, queste sono rimaste la categoria di gran lunga più importante di emittenti del settore privato, avendo attinto quasi \$ 310 miliardi su scala mondiale.

... ma spostamento dei mutuatari privati verso i mercati mobiliari internazionali

I mutuatari dei singoli paesi si sono differenziati per il modo in cui hanno fatto ricorso ai mercati internazionali e interni. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, sotto l'impatto della recessione e del processo di ristrutturazione dei bilanci, le emissioni nette di operatori del settore privato sono diminuite a livello mondiale di oltre un terzo. Sul mercato interno i residenti USA hanno riscattato un ingente volume di CP, ma hanno emesso *notes* a medio termine. Poiché il differenziale d'interesse tra i mercati della CP negli Stati Uniti e quelli dell'ECP si era notevolmente ridotto, gli emittenti USA si sono anche rivolti al mercato internazionale. La contrazione del nuovo indebitamento sul mercato obbligazionario interno USA è dovuta al forte calo dei fondi raccolti da istituzioni finanziarie con crescenti problemi di status creditizio.

Pronunciato calo nel volume netto di fondi raccolti da residenti USA

Nel 1991 la configurazione del finanziamento dei mutuatari giapponesi è mutata notevolmente rispetto all'anno precedente. Il volume dei fondi raccolti da istituzioni finanziarie sui mercati mobiliari mondiali si è ridotto da \$ 77 miliardi nel 1990 a \$ 49 miliardi. Le società non finanziarie hanno rimborsato un ingente volume di CP sul mercato interno, espandendo al tempo stesso le emissioni obbligazionarie a livello mondiale. Uno spostamento verso le emissioni denominate in yen sul mercato internazionale è stato favorito dalla riduzione a un solo mese del periodo che deve intercorrere prima che le euroobbligazioni emesse da mutuatari giapponesi possano essere ricollocate presso investitori nipponici.

Mutata configurazione del finanziamento degli operatori giapponesi

In Canada, Francia, Italia e Regno Unito gli operatori del settore privato hanno fortemente accresciuto il loro ricorso ai mercati mobiliari internazionali. Un'ampia quota delle nuove emissioni su tali mercati era denominata nella rispettiva moneta nazionale. Gli operatori italiani sono stati i maggiori mutuatari sul mercato dell'ECP, mentre i residenti del Regno Unito hanno attinto ampiamente al mercato obbligazionario internazionale. Nel caso di Italia e Francia i fondi raccolti dalle banche per rafforzare la propria base patrimoniale hanno rappresentato una quota rilevante di tali finanziamenti.

Accresciuto nuovo indebitamento internazionale di enti canadesi ed europei

## I mercati degli strumenti finanziari derivati

### *Financial futures e opzioni negoziabili*

Lo scorso anno l'andamento dell'attività in strumenti derivati trattati nelle varie borse organizzate ha presentato marcate differenze regionali. In Europa il volume delle contrattazioni è aumentato di quasi il 40%, e i maggiori incrementi hanno riguardato i contratti collegati a obbligazioni di stato, alcuni dei quali sono stati introdotti nel 1990 e 1991. Tra questi, i contratti che hanno incontrato maggior successo sono stati i *futures* di tasso d'interesse sulla corona svedese, sull'obbligazione di stato italiana (presso il LIFFE) e sull'ECU a lungo termine

I nuovi strumenti accrescono il volume delle transazioni nelle borse europee...



negoziato al MATIF, nonché il contratto virtuale sull'obbligazione in pesetas e il *future* sull'obbligazione di stato danese. Nel segmento più a breve della gamma di scadenze, le posizioni in essere per contratti su depositi a breve termine denominati in valute europee sono aumentate del 65%.

... mentre perde slancio la crescita del mercato giapponese ...

In molti altri mercati le contrattazioni in *futures* e opzioni hanno segnato una battuta d'arresto. In Giappone diversi operatori sono stati indotti a liquidare le loro posizioni in strumenti derivati legati ad azioni a causa del ristagno del mercato azionario interno, delle perdite subite da molti intermediari e degli scandali che hanno investito diverse società d'investimento mobiliare. Inoltre, vi sono state pressioni a livello ufficiale volte a frenare l'arbitraggio tra mercati a pronti e *futures* e a limitare l'introduzione di nuovi strumenti derivati collegati ad azioni. La flessione del 21% nel volume delle negoziazioni in *futures* su titoli di stato è dovuta in parte alla maggiore stabilità dei rendimenti obbligazionari.

... e del mercato USA

Un calo nel volume delle contrattazioni sui mercati *futures* è stato parimenti registrato presso le borse negli Stati Uniti. Vi hanno contribuito la minore instabilità dei tassi a lungo termine, un ridotto volume di operazioni sul mercato a pronti dei titoli di stato e le proposte di tassare le transazioni in *futures*. Si sono invece raddoppiate le posizioni in essere per opzioni su *futures* di tasso d'interesse.

Diversi indicatori segnalano che gli strumenti derivati negoziati presso le borse organizzate sono aumentati d'importanza rispetto agli strumenti

### Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse internazionali

Strumenti	Volume annuo delle contrattazioni					Posizioni in essere a fine 1991
	1987	1988	1989	1990	1991	
	in milioni di contratti					in miliardi di dollari USA
Futures su tassi d'interesse a breve	29,4	33,7	70,2	75,8	84,8	1.907,5
di cui: eurodollaro a tre mesi <sup>1</sup>	23,7	25,2	46,8	39,4	41,7	1.100,5
Futures su tassi d'interesse a lunga	116,3	122,6	130,8	143,3	149,7	250,7
di cui: US Treasury bond <sup>2</sup>	69,4	73,8	72,8	78,2	69,9	29,8
obbligazione di stato francese virtuale <sup>3</sup>	11,9	12,4	15,0	16,0	21,1	11,2
obbligazione decennale di stato giapponese <sup>4</sup>	18,4	18,8	19,1	16,4	12,9	122,0
obbligazione di stato tedesca <sup>5</sup>	—	0,3	5,3	9,6	12,4	20,2
Futures valutari	20,8	22,1	27,5	29,1	29,2	17,8
Opzioni di tasso d'interesse e opzioni su futures di tasso d'interesse	29,3	30,5	39,5	52,0	50,8	1.072,4
Opzioni valutarie e opzioni su futures valutari	18,2	18,2	20,7	18,8	21,5	59,4
Totale	214,0	227,1	288,6	319,1	336,0	3.307,8
di cui: negli Stati Uniti	161,4	165,3	198,1	205,7	199,7	2.004,3
in Europa	27,2	32,6	49,0	61,0	84,2	680,2
in Giappone	18,3	18,8	23,7	33,6	30,0	390,5

<sup>1</sup> Trattato 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). <sup>2</sup> Negoziato presso: Chicago Board of Trade (CBOT), LIFFE, Mid-America Commodity Exchange (MIDAM), New York Futures Exchange (NYFE) e Tokyo Stock Exchange (TSE). <sup>3</sup> Negoziata presso il Marché à Terme International de France (MATIF). <sup>4</sup> Negoziata presso: TSE, LIFFE e CBOT. <sup>5</sup> Negoziata presso: LIFFE e Deutsche Terminbörse (DTB).

Fonti: Futures Industry Association, varie borse che trattano futures e opzioni ed elaborazioni BRI.

sottostanti. Anzitutto, in molti casi le contrattazioni in *futures* eccedono ora quelle dei mercati a pronti. Lo scorso anno in vari mercati di titoli di stato il valore dei contratti *futures* stipulati superava di un ampio margine le operazioni a pronti: ad esempio del 440 e 250% rispettivamente per le obbligazioni di stato francesi e tedesche. I più bassi costi di negoziazione, il più elevato grado di leva e la maggiore liquidità sono stati importanti fattori che hanno favorito il crescente impiego di contratti *futures* in sostituzione degli strumenti sottostanti. In secondo luogo, le operazioni nei mercati dei *futures* hanno integrato in misura crescente le forme tradizionali dell'attività bancaria. Il rapporto tra posizioni in essere per contratti *futures* in eurodollari e le attività interbancarie denominate in dollari delle banche dichiaranti alla BRI è salito da meno del 14% a fine 1987 al 40% a fine 1991. Nei mercati internazionali dello yen e del marco tedesco, dove i *futures* hanno fatto la loro apparizione nel 1989, il rapporto tra posizioni in *futures* e attività interbancarie si situava rispettivamente al 34 e 18% a fine 1991. Inoltre, le banche stesse hanno considerevolmente ampliato il loro impiego di *futures*. In particolare, tra fine 1990 e fine 1991 le banche giapponesi hanno più che raddoppiato le loro posizioni in acquisto e in vendita nel contratto sull'eurodollaro negoziato a Chicago, salite a oltre il 35% in rapporto alle loro attività interbancarie internazionali in dollari.

Le contrattazioni in taluni strumenti *futures* superano quelle dei sottostanti mercati a pronti

Maggiore ricorso delle banche a strumenti negoziati in borsa

### Gli swaps di tasso d'interesse e di valuta

Nel 1990 il valore nominale di capitale degli *swaps* di tasso d'interesse era aumentato di oltre il 50%, raggiungendo \$ 2.300 miliardi, e nuovi contratti per \$ 760 miliardi sono stati concordati nella prima metà del 1991. Vi è stato un ulteriore spostamento verso i contratti interbancari (conclusi tra membri ISDA), la cui quota sul totale di *swaps* d'interesse in essere era salita al 39% a fine 1990.

Crescita vigorosa degli strumenti derivati trattati fuori borsa

Caratteristiche principali del mercato degli swaps di tasso d'interesse						
Componenti	Dollaro USA	Yen	Sterlina	Marco	Altre valute	Totale
	in miliardi di dollari USA					
Valore nominale di capitale <sup>1</sup> degli swaps di tasso d'interesse in essere a fine 1990	1.272,7	231,9	242,1	193,4	371,5	2.311,5
suddivisi in base alla controparte:						
utilizzatori finali	779,9	105,8	142,0	115,0	259,4	1.402,0
interbancari <sup>2</sup>	492,8	126,1	100,1	78,4	112,1	909,5
Valore nominale di capitale <sup>1</sup> dei nuovi swaps di tasso d'interesse concordati nel primo semestre 1991	448,0	73,5	62,6	48,4	129,6	762,1
suddivisi in base alla controparte:						
utilizzatori finali	244,0	34,9	34,6	25,7	87,5	426,8
interbancari <sup>2</sup>	204,0	38,5	28,0	22,8	42,1	335,4
<sup>1</sup> Ammontare virtuale sottostante su cui sono basati i flussi di pagamento. <sup>2</sup> Swaps tra i membri dell'ISDA al netto delle duplicazioni di posizioni. Fonte: International Swap Dealers Association Inc. (ISDA).						



Composizione per monete dei nuovi swaps di valuta nel primo semestre del 1991					
Monete	Ammon- tare nominale totale <sup>1,2</sup>	di cui:		di cui:	
		contro dollari USA <sup>2</sup>	contro altre monete <sup>2</sup>	con utiliz- zatori finali	fisso/ variabile <sup>2</sup>
		in miliardi di dollari USA			
yen	50,4	33,6	16,8	29,2	23,2
dollaro australiano	15,2	6,1	9,0	10,2	3,1
franco svizzero	37,8	16,8	21,0	23,1	15,3
marco	15,1	7,3	7,8	10,6	6,4
ECU	12,7	7,8	4,8	10,3	8,5
sterlina	13,2	8,5	4,7	10,2	5,7
dollaro canadese	12,0	10,8	1,2	10,4	6,8
totale parziale	156,3	91,0	65,3	104,0	69,0
altre monete	50,9	24,5	26,3	37,4	21,5
<i>meno: duplicazioni per gli swaps fra valute diverse dal dollaro</i>	<i>-45,8</i>	<i>-</i>	<i>-45,8</i>	<i>-33,0</i>	<i>-10,0</i>
totale	161,3	115,5	45,8	108,4	80,5

<sup>1</sup> Ammontare virtuale sottostante su cui sono basati i flussi di pagamento. <sup>2</sup> Al netto delle duplicazioni di posizioni notificate da membri ISDA.  
Fonte: ISDA.

Il crescente impiego di questo strumento per la gestione dell'attivo e passivo è evidenziato dalla riduzione a soli due anni e mezzo della scadenza originaria media dei nuovi swaps interbancari nel primo semestre del 1991.

La quota delle valute diverse dal dollaro, che aveva continuato ad espandersi, passando dal 34% a fine 1989 al 45% l'anno successivo, pare essersi ridotta nel primo semestre del 1991. Tra le valute principali, i più forti aumenti degli swaps d'interesse tra fine 1989 e fine 1990 hanno riguardato il franco svizzero, la sterlina e il dollaro canadese. Il ruolo crescente delle operazioni in valute diverse dal dollaro si è accompagnato a uno spostamento nella distribuzione geografica e settoriale degli utilizzatori finali di swaps a favore di istituzioni finanziarie e governi in Europa e di imprese non finanziarie in Asia.

Anche il mercato degli swaps valutari, compresi gli swaps di tasso d'interesse su valute incrociate, ha fatto registrare un'ulteriore espansione. A fine 1990 l'ammontare nominale di capitale dei contratti in essere era salito a quasi \$ 580 miliardi, con una crescita del 29% rispetto alla fine dell'anno precedente. Per molti aspetti gli sviluppi su questo mercato hanno rispecchiato quelli avvenuti sul mercato degli swaps di tasso d'interesse: la quota delle operazioni interbancarie è aumentata; si è avuto un forte incremento in termini relativi degli swaps fra valute diverse dal dollaro; ed è diminuita l'importanza dei contraenti USA. Uno sviluppo di rilievo è stato l'aumento degli swaps valutari aventi per oggetto monete dell'Europa continentale, come la lira e la corona svedese. La loro espansione ha tratto impulso dalla rimozione dei controlli sui movimenti di capitali, dalla persistenza di differenziali d'interesse nonostante la maggiore stabilità dei cambi nei confronti delle altre monete AEC, e dalla rapida crescita degli euromercati delle obbligazioni e dei depositi in tali valute.

Più ampio  
impiego degli  
swaps di tasso  
d'interesse

Ulteriore  
espansione  
degli swaps  
fra valute diverse  
dal dollaro...

I dati relativi ad altri contratti trattati fuori borsa, come i *caps*, *floors*, *collars* e *swaptions*, segnalano parimenti una continua forte espansione. A fine 1990 il valore nominale aggregato di questi strumenti, pari a \$ 560 miliardi, risultava quasi equivalente a quello delle opzioni su tassi d'interesse trattate nelle borse. L'impiego di *forward rate agreements* (FRA) pare essere aumentato notevolmente dalla fine degli anni ottanta, sebbene non si abbiano dati affidabili sulle dimensioni globali del mercato. Per molte banche le posizioni in essere in FRA sembrerebbero avvicinarsi in volume a quelle degli *swaps* di tasso d'interesse. Peraltro, in Giappone permangono molte limitazioni, e finanche espliciti divieti, all'uso di questo strumento.

... e di strumenti  
fuori borsa  
collegati  
a opzioni

### *Cambiamenti nella struttura del mercato e problemi a livello delle politiche*

L'innovazione finanziaria ha continuato a rappresentare un aspetto fondamentale dell'attività nei mercati derivati. Oltre all'introduzione di diversi nuovi strumenti nelle borse organizzate, lo scorso anno si è assistito all'ulteriore espansione di una gamma di nuovi prodotti finanziari trattati fuori borsa. Tra questi, gli strumenti derivati collegati ad azioni, rappresentati tipicamente da *swaps* in cui il flusso di pagamenti è collegato a una singola azione, a un paniere di titoli o a un indice azionario, si sono sviluppati in modo particolarmente rapido, e a fine 1991 il valore nominale in essere era stimato dall'"International Swap Dealers Association" (ISDA) a \$ 125 miliardi. Le incertezze connesse alla guerra del Golfo hanno incentivato l'uso di *swaps* su merci, esaminati nella Relazione dello scorso anno. Un numero crescente di istituzioni finanziarie, specie negli Stati Uniti, ha operato in questi mercati. Infine, le operazioni con utilizzatori finali paiono essere state associate in misura crescente a "prodotti strutturati" che generalmente presentano modalità contrattuali alquanto complesse assimilabili a quelle delle opzioni, e che sono adattati alle esigenze specifiche di tali operatori.

Crescita  
di nuovi mercati  
derivati...

... per i contratti  
fuori borsa colle-  
gati ad azioni...

... e a materie  
prime

Lo scorso anno si è intensificata la concorrenza – spesso incoraggiata a livello ufficiale – tra i mercati paralleli e le borse organizzate, nonché tra queste ultime. Ad esempio, in Europa il LIFFE e il MATIF si sono contesi quote di mercato dei contratti *futures* sulle obbligazioni in ECU e in lire. Inoltre, come menzionato in precedenza, gli strumenti derivati collegati ad azioni, tradizionalmente negoziati in borsa, sono ora più ampiamente disponibili come strumenti fuori borsa. Alcuni prodotti derivati non sono riusciti tuttavia a sottrarre posizioni agli strumenti concorrenti; ne sono un esempio in particolare i *futures* negoziati in borsa su contratti *swaps*.

La concorrenza  
tra i mercati...

Sotto molti aspetti la concorrenza è stata benefica per l'evoluzione dei mercati. Essa ha stimolato l'innovazione dei prodotti e, come nel caso dei contratti sulle obbligazioni di stato italiana e tedesca, inizialmente trattati solo all'estero, ha spronato le autorità a consentire l'apertura di nuovi mercati nei propri paesi. La concorrenza tra i mercati ha anche contribuito a migliorare la tipologia dei contratti, e in alcuni casi i nuovi strumenti derivati hanno migliorato la liquidità degli strumenti sottostanti. Nondimeno, la proliferazione di nuovi prodotti ha suscitato talune preoccupazioni per le possibili implicazioni sotto il profilo dell'integrità e dell'ordinato funzionamento del sistema finanziario. In primo luogo, le borse potrebbero essere indotte ad attrarre operazioni innalzando o abolendo i limiti di oscillazione massima giornaliera oppure riducendo

... promuove  
l'innovazione e  
una perfezionata  
tipologia  
dei contratti...



... ma potrebbe comportare effetti collaterali indesiderati

i margini di garanzia. In effetti, l'assenza di tali margini è stata spesso usata per commercializzare i contratti fuori borsa. In secondo luogo, un'eccessiva concorrenza può tradursi in distorsioni di prezzo, specie quando gli intermediari assumono esposizioni creditorie altamente complesse. Infine la proliferazione di contratti, la frammentazione dei mercati e la coesistenza di procedure di contrattazione disparate per contratti simili (ad esempio con sistemi telematici o con negoziazione "alle grida") possono ridurre la liquidità dei mercati di taluni strumenti.

Accresciuta percezione dei rischi di controparte tra gli operatori di mercato

Si sono avute diverse indicazioni di una più acuta percezione dei potenziali rischi di credito inerenti a tali mercati. La variazione nello *spread* sui titoli del Tesoro applicato agli *swaps* di interesse a dieci anni, che in passato tendeva a essere prossimo a quello sulle obbligazioni con *rating* "A", ma che più di recente si è avvicinato a quello delle obbligazioni "AA", sembra indicare che solo le istituzioni con elevato merito di credito sono accettate come controparte in *swaps* a più lungo termine. L'accorciamento delle scadenze dei nuovi *swaps* di tasso d'interesse è parimenti indicativo di un'accentuata percezione del rischio.

Preoccupazioni connesse alle pratiche volte a eludere le regolamentazioni ...

Nel periodo sotto rassegna sono anche emerse preoccupazioni sotto il profilo normativo per taluni aspetti delle contrattazioni fuori borsa in strumenti derivati. In alcuni casi ciò ha rispecchiato il convincimento che talune di queste operazioni sono incompatibili con la tradizionale attività bancaria. Ad esempio, negli Stati Uniti è stato richiesto agli istituti ad operatività regionale di sottoporre al benessere delle autorità l'assunzione di posizioni in strumenti derivati collegati a merci o ad azioni. In altri paesi, dove non è consentito alle banche di negoziare o detenere posizioni in merci (solitamente con l'eccezione dell'oro e dell'argento), è stata considerata la possibilità di porre vincoli alle operazioni bancarie in strumenti derivati su merci, data anche l'assenza di un naturale potenziale di copertura per queste esposizioni nei rispettivi bilanci. In altri casi i timori hanno tratto origine dalla percezione che talune tecniche erano applicate a fini elusivi. Ad esempio, gli *swaps* "fuori mercato" o a sconto, in cui una controparte corrisponde un tasso considerevolmente inferiore a quelli prevalenti sul mercato, equivale in sostanza a un'erogazione di credito, non iscritta però come tale nei bilanci delle banche.

... alle incertezze di natura giuridica e alla trasparenza del mercato

Da parte di alcuni organi di vigilanza è stato espresso inoltre il timore che la considerevole diffusione delle transazioni fuori borsa possa implicare rischi potenziali per il sistema finanziario. Questo timore riflette in parte la sensazione che i rischi insiti nelle operazioni fuori borsa su strumenti derivati non siano sempre compresi e gestiti in modo adeguato da tutti gli operatori. Tra le altre fonti di preoccupazione figurano le incertezze di natura giuridica e la mancanza di trasparenza sulle molteplici dimensioni dell'esposizione in strumenti derivati, dovuta in parte all'assenza di prescrizioni contabili e di pubblicità dell'informazione unanimamente accettate per molte di queste transazioni.

Sempre più diffusa la compensazione ...

Con la crescita dei mercati fuori borsa degli strumenti derivati è divenuta sempre più comune la compensazione bilaterale di posizioni fra i maggiori contraenti. Gli operatori di mercato da tempo sollecitano il riconoscimento delle posizioni nette ai fini del calcolo dei coefficienti patrimoniali minimi. Sebbene i sistemi di compensazione opportunamente concepiti e riconosciuti

giuridicamente possano ridurre i rischi di controparte e di regolamento, e possano contribuire ad attenuare le potenziali ripercussioni sistemiche di una grave insolvenza, presso gli organi di controllo sussiste il timore che taluni degli schemi attualmente contemplati non soddisfino tali criteri. Facendo seguito alla pubblicazione, nel novembre 1990, del Rapporto sugli schemi di compensazione interbancari da parte di un comitato di alti funzionari delle banche dei paesi del Gruppo dei Dieci, che enunciava i criteri prescritti dalle banche centrali per l'approvazione di tali schemi, un gruppo di esperti tecnici del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha esaminato l'idoneità di talune forme di compensazione ad essere riconosciute nella valutazione dell'adeguatezza patrimoniale. Il gruppo ha di recente invitato gli operatori del mercato ad esprimere il loro punto di vista su un certo numero di questioni irrisolte in materia di supervisione bancaria. Queste consultazioni sono state intraprese con l'intesa che esse non debbano pregiudicare il riconoscimento degli schemi di compensazione ai fini della vigilanza.

... e la vigilanza  
bancaria ne vaglia  
il riconoscimento

## Il mercato dell'ECU privato

Lo scorso anno il mercato dell'ECU privato ha continuato a svilupparsi. Nel settore bancario la crescita delle attività in essere in ECU delle banche dichiaranti si è accelerata dal 14% nel 1990 al 18%, mentre il nuovo finanziamento netto sul mercato obbligazionario internazionale è salito del 135%, rispetto al 67% nel 1990. Nel segmento più a breve dei mercati mobiliari, il volume in essere di *euronotes* in ECU, che era balzato da \$ 3,5 miliardi a \$ 8,4 miliardi nel 1990, si è accresciuto di ulteriori \$ 4 miliardi. Nel contempo, il volume delle contrattazioni sul mercato secondario dei titoli denominati in ECU è aumentato di quasi l'80%, e l'ECU è stato usato in misura crescente negli *swaps* di valuta, per i *futures* e per le opzioni. L'andamento sostenuto del mercato dell'ECU appare tanto più rilevante in quanto il credito bancario, e in certa misura anche l'attività di emissione di obbligazioni, hanno subito una battuta d'arresto in alcuni degli altri principali comparti eurovalutari. Di conseguenza, per la prima volta nella storia dell'euromercato definito in senso ristretto, l'ECU è risultato al primo posto in termini sia di nuovo credito bancario sia di nuovo finanziamento obbligazionario netto.

Crescente  
importanza  
del mercato  
dell'ECU privato

Tuttavia, l'uso crescente dell'ECU nelle transazioni finanziarie private lo scorso anno va visto in relazione alla forte espansione di taluni dei comparti valutari minori dei mercati eurobancario ed euroobbligazionario. Ad esempio, i mercati del franco francese e della lira hanno segnato un saggio di crescita considerevolmente più elevato, benché in termini di dimensioni assolute essi siano rimasti molto più modesti del comparto dell'ECU.

Nel mercato obbligazionario le nuove emissioni annunciate in ECU sono salite all'ammontare record di \$ 33 miliardi. Escludendo i rimborsi, il finanziamento netto in ECU è ammontato a \$ 26 miliardi, con un aumento del 35% nel volume di tali obbligazioni in essere. Le transazioni si sono fortemente concentrate nei primi mesi dell'anno, allorché è stata lanciata una serie di emissioni "maxi" di soggetti sovrani ed istituzioni internazionali. La forte domanda di siffatti titoli in ECU si è riflessa in un ampliamento del differenziale fra rendimenti teorici ed effettivi sulle obbligazioni in ECU. Nel prosieguo dell'anno la nuova

Volume record  
di emissioni in  
ECU sui mercati  
obbligazionari  
internazionali ...



Il mercato dell'ECU privato							
Strumenti	1986	1987	1988	1989	1990	1991	Consistenze a fine 1991
	in miliardi di dollari USA						
Credito bancario totale <sup>1</sup>							
lordo	6,2	11,1	23,4	24,6	24,9	35,6	239,5
netto <sup>2</sup>	5,0	8,0	12,0	10,0	18,0	20,0	85,0
Emissioni obbligazionarie internazionali							
lorde perfezionate	6,3	8,4	10,9	12,0	17,6	32,6	
nette	5,9	7,5	9,8	6,7	11,2	26,3	100,6
Collocamenti netti di euronotes					4,9	3,9	12,3
Emissioni obbligazionarie interne							
lorde perfezionate	1,7	2,1	8,4	10,3	15,0	9,9	
nette	1,7	2,1	8,4	8,7	13,8	6,2	54,0
Buoni del Tesoro e notes a breve sul mercato interno							
lordi	0,0	2,0	8,3	19,5	20,2	18,7	
netti	0,0	2,0	6,5	3,7	-2,4	-2,0	9,2
Per memoria:							
riserve ufficiali							
in ECU privati <sup>1</sup>	1,1	1,4	8,1	7,3	13,7	2,3	38,6

<sup>1</sup> Variazioni a tassi di cambio costanti di fine periodo.    <sup>2</sup> Al netto delle duplicazioni derivanti dal rideposito di fondi tra le banche dichiaranti.  
 Fonti: ISMA; Euroclear; autorità nazionali.

attività di emissione è ridiscesa alla media del 1990, a causa della saturazione del mercato, nonché delle incertezze circa il futuro assetto del paniere. Tali incertezze, accentuatesi con l'approssimarsi del Vertice di Maastricht, hanno altresì influenzato il mercato secondario delle obbligazioni in ECU, sul quale nel quarto trimestre si è avuto un forte ampliamento del differenziale d'interesse fra le obbligazioni denominate in ECU e quelle in altre valute. In seguito alle risoluzioni del Vertice di dicembre, che ha sancito il congelamento del paniere dell'ECU, i differenziali sono tornati ai livelli precedenti e l'attività di emissione si è ripresa.

D'altra parte, il saggio di crescita delle emissioni in ECU da parte dei governi sui mercati nazionali è rallentato notevolmente, dal 40% nel 1990 al 13%. Mentre il totale in essere delle obbligazioni interne in ECU emesse dalla Spagna è raddoppiato, Francia, Grecia e Italia hanno ridotto il ricorso netto ai rispettivi mercati. Inoltre, i rimborsi di buoni del Tesoro in ECU da parte del governo italiano hanno superato le nuove emissioni. Nel potenziare i propri programmi d'emissione sul mercato obbligazionario internazionale, i governi dei paesi CEE hanno mirato ad allargare la gamma dei potenziali investitori ed a promuovere l'omogeneità degli strumenti e delle condizioni su un ampio ventaglio di scadenze.

Il settore bancario è stato contrassegnato da due andamenti di rilievo. In primo luogo, i nuovi crediti alla clientela non bancaria si sono espansi

... ma rallentamento dell'emissione di titoli di stato sui mercati interni

Forte crescita del credito bancario...

fortemente, e hanno concorso per il 45% all'incremento delle attività in ECU delle banche dichiaranti alla BRI. Tuttavia, quasi la metà del nuovo indebitamento complessivo del settore non bancario, pari a \$ 16 miliardi, è ascrivibile ai residenti svedesi, che hanno convertito in ECU un'ampia quota del loro debito in valuta estera, a seguito dell'ancoraggio della corona al paniere comunitario nel maggio 1991. I nuovi fondi in ECU raccolti dai residenti italiani e spagnoli, che nel 1991 sono stati i secondi e i terzi in ordine d'importanza fra i mutuatari non bancari, sono ammontati rispettivamente a \$ 1,8 miliardi e \$ 1,3 miliardi. Dati i rischi di cambio relativamente ridotti, i residenti di entrambi i paesi sono stati attratti dai più bassi tassi d'interesse sull'ECU rispetto a quelli presenti nei propri mercati interni.

Il secondo sviluppo di rilievo nella struttura del mercato bancario dell'ECU è stato il mutamento intervenuto nel corso dell'anno nella posizione netta aggregata delle banche dichiaranti alla BRI. La loro posizione debitoria netta è dapprima salita a \$ 10 miliardi a fine marzo 1991, contro \$ 2 miliardi a fine 1990; successivamente si è avuta una netta inversione di tendenza, e a fine anno le banche registravano una posizione creditoria netta. Questi movimenti rispecchiano un diverso atteggiamento degli investitori nei confronti dei depositi in ECU. I depositi non bancari, accresciutisi di \$ 7 miliardi, ossia del 27%, nel periodo terminante a fine giugno, hanno segnato una battuta d'arresto nel terzo trimestre, al culmine della controversia a riguardo dell'ECU "forte" o "congelato". Nel contempo, i depositi identificati ufficialmente, che rappresentano solo una frazione dell'effettivo ammontare di attività in ECU detenute dalle autorità monetarie in strumenti del mercato, si sono ampliati nel primo trimestre dell'anno di \$ 1,7 miliardi (ossia del 16%), prima di segnare una flessione di \$ 3,6 miliardi nei trimestri successivi.

... e importanti spostamenti nelle posizioni nette in ECU delle banche

## I PVS e i mercati internazionali dei capitali

Lo scorso anno si è avuto uno spiccato aumento dei flussi di capitali privati verso i PVS. Per la prima volta dal 1986, le banche dichiaranti alla BRI hanno registrato un incremento delle loro attività nette in essere verso l'America Latina, e vari paesi della regione hanno riguadagnato l'accesso al finanziamento spontaneo sui mercati internazionali dei capitali. I paesi dell'Asia, che nella maggioranza dei casi non erano stati interessati dalla crisi debitoria, hanno continuato a mutuare cospicui importi dalle banche, accrescendo sensibilmente nel contempo le loro disponibilità di riserve ufficiali. In Africa, per contro, i crediti commerciali a breve termine, spesso assistiti da garanzie ufficiali, sono rimasti la sola fonte di finanziamento esterno privato per la maggior parte dei paesi.

Dato il pesante ricorso al finanziamento bancario e quello assai più modesto ai mercati mobiliari internazionali, per i paesi asiatici il finanziamento internazionale si è notevolmente discostato dall'andamento generale del 1991. In effetti, ad eccezione di Taiwan, dalla fine del 1987 questi paesi hanno mutuato dalle banche fondi per \$ 55 miliardi, mentre le loro emissioni nette di obbligazioni e notes internazionali sono ammontate a soli \$ 5 miliardi. A causa del ridimensionamento complessivo dei crediti delle banche ai PVS, è aumentata l'incidenza relativa delle esposizioni verso l'Asia. A fine 1991 esse rappresentavano il 34% delle attività delle banche verso i PVS, contro il 30% di quattro anni prima.

Ulteriore ampio ricorso dei paesi asiatici ai crediti bancari



### Flussi creditizi delle banche dichiaranti alla BRI verso determinati PVS<sup>1</sup>

Regioni e paesi	Credito lordo (al netto degli effetti di cambio)				Consistenze a fine 1991		Per memoria: rapporto debito bancario lordo/ debito estero	
	1988	1989	1990	1991	attività lorde	attività nette		
	in miliardi di dollari USA						fine 1987	fine 1991
							in %	
America Latina <sup>2</sup>	-4,3	-18,6	-31,0	-1,3	208,8	65,0	58,4	48,6
Argentina	3,0	-5,4	-2,8	0,2	30,9	9,9	60,3	55,0
Brasile	-3,9	-5,5	-5,8	-5,9	61,0	37,6	65,5	51,7
Cile	-1,8	-1,8	-0,6	-0,9	8,0	1,3	59,9	41,5
Messico	-3,6	-1,2	-15,0	6,3	62,3	34,0	69,3	63,4
Venezuela	0,8	-1,6	-7,3	-0,1	17,8	-6,9	72,2	52,1
Asia <sup>3</sup>	6,5	2,4	25,2	21,2	175,8	32,4	39,4	45,8
Cina	7,1	-0,5	7,5	5,7	37,0	-9,8	47,5	64,8
Corea del Sud	-2,0	1,2	4,1	6,7	39,1	28,7	72,7	93,2
Filippine	-1,9	-2,6	-0,4	-0,9	8,7	3,9	48,2	28,5
India	1,4	1,2	1,4	-1,3	12,4	2,3	19,5	16,4
Indonesia	0,9	1,6	7,6	4,5	34,2	22,8	37,1	47,2
Tailandia	1,4	1,7	4,7	6,6	22,7	17,3	40,9	82,9

<sup>1</sup> Compresi i paesi OPEC. <sup>2</sup> Compresi i paesi della regione dei Caraibi non classificati come centri bancari offshore. <sup>3</sup> Esclusa Taiwan.

Ragioni del  
credito bancario  
all'Asia

Inoltre, nella maggior parte dei paesi asiatici negli scorsi anni anche la quota delle passività bancarie sul totale del debito estero si è fortemente accresciuta.

Negli ultimi anni le banche commerciali sono state senza dubbio favorevolmente impressionate dalla vigorosa dinamica dell'economia nei paesi asiatici, nonché dai loro indici di indebitamento e di servizio del debito relativamente bassi. Nel contempo, le imprese e le banche di molti paesi dell'Asia hanno trovato più agevole e talvolta più conveniente attingere fondi sui mercati creditizi internazionali a breve e medio termine che non sui mercati interni dei capitali, spesso sottosviluppati. Questa concomitanza di fattori si è rivelata particolarmente importante nel caso della Corea del Sud, che, avendo ridotto fra fine 1985 e fine 1990 il rapporto debito estero/PNL dal 53 al 14%, lo scorso anno ha potuto facilmente finanziare il deterioramento del saldo corrente con prelievi modesti dalle proprie riserve valutarie. Analogamente, un onere debitorio comparativamente basso, assieme ai provvedimenti di liberalizzazione degli ultimi due anni, ha contribuito ad un forte aumento dei crediti bancari internazionali alla Tailandia. In presenza di una politica monetaria interna estremamente restrittiva, i residenti indonesiani, in particolar modo le banche, hanno mutuato ingenti fondi dalle banche dichiaranti alla BRI nel 1990 e nel 1991. Tuttavia, lo scorso ottobre le autorità, di fronte al rapido deteriorarsi degli indici d'indebitamento esterno, hanno deciso di imporre un massimale alla raccolta di fondi all'estero da parte delle banche interne. Le banche dichiaranti alla BRI si sono altresì mostrate disposte a erogare prestiti su vasta scala alla Cina, la quale nel 1991 ha segnato una forte crescita delle esportazioni e un sostanziale incremento dei depositi.

Le Filippine – il solo paese asiatico impegnato in negoziati per l'alleggerimento

del debito – rappresentano una notevole eccezione alla tendenza all'aumento delle attività bancarie verso i paesi asiatici. Anche l'erogazione di prestiti all'India ha segnato una temporanea inversione di flusso nel primo semestre del 1991, allorché il paese ha accusato gravi problemi interni (Capitolo III).

Tra fine 1987 e fine 1990 le attività identificate delle banche dichiaranti alla BRI verso l'America Latina si sono contratte di \$ 54 miliardi, per lo più in seguito a conversioni di debito, vendite dirette di crediti, cancellazioni ed altri schemi di riduzione del debito. Di conseguenza, la quota delle attività verso l'America Latina sul totale delle esposizioni delle banche nei confronti dei PVS si è contratta di 9 punti percentuali, scendendo al 42%. Lo scorso anno, tuttavia, si è assistito a una ripresa delle operazioni delle banche con l'America Latina. Inoltre, il miglioramento delle prospettive in diversi paesi, le restrittive condizioni monetarie interne e l'allentamento dei controlli valutari hanno incoraggiato il rimpatrio di capitali emigrati all'estero. Se si esclude l'impatto delle riduzioni del debito sulle esposizioni in essere delle banche dichiaranti alla BRI, che può essere stimato a \$ 3,6 miliardi lo scorso anno contro \$ 26,6 miliardi nel 1990, le attività sull'America Latina si sono accresciute di oltre \$ 2 miliardi.

Si è altresì avuta un'apprezzabile espansione, da \$ 3,5 miliardi nel 1990 a \$ 5,6 miliardi, nelle emissioni nette in offerta pubblica di titoli internazionali da parte di questo gruppo di paesi. Gli investitori istituzionali statunitensi ed europei sono stati attratti dagli elevati rendimenti nonché dalla migliorata dinamica economica. I principali emittenti sul mercato obbligazionario internazionale sono stati i residenti del Messico (\$ 2,6 miliardi), che hanno altresì raccolto fondi per \$ 0,3 miliardi tramite programmi pubblicizzati per l'emissione di *euronotes*. Inoltre, le istituzioni finanziarie messicane hanno collocato privatamente CD per quasi \$ 5 miliardi. Nonostante la mancanza di un accordo sul trattamento dei debiti arretrati in conto capitale e interessi, anche il Brasile e l'Argentina sono stati in grado di attingere al mercato obbligazionario, per \$ 1,4 e 0,8 miliardi rispettivamente. Gli investitori si sono mostrati disposti ad acquistare le emissioni lanciate da questi paesi perché in passato il debito obbligazionario ha beneficiato di una prelazione di fatto rispetto ai prestiti ordinari.

I buoni risultati macroeconomici di vari paesi dell'America Latina hanno anche avuto un impatto positivo sulle quotazioni medie sul mercato secondario del debito dei PVS. Fra la fine del 1989 e la fine del 1991 i prezzi dei debiti trattati sul mercato secondario dei 15 paesi interessati dal "Piano Baker" sono saliti in media del 75%. Anche a causa della sostituzione di debito bancario con obbligazioni, le contrattazioni su detto mercato sono aumentate di oltre il 50% salendo a circa \$ 100 miliardi nel 1991, dopo che si erano espanse moderatamente al tasso del 5–10% nei due anni precedenti. Si è altresì avuto un incremento nel numero degli intermediari di mercato e degli investitori. Di conseguenza, la liquidità è migliorata per determinati tipi di debito e gli scarti denaro-lettera si sono ridotti. Su questo mercato operano ora *brokers* specializzati, e si possono ottenere quotazioni a fermo per determinati strumenti.

Un buon funzionamento del mercato secondario del debito dei PVS è di notevole importanza per gli operatori del mercato finanziario, le autorità responsabili per le istituzioni partecipanti al mercato, e gli stessi PVS. Nonostante la recente espansione del mercato, i prezzi sono talvolta altamente

I paesi dell'America Latina hanno aumentato le operazioni con le banche...

... e le emissioni di titoli sui mercati internazionali

Ripresa delle quotazioni sul mercato secondario del debito dei PVS...

... ma timori circa il buon funzionamento del mercato



instabili, come è accaduto in ottobre e agli inizi di novembre dello scorso anno. Inoltre, le procedure di mercato non sono uniformate e le modalità di regolamento sono complesse. In parte a causa della natura eterogenea degli strumenti debitori negoziati e della forte disparità di merito creditizio dei debitori, il mercato è segmentato. Per questi motivi, pare emergere un consenso circa la necessità di pratiche e codici di comportamento comuni, nonché di miglioramenti nelle procedure di regolamento e compensazione.

Riforma dei  
sistemi finanziari  
interni...

Oltre a modificare le loro politiche macroeconomiche interne e a rivalutare il ruolo del finanziamento esterno, negli ultimi anni molti PVS hanno compiuto grandi sforzi per riformare e liberalizzare i loro sistemi finanziari. Queste misure, sotto molti aspetti analoghe alle trasformazioni operate negli anni ottanta nel mondo industrializzato (Capitolo VIII), comprendono la rimozione dei controlli amministrativi sui tassi d'interesse, lo smantellamento di meccanismi di allocazione del credito, la liberalizzazione dei movimenti di capitali, la privatizzazione di ampi segmenti del sistema bancario, l'abbassamento delle barriere istituzionali, l'introduzione di un'ampia gamma di strumenti a breve del mercato monetario e l'apertura dei mercati interni alle istituzioni finanziarie nonché agli investitori esteri. Questo processo si è accompagnato ad un aumento dei tassi d'interesse reali nella maggior parte dei paesi, disincentivando in tal modo la fuga di capitali e incoraggiando la formazione di capitale interno.

...a ritmi diversi  
nei vari paesi

Il processo di liberalizzazione finanziaria è iniziato in momenti differenti, è proceduto a ritmi variabili ed ha assunto forme diverse. In Asia, a prescindere da Hong Kong e Singapore che hanno già mercati assai liberi e sofisticati, la Malaysia e le Filippine sono i paesi che hanno compiuto maggiori progressi nel processo di deregolamentazione a partire dalla metà degli anni settanta. Per contro, Taiwan, nonostante gli ingenti avanzi correnti e una cospicua posizione creditoria netta sull'estero, continua ad esercitare controlli piuttosto estesi sul proprio mercato dei capitali e sull'accesso agli investimenti esteri da parte dei residenti interni. La Corea del Sud, che nel 1988 aveva iniziato ad allentare i vincoli sui tassi d'interesse, ha annunciato lo scorso anno ulteriori provvedimenti che dovrebbero condurre alla totale liberalizzazione di tutti i tassi d'interesse in quattro fasi entro il 1997. Nel contempo, le autorità coreane hanno continuato a liberalizzare gli investimenti all'estero dei residenti e ad aprire i mercati mobiliari interni agli investitori esteri. Nell'America Latina, Argentina, Bolivia, Colombia, Ecuador, Messico, Perù e Venezuela hanno apportato importanti modifiche alla legislazione concernente l'accesso dei residenti esteri ai mercati interni dei capitali.

Privatizzazione  
di banche

La privatizzazione di banche e di altre istituzioni finanziarie ha costituito un elemento di rilievo nei programmi di molti paesi volti ad accrescere l'efficienza dei mercati dei capitali. Argentina, Cile, Colombia, El Salvador, Messico, Perù, Uruguay e Venezuela hanno già messo in vendita istituzioni finanziarie di proprietà statale o progettano di farlo nel prossimo futuro. In Messico, dalla vendita di otto banche, lo scorso anno, si sono ricavati fondi per \$7 miliardi, pari a circa il 3% del PIL. La privatizzazione delle banche messicane si è accompagnata ad un ampliamento della loro sfera operativa consentita e ad un allentamento dei controlli valutari.

Infine, non va trascurato lo sviluppo dei mercati azionari interni, uno dei

principali fattori all'origine dei cospicui afflussi di portafoglio in alcuni paesi. Il numero delle società quotate sulle principali piazze borsistiche è rapidamente aumentato, il volume delle contrattazioni si è fortemente espanso, la trasparenza del mercato è migliorata e l'accesso estero è stato liberalizzato. Inoltre, i programmi di privatizzazione sono all'origine di un'ampia offerta di titoli, e sia gli investitori istituzionali che i fondi d'investimento specializzati per paese ne hanno acquistato ingenti quantitativi. Inoltre, dato che negli ultimi anni i saggi di remuneratività hanno teso a sopravanzare quelli dei paesi industriali, l'investimento estero su questi mercati azionari emergenti è aumentato. La maggior parte dei fondi è affluita nei mercati in Asia, ma più di recente è anche aumentato l'interesse per i mercati azionari dell'America Latina.

Crescita dei mercati azionari interni

Se da un lato queste riforme volte a promuovere una maggiore apertura dei mercati dei capitali dovrebbero condurre ad una accresciuta efficienza nell'intermediazione del risparmio, l'esperienza recente di molti paesi industriali dimostra d'altro lato che il processo di deregolamentazione si può accompagnare ad un maggiore potenziale di rischio sistemico. Inoltre, vari paesi, fra cui Tailandia, Malaysia e Cile, hanno attraversato negli anni ottanta periodi di tensioni finanziarie. Lo scorso anno, il dissesto della BCCI ha avuto ripercussioni di vasta portata sui PVS. Alla luce di queste esperienze, molti PVS hanno adottato provvedimenti per migliorare la vigilanza sul sistema bancario interno e per rafforzare il quadro normativo dei propri mercati finanziari. Vari PVS, specialmente in Asia e in America Latina, si sono mossi verso l'adozione dei coefficienti minimi patrimoniali previsti dall'Accordo di Basilea, perlomeno per quanto concerne le operazioni iscritte a bilancio. Ciò costringerà molte banche ad accrescere la propria base patrimoniale e contribuirà a rendere più solidi i mercati finanziari internazionali e più paritetiche le condizioni concorrenziali.

Necessità di un quadro normativo adeguato



## VIII. Aspetti strutturali dei mercati dei capitali e vigilanza prudenziale

### Aspetti salienti

L'ultimo decennio è stato protagonista di un cambiamento di grande portata a livello mondiale nella struttura del settore finanziario, sulla scia del processo di deregolamentazione e di innovazione. Esso ha altresì rappresentato un periodo di forti contrasti, giacché a un'espansione senza precedenti dell'attività si sono accompagnate notevoli tensioni finanziarie, specie nello scorcio più recente. Il momento appare ora adatto per fare un bilancio di questi sviluppi e per considerare alcuni dei temi fondamentali che verosimilmente predomineranno negli anni a venire, traendo spunto in parte dall'analisi sviluppata nelle precedenti Relazioni annuali.

Dopo aver delineato i principali cambiamenti strutturali intervenuti nel periodo in discorso, il presente capitolo passa a trattare diverse importanti questioni che si pongono sia ai responsabili delle politiche sia agli operatori di mercato. Un primo gruppo di questioni concerne i costi e i benefici del processo di deregolamentazione e innovazione e s'impenna sul rapporto fra efficienza e stabilità finanziaria. Un secondo gruppo riguarda le sfide poste nell'immediato dal retaggio degli anni passati: il rientro del sovrindebitamento e dell'inflazione dei prezzi delle attività in alcuni paesi, l'eliminazione di capacità eccedente in certi segmenti del settore e l'adeguamento a un mondo in cui il capitale è divenuto una risorsa più scarsa per le istituzioni finanziarie. Un'ultima serie di questioni attiene maggiormente alle sfide di più lungo periodo, le quali non sono altro che manifestazioni differenti dei problemi di fondo con cui sono perennemente confrontati i responsabili delle politiche: la scelta delle frontiere fra intervento pubblico e forze di mercato nella determinazione della struttura del sistema, il continuo adattamento della regolamentazione e della vigilanza prudenziale a un contesto mutevole, nonché i limiti di tale disciplina e controllo.

### I principali cambiamenti strutturali

Cambiamenti strutturali nei mercati dei capitali:

Durante l'ultimo decennio la struttura dei mercati finanziari ha subito profonde modificazioni. Per molti aspetti i cambiamenti hanno costituito un consolidarsi di tendenze che erano già emerse negli anni settanta, e che in seguito hanno assunto una dinamica più pronunciata grazie al sempre maggiore ascendente della filosofia liberista, alla presenza di condizioni macroeconomiche propizie e all'accelerazione del processo di innovazione tecnologica.

La portata, la collocazione temporale e la velocità dei cambiamenti strutturali sono differite notevolmente a seconda dei paesi, in funzione della situazione iniziale e di altri fattori specifici. La direzione e le caratteristiche di fondo del processo sono state tuttavia le stesse nella quasi totalità dei casi.

La deregolamentazione ha accresciuto considerevolmente il ruolo delle forze del libero mercato nella determinazione delle opzioni possibili agli operatori economici. In parte allo scopo di limitare la concorrenza, verso la fine degli anni settanta in molti paesi esistevano ancora importanti restrizioni alla sfera d'attività e alla dislocazione e operatività geografica delle imprese finanziarie, talvolta integrate da massimali ai tassi sui depositi e/o dalla tolleranza ufficiale di accordi di tipo cartello. Al tempo stesso, erano sovente in vigore controlli sulle quantità e, in minor misura, sui tassi d'interesse dal lato degli impieghi, per lo più di riflesso ad approcci interventistici nell'attuazione della politica monetaria e come elementi residui di politiche di allocazione del credito. Agli inizi degli anni novanta molti di questi vincoli erano stati rimossi o resi altrimenti meno efficaci dagli sviluppi del mercato.

allentamento  
delle restrizioni ...

L'allentamento delle restrizioni sulle quantità, sui tassi d'interesse e sui prezzi è stato particolarmente di vasta portata. Nei primi anni novanta in nessuno dei maggiori paesi industriali permanevano massimali o altri controlli sostanziali sui prestiti. I vincoli di portafoglio per le banche erano divenuti rari e, ove ancora presenti, di modesta importanza; in diversi paesi erano state allentate le restrizioni di portafoglio poste agli investitori istituzionali come i fondi pensione e le imprese di assicurazione. In generale erano stati ridotti i coefficienti di riserva obbligatoria e rimossi in gran parte i controlli sulle transazioni valutarie e sui movimenti di capitali internazionali. Le restrizioni sui tassi attivi erano ormai cosa del passato e soltanto pochi paesi, fra i quali in particolare il Giappone, mantenevano vincoli significativi sui tassi dei depositi al dettaglio o commissioni di intermediazione fisse. In un contesto di assai maggiore libertà il rafforzamento dei requisiti prudenziali di adeguatezza patrimoniale veniva ormai percepito come il principale vincolo normativo posto alle scelte di portafoglio delle banche.

... su quantità,  
tassi d'interesse  
e prezzi ...

Anche le restrizioni alla dislocazione geografica e alla sfera operativa delle istituzioni finanziarie erano state ridotte considerevolmente, sebbene in quest'area il processo non fosse altrettanto avanzato. Molti paesi avevano iniziato a smantellare la compartimentazione dei propri sistemi creditizi ampliando la gamma delle operazioni di impiego e di provvista consentite e uniformando le altre restrizioni poste ai bilanci delle istituzioni creditizie. Laddove era stata presente, appariva intaccata la separatezza fra l'attività bancaria commerciale e di investimento mobiliare, mentre nei paesi in cui permanevano tali barriere, segnatamente Stati Uniti e Giappone, le rispettive istituzioni mostravano di partecipare attivamente all'estero a quelle attività che erano loro precluse in patria. Anche se la deregolamentazione era in generale più limitata nel settore delle assicurazioni, agli inizi degli anni novanta alcuni paesi, specie in Europa, avevano allentato le restrizioni poste alla combinazione dell'attività assicurativa con quella bancaria. Sia a livello internazionale sia entro i confini dei vari paesi risultava ampliato l'ambito geografico dell'attività delle istituzioni finanziarie, essendo stati allentati o erosi gli ostacoli alla libertà di insediamento.

... nonché sulla  
articolazione  
geografica  
e operativa;

Durante il passato decennio si è fortemente arricchito il ventaglio degli strumenti finanziari disponibili. Nel 1980 erano una ristretta minoranza i paesi che disponevano di mercati ben consolidati in buoni del Tesoro, certificati di

maggiore diffe-  
renziamento ...



Espansione di taluni mercati di strumenti finanziari derivati						
Strumenti	1986	1987	1988	1989	1990	1991
	ammontare nominale di capitale in miliardi di dollari USA <sup>1</sup>					
Strumenti negoziati presso borse	583	724	1.300	1.762	2.284	3.518
opzioni e futures di tasso d'interesse	516	609	1.174	1.588	2.054	3.231
opzioni e futures valutari	49	74	60	66	72	77
opzioni e futures su indici azionari	18	41	66	108	158	210
Strumenti negoziati fuori borsa	500	867	1.330	2.402	3.451	4.080 <sup>2,3</sup>
swaps di tasso d'interesse	400 <sup>2</sup>	683	1.010	1.503	2.312	2.750 <sup>2,3</sup>
swaps di valuta e swaps combinati di valuta e d'interesse <sup>4</sup>	100 <sup>2</sup>	184	320	449	578	700 <sup>2,3</sup>
altri <sup>4,5</sup>	—	—	—	450	561	630 <sup>2,3</sup>
Totale generale	1.083	1.591	2.630	4.164	5.735	6.900 <sup>2,3</sup>
<i>Per memoria:</i>						
<i>rapporto fra totale generale e:</i>						
<i>attività internazionali<sup>6</sup> delle banche dichiaranti alla BRI</i>						
	0,27	0,31	0,47	0,64	0,76	1,00 <sup>7</sup>
<i>PIL dei paesi OCSE</i>						
	0,10	0,13	0,19	0,29	0,35	0,40 <sup>7</sup>

<sup>1</sup> Importi in essere a fine anno. <sup>2</sup> Stima. <sup>3</sup> Giugno. <sup>4</sup> Corretto per tener conto della rilevazione di entrambe le valute. <sup>5</sup> Caps, floors, collars e swaptions. <sup>6</sup> Attività sull'estero e attività sull'interno in valuta estera. <sup>7</sup> Stima sulla base dei dati di giugno.

Fonti: Futures Industry Association; International Swap Dealers Association; varie borse di futures e opzioni a livello mondiale; elaborazioni BRI.

deposito e *commercial paper*; nel 1991 la situazione era invertita. Sulla scia del progresso nella tecnologia informatica e della teoria finanziaria applicata si è anche assistito alla rapida diffusione di strumenti sofisticati come *futures*, opzioni, *swaps* e loro combinazioni (tabella precedente). Di pari passo con la rapida espansione dei mercati fuori borsa, un crescente numero di paesi si è dotato di sedi organizzate per la contrattazione di alcuni di questi strumenti. Mentre nel 1980 solo gli Stati Uniti e i Paesi Bassi disponevano di borse valori per i *futures* e le opzioni, nel 1991 pochissimi paesi industriali ne erano totalmente sprovvisti. In misura crescente gli strumenti del mercato parallelo sono stati adattati alle specifiche esigenze di investitori, mutuatari e intermediari.

Con l'ampliarsi della gamma degli strumenti finanziari, una parte crescente di essi è divenuta negoziabile. L'accumulazione del debito pubblico ha conferito ampiezza e spessore ai mercati dei titoli di stato a breve e a lungo termine. Anche i mutuatari privati, sia finanziari che non finanziari, hanno avuto la tendenza a fare maggiormente ricorso all'emissione di strumenti negoziabili per finanziarsi. L'utilizzo di *commercial paper*, certificati di deposito, obbligazioni a tasso variabile, obbligazioni ordinarie, azioni e strumenti collegati si è accresciuto rapidamente a scapito dei depositi e prestiti tradizionali. In alcuni paesi, e in particolare negli Stati Uniti, le banche e le imprese hanno iniziato a mettere in *pool* i propri crediti per poterli negoziare sul mercato. Le contrattazioni in strumenti derivati si sono sostituite a quelle assai più costose nei titoli sottostanti.

... e maggiore negoziabilità degli strumenti finanziari;

Transazioni internazionali in obbligazioni e azioni <sup>1</sup>					
Paesi	1970	1975	1980	1985	1990
	in percentuale sul PIL				
Stati Uniti	2,8	4,2	9,3	36,4	92,5
Giappone	n.d.	1,5	7,0	60,5	118,6
Germania	3,3	5,1	7,5	33,9	57,5
Francia	n.d.	n.d.	8,4 <sup>2</sup>	21,4	53,3
Italia	n.d.	0,9	1,1	4,0	26,7
Regno Unito	n.d.	n.d.	n.d.	367,5	690,1
Canada	5,7	3,3	9,6	26,7	63,8

<sup>1</sup> Acquisti e vendite di titoli su base lorda fra residenti e non residenti. <sup>2</sup> 1982.  
Fonte: dati nazionali di bilancia dei pagamenti.

Durante il periodo in questione i vari mercati nazionali sono divenuti sempre più integrati fra di loro e con quelli esteri. Con l'allentamento delle restrizioni alle transazioni valutarie e alla libertà d'insediamento si sono intensificati i flussi internazionali di capitali ed è aumentato il numero delle istituzioni operanti in centri esteri (tabella precedente). L'espansione delle possibilità di arbitraggio, per effetto della creazione di nuovi strumenti e della riduzione dei costi di trattamento informatico e di telecomunicazione, ha accresciuto la reattività degli operatori ai differenziali di prezzo e alle disparità di trattamento fiscale e normativo. D'altra parte, nella misura in cui i regimi normativi hanno avuto un'evoluzione convergente e sono divenuti meno restrittivi, le distinzioni fra i mercati interni e *offshore* si sono fatte sempre meno nette.

In diversi paesi, specie nei principali centri finanziari, questi sviluppi si sono accompagnati a una maggiore istituzionalizzazione del risparmio (tabella seguente). La più elevata quota di risparmio incanalata verso i fondi pensione, le società di assicurazione e altri schemi di investimento collettivi ha favorito l'espansione ed una maggiore sofisticatezza dei mercati dei titoli. Il graduale passaggio delle istituzioni da strategie di investimento statiche a tecniche di indicizzazione del portafoglio o a forme più attive di negoziazione ha sottoposto a forte sollecitazione le procedure e gli ordinamenti esistenti sui mercati, i quali

integrazione dei mercati interni ed esteri;

istituzionalizzazione del risparmio;

La crescita degli investitori istituzionali									
Paesi	Fondi pensione e assicurazioni vita			Istituzioni di investimento collettivo			Totale		
	1980	1985	1990	1980	1985	1990	1980	1985	1990
	attività finanziarie in % sulla ricchezza finanziaria complessiva delle famiglie								
Stati Uniti	17,8	21,1	23,5	2,2	5,0	7,7	20,0	26,0	31,2
Giappone	13,8	16,6	20,8	1,8	3,6	5,6	15,6	20,2	26,4
Germania	19,4	24,2	27,1	3,2	4,8	8,1	22,6	29,0	35,1
Francia	8,0	11,2	14,7	2,7	12,4	21,7	10,6	23,6	36,3
Italia <sup>1,2</sup>	1,6	0,9	3,2 <sup>3</sup>	n.d.	2,1	2,9 <sup>3</sup>	n.d.	2,9	6,1 <sup>3</sup>
Regno Unito <sup>1</sup>	39,9	49,9	53,7 <sup>3</sup>	1,6	3,1	4,9 <sup>3</sup>	41,5	53,1	58,6 <sup>3</sup>
Canada	19,4	23,3	26,7	1,0	1,6	3,0	20,4	24,9	29,7

<sup>1</sup> Attività totali. <sup>2</sup> A valore contabile. <sup>3</sup> 1989.  
Fonte: statistiche nazionali.



sono ora chiamati ad assorbire richieste di transazioni potenzialmente maggiori e più concentrate. La loro spinta verso la diversificazione internazionale ha costituito uno dei fattori primari dell'internazionalizzazione e integrazione dei mercati.

crescita dell'indebitamento;

Per gli operatori non finanziari, in particolare le famiglie, l'allentarsi dei vincoli finanziari ha coinciso con un aumento alquanto generalizzato dell'indebitamento in rapporto al reddito corrente (tabella seguente). Questo fenomeno si è tendenzialmente accompagnato a un analogo incremento del loro investimento finanziario e a una più attiva gestione delle attività e delle passività. La maggiore sofisticatezza e importanza assunta dai dipartimenti finanziari delle grandi società è forse la manifestazione più esplicita di questo processo.

despecializzazione delle istituzioni;

Presso gli intermediari finanziari l'allentamento dei vincoli ha favorito una tendenza alla despecializzazione, in quanto le istituzioni hanno esteso il proprio ambito operativo a un crescente numero di attività. Sempre più comune si è fatta la presenza di complesse strutture a conglomerato, spesso con un'articolazione territoriale multinazionale. Tali gruppi associano tipicamente i tradizionali servizi bancari a una varietà di operazioni in titoli e, più di recente, alla prestazione di servizi assicurativi.

In tale contesto la natura dell'attività bancaria è mutata sotto vari aspetti. Sebbene la raccolta di depositi e l'erogazione di prestiti continuino generalmente a rappresentare il nucleo dell'attività, una quota più elevata del reddito tende a provenire da fonti diverse dal margine netto di interessi (tabella a pagina 208), fra cui la negoziazione e l'intermediazione mobiliare, il collocamento di emissioni, l'attività di consulenza finanziaria e l'apprestamento di liquidità sussidiaria e di garanzie fideiussorie. Attraverso tali linee creditizie di appoggio e il loro ruolo chiave nel meccanismo dei pagamenti le banche hanno sostenuto la crescita dei mercati dei valori mobiliari e degli strumenti derivati anche nei paesi in cui esse non erano abilitate a partecipare a determinate operazioni in titoli. In misura crescente le banche stesse hanno fatto un uso attivo degli strumenti derivati, segnatamente in luogo delle operazioni sul tradizionale mercato dei

Indebitamento del settore privato in alcuni paesi								
Paesi	Imprese non finanziarie				Famiglie			
	1975	1980	1985	1990	1975	1980	1985	1990
	in percentuale sul PNL/PIL				in percentuale sul reddito disponibile			
Stati Uniti	36	36	41	49	67	75	80	97
Giappone	94	86	101	135	45	59	70	96
Germania	66	68	73	74	62	76	88	84
Francia	63	57	60	69	52	56	54	69
Italia	n.d.	49	57	62	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Regno Unito	46	41	49	82	47	49	77	107
Canada	89	98	97	99	77	85	72	90
Australia <sup>1</sup>	87	87	109	138 <sup>2</sup>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Svezia	57	60	68	100	94	100	103	124

<sup>1</sup> Totale settore privato; esercizi finanziari. <sup>2</sup> 1988, poiché la serie è stata da allora interrotta.  
Fonte: statistiche nazionali.

depositi interbancari. In conseguenza di tali sviluppi una più larga parte delle loro esposizioni creditorie e di liquidità ha trovato espressione nelle poste "fuori bilancio".

aumento  
delle esposizioni  
fuori bilancio

I cambiamenti strutturali fondamentali intervenuti nel quadro normativo e tecnologico si sono tradotti in un'accresciuta pressione concorrenziale nei vari comparti operativi e, dato il favorevole clima macroeconomico, in una notevole espansione del settore finanziario (tabella a pagina 209). In un contesto di marcata instabilità dei tassi d'interesse, dei tassi di cambio e dei prezzi delle attività (si veda oltre), i cambiamenti hanno altresì favorito un'espansione senza precedenti delle operazioni e negoziazioni finanziarie (grafico a pagina 210). Questa espansione può in parte riscontrarsi nell'esplosione dell'ammontare dei pagamenti nel corso del passato decennio (grafico a pagina 211). Infatti, mentre le transazioni commerciali sono cresciute pressoché in linea con l'attività economica, la lievitazione delle transazioni finanziarie ha determinato un forte incremento del rapporto fra i pagamenti e il PIL.

Maggiore con-  
correnza...

...ed enorme  
aumento  
dei pagamenti

## Una valutazione della deregolamentazione e innovazione finanziaria

La deregolamentazione intervenuta a partire dagli anni settanta può essere in parte considerata come l'ultimo stadio di un processo a lungo termine di inversione della presenza pervasiva dei pubblici poteri nei sistemi finanziari che aveva caratterizzato gli anni dell'immediato dopoguerra. Tale processo è stato indotto dalla percezione che i vincoli posti all'attività finanziaria si stavano dimostrando inefficaci o addirittura fonte di gravi inefficienze nell'allocazione del capitale e nella conduzione della politica monetaria. La deregolamentazione ha in seguito acquistato una dinamica autonoma, in quanto l'eliminazione di restrizioni in taluni ambiti ha dato adito a pressioni per il loro allentamento in altre aree.

Ragioni della  
deregolamen-  
tazione

Spesso la spinta al cambiamento è provenuta da difformità nel regime normativo. A livello nazionale, gli operatori o i segmenti di mercato meno regolamentati avevano potuto crescere e prosperare a scapito di quelli soggetti a maggiori restrizioni. Sul piano internazionale, la rimozione dei controlli valutari in taluni paesi aveva minato l'efficacia di vincoli analoghi in altri. L'impatto delle

### Reddito bancario non da interessi<sup>1</sup>

Paesi	1980- 82	1984- 86	1989- 90	1990	Paesi	1980- 82	1984- 86	1989- 90	1990
Stati Uniti <sup>2</sup>	30,0	31,4	37,4	38,0	Belgio <sup>3</sup>	19,6	23,4	25,2	23,0
Giappone <sup>2,3</sup>	20,4	24,6	36,6	35,9	Finlandia	48,8	58,3	50,4	46,9
Germania <sup>2</sup>	30,6	28,6	34,3	34,9	Paesi Bassi	25,0	24,7	30,0	29,7
Francia <sup>2</sup>	14,6	15,3	24,4	24,9	Norvegia	27,3	35,2	29,5	25,9
Italia	26,0	30,3	26,3	26,8	Spagna <sup>2</sup>	15,7	18,1	20,7	22,3
Regno Unito <sup>2</sup>	28,5	36,9	39,7	41,1	Svezia	29,8	33,5	27,4	26,2
Canada <sup>3</sup>	21,6 <sup>4</sup>	23,7	30,1	31,0	Svizzera	46,6	47,5	50,0	49,1
Australia <sup>3</sup>	32,1	33,5	33,9	34,0					

<sup>1</sup> Quota dei proventi non da interessi sull'utile lordo delle banche commerciali; i dati dei vari paesi non sono del tutto omogenei.

<sup>2</sup> Grandi banche commerciali. <sup>3</sup> Esercizi finanziari. <sup>4</sup> 1982.

Fonti: per l'Australia, Reserve Bank of Australia; per gli altri paesi, OCSE e stime BRI.



Indicatori della crescita del settore finanziario						
Paesi	Quota sull'occupazione totale			Quota sul valore aggiunto <sup>1</sup>		
	1970	1979	1989	1970	1979	1989
Stati Uniti	3,8	4,2	4,8	4,1	4,5	5,7 <sup>2</sup>
Giappone	2,6	2,8	3,4	4,5	4,9	5,6
Germania	2,3	2,8	3,1 <sup>3</sup>	3,1	4,2	5,0
Francia	n.d.	12,6 <sup>4</sup>	16,1 <sup>4</sup>	3,3	3,5	4,7
Italia	1,6	1,6	1,8	2,9	3,9	4,4
Regno Unito <sup>4</sup>	6,0 <sup>5</sup>	7,0	11,4	12,5	14,8	20,0
Canada	n.d.	4,8 <sup>4,6</sup>	5,2 <sup>4</sup>	1,9	1,8	2,3 <sup>2</sup>
Australia <sup>4</sup>	7,1	8,1	11,0 <sup>3</sup>	8,5	9,0	12,1
Belgio	3,2 <sup>7</sup>	3,4	4,1	3,2 <sup>7</sup>	4,2	5,9
Finlandia	2,4 <sup>8</sup>	2,5	3,1	3,1 <sup>8</sup>	3,0	3,9
Norvegia	1,9	2,2	3,0	2,3	3,1	4,4
Paesi Bassi	n.d.	3,5	3,8	2,9	4,5	4,9 <sup>2</sup>
Spagna	n.d.	2,2	2,5	3,5	5,7 <sup>9</sup>	6,5
Svezia	n.d.	1,7 <sup>9</sup>	2,0	n.d.	3,1 <sup>9</sup>	4,4
Svizzera	2,7	4,2	5,3	4,6	5,8 <sup>7</sup>	10,1 <sup>10</sup>

<sup>1</sup> PNL/PIL più produzione imputata di servizi del credito, a prezzi correnti (per la Francia, prezzi del 1980). <sup>2</sup> 1987. <sup>3</sup> 1988. <sup>4</sup> Compresi servizi di gestione immobiliare e servizi di impresa. <sup>5</sup> 1971. <sup>6</sup> 1983. <sup>7</sup> 1975. <sup>8</sup> 1976. <sup>9</sup> 1980. <sup>10</sup> 1985.

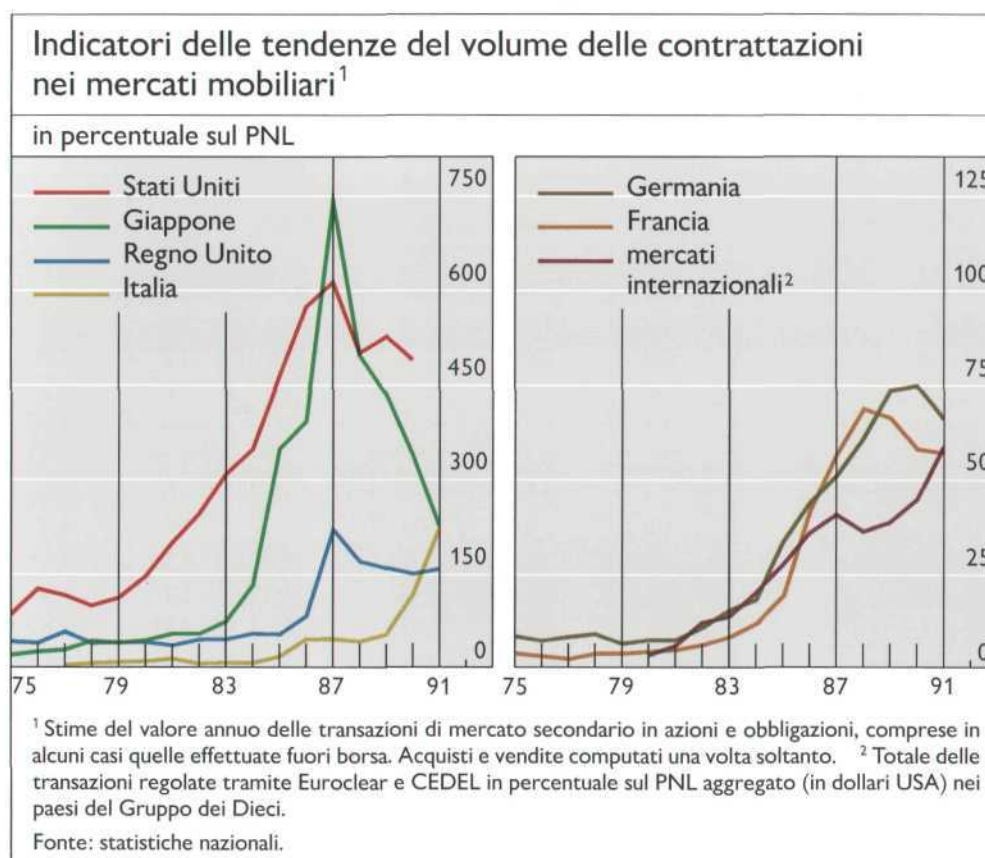
Fonti: OCSE; statistiche nazionali; stime BRI.

difformità normative era stato rafforzato dal clima macroeconomico presente negli ultimi anni settanta e nei primi anni ottanta, allorché il contesto inflazionistico e la susseguente azione antinflazionistica avevano contribuito ad aumentare i livelli dei tassi d'interesse. I più elevati tassi hanno quindi ulteriormente incoraggiato la disintermediazione dei settori più regolamentati e l'elusione dei vincoli, sia all'interno sia a livello internazionale. Con il diffondersi della deregolamentazione e la maggiore integrazione dei mercati, il rischio di veder pregiudicata la competitività internazionale delle istituzioni nazionali è divenuto un possente fattore di stimolo. Talvolta hanno avuto un ruolo significativo anche gli impegni esterni assunti in connessione di accordi internazionali o sovranazionali, come nel caso dell'accordo yen-dollaro del 1984 e della normativa relativa al mercato unico comunitario.

Il peso relativo della deregolamentazione promossa dalle autorità e dell'innovazione indotta dal mercato ha differito fortemente a seconda dei paesi, in funzione della restrittività delle normative e del margine di autonomia consentito dagli ordinamenti giuridici nazionali. Comunque, a prescindere dalla causa prossima e dalla forma del cambiamento, il processo non ha disatteso la promessa di un settore finanziario più snello ed efficiente, maggiormente adatto a soddisfare le mutevoli esigenze degli investitori e dei prenditori di fondi. Il principale meccanismo attraverso il quale questi obiettivi sarebbero stati raggiunti è consistito in un più ampio margine di manovra per il libero gioco delle forze di mercato, a scapito dei controlli amministrativi, e nel connesso intensificarsi delle pressioni concorrenziali.

Benefici...

Per molti aspetti i benefici attesi della deregolamentazione si sono realizzati. I fornitori originari e gli utilizzatori finali di fondi hanno potuto fruire di migliori condizioni sotto forma di una più vasta e più redditizia gamma di attività



finanziarie in cui investire e di un più facile e meno costoso accesso al finanziamento esterno. Il venir meno dei controlli valutari ha permesso una maggiore diversificazione dei portafogli. Il più ampio ventaglio di strumenti finanziari ha consentito una migliore distribuzione e gestione del rischio. La riduzione dei costi transattivi ha accresciuto la liquidità dei mercati mobiliari. Il capitale può ora fluire con maggiore libertà verso forme d'impiego più remunerative.

Le questioni più ardue riguardano i costi sopportati per ottenere tali benefici. Vi è la diffusa percezione che deregolamentazione e innovazione si siano accompagnate a una maggiore instabilità finanziaria, sotto forma sia di "eccessive" fluttuazioni dei prezzi delle attività, sia di acute difficoltà nelle istituzioni finanziarie. Se così è, sussiste un nesso causale fra i due fenomeni? E questo nesso è una caratteristica del processo di transizione oppure del contesto finanziario che si è venuto a creare? Si sarebbe potuta spezzare o attenuare la correlazione con una politica più appropriata?

Nel trascorso decennio i prezzi delle attività e i tassi di cambio hanno attraversato periodi di forti fluttuazioni (grafico a pagina 212). I timori non riguardano tanto l'instabilità a breve termine: poiché le informazioni si trasmettono più velocemente e diffusamente, reazioni di prezzo più rapide sono naturali e, se non smisurate, relativamente innocue. L'attenzione si è piuttosto incentrata sulle oscillazioni di lungo periodo, specie allorché i prezzi paiono discostarsi da una valutazione realistica dei livelli sostenibili, e sulla connessa possibilità di brusche e disordinate cadute dei corsi. Tali distorsioni comportano maggiori costi potenziali in termini di cattiva allocazione delle risorse e la gravosa revisione di decisioni non corrette, mentre i crolli evocano lo spettro di una più

... e costi potenziali della deregolamentazione

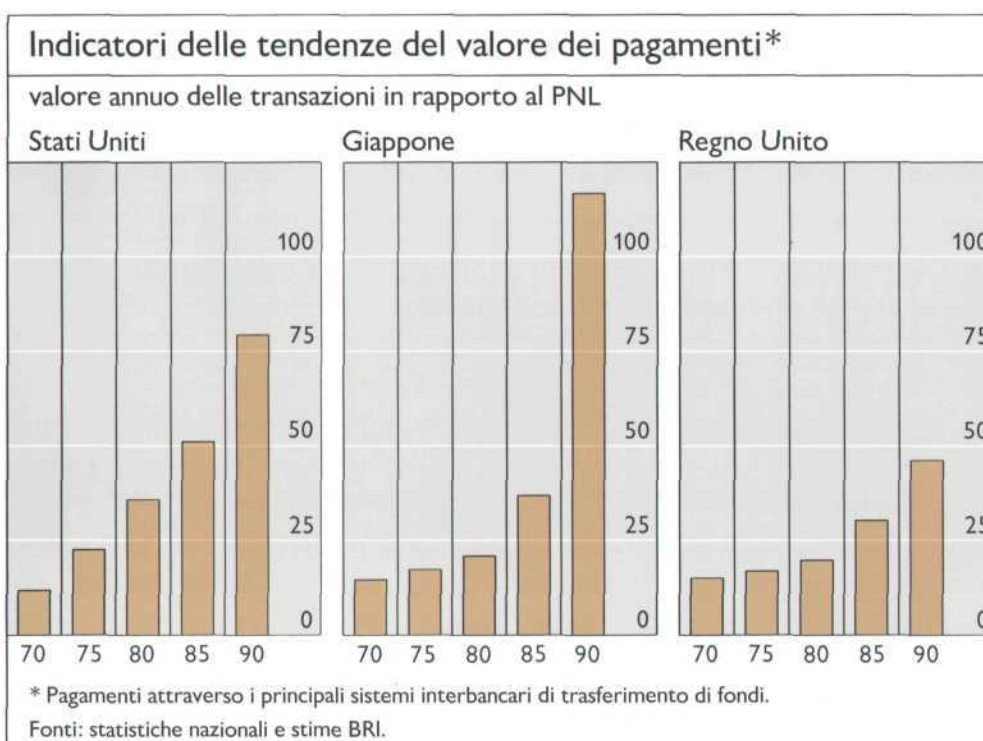
Segni di instabilità finanziaria

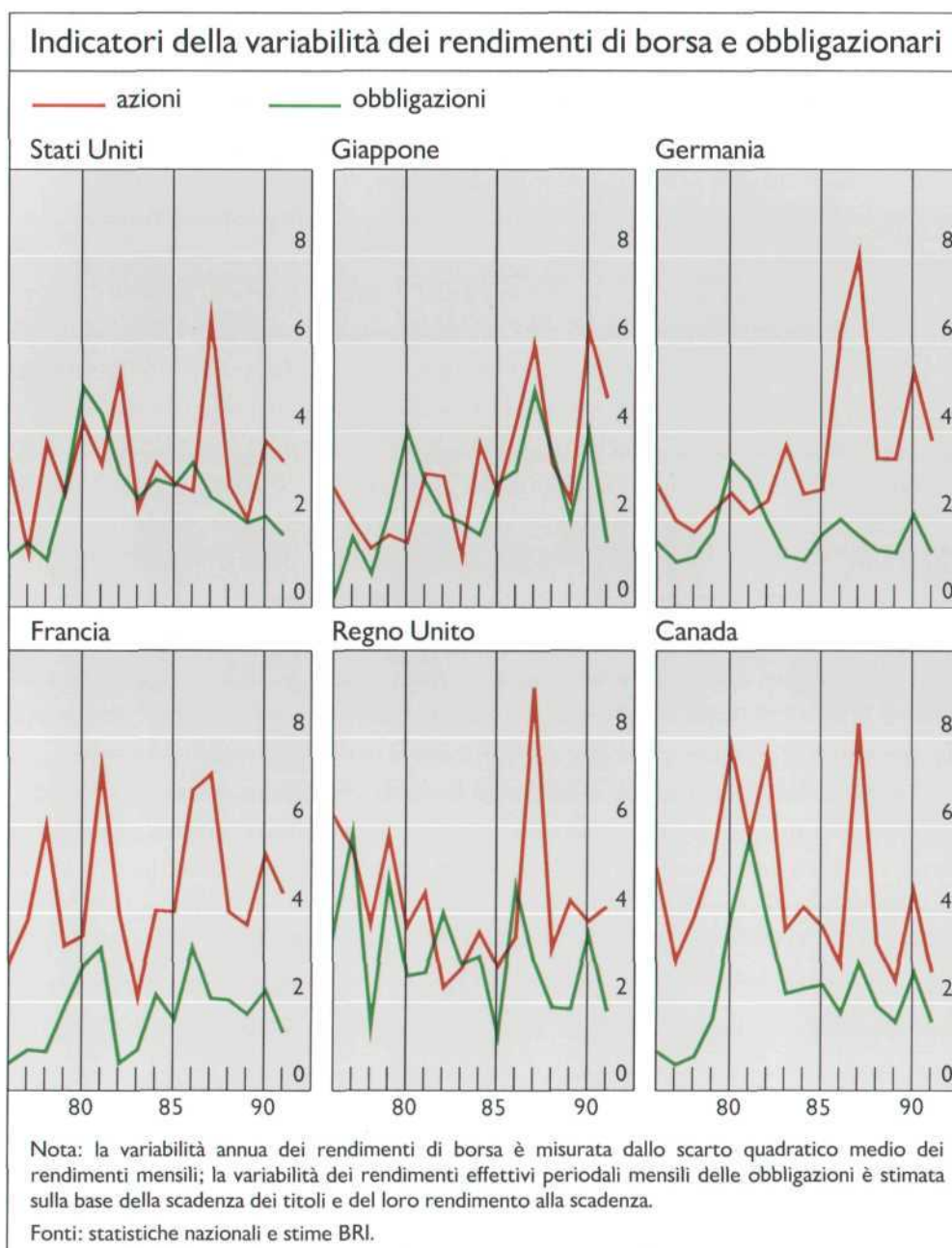


diffusa instabilità sistemica. Nel trascorso decennio si è assistito a diversi casi in cui i prezzi finanziari hanno manifestamente assunto una dinamica a sé: la sopravvalutazione del dollaro della metà degli anni ottanta, il crollo mondiale dei corsi azionari nell'ottobre 1987 e la mini-crisi due anni dopo, nonché il forte e più prolungato ciclo dei corsi azionari in Giappone. In questo paese, e in minor misura in altri, anche i prezzi degli immobili hanno subito cospicui movimenti di medio periodo.

Dagli inizi degli anni ottanta si sono avuti diversi importanti episodi di acute difficoltà di imprese finanziarie. Con l'indebolirsi dell'attività economica verso la fine del decennio, in taluni paesi gli intermediari creditizi hanno vissuto il periodo più duro fin dall'epoca della diffusa instabilità degli anni compresi fra le due guerre. Negli Stati Uniti i problemi incontrati dalle banche hanno reso necessario il ricorso al denaro pubblico per integrare i fondi di assicurazione bancari, venendosi così ad aggiungere ai problemi connessi con la precedente crisi delle casse di risparmio. Il settore bancario norvegese si è trovato in gravi difficoltà. Agli inizi degli anni novanta, si sono manifestate tensioni anche in Svezia, Finlandia, Australia e Giappone, a livello sia delle banche sia delle istituzioni creditizie non bancarie; e i declassamenti di merito creditizio sono stati notevolmente più generalizzati. Inoltre la crisi debitoria dei PVS nei primi anni ottanta ha inficiato per gran parte del decennio la qualità dei crediti di varie banche attive internazionalmente.

L'instabilità dei prezzi delle attività e la situazione critica di molte istituzioni finanziarie sono chiaramente interconnesse, giacché queste ultime detengono attività o erogano prestiti a fronte di esse. In particolare, poiché le banche in diversi paesi hanno accresciuto le operazioni in titoli e l'esposizione sul mercato immobiliare, la loro situazione reddituale e finanziaria è divenuta più sensibile alle fluttuazioni dei prezzi (tabella di pagina 213). Le perdite accusate nelle operazioni in titoli a partire dalla metà degli anni ottanta e, soprattutto, la debolezza dei





mercati immobiliari hanno avuto un ruolo importante nel determinare i problemi incontrati negli ultimi tempi da molte istituzioni.

Retrospectivamente appare chiaro come l'instabilità osservata abbia avuto una componente di errato giudizio collettivo. La crisi borsistica del 1987 è stata una chiara illustrazione dell'illusione di liquidità e ha fatto comprendere come quest'ultima sia solo in parte una proprietà dell'ordinamento del mercato, giacché essa si fonda in definitiva sulla disparità delle percezioni a riguardo del valore delle attività. La crisi debitoria dei PVS ha avuto come presupposto una valutazione eccessivamente ottimistica del rischio sovrano. I recenti problemi concernenti i crediti erogati per le ristrutturazioni finanziarie di società note come "highly leveraged transactions" (HLT) traggono origine da un giudizio troppo favorevole, da parte sia dei mutuatari sia dei prestatori, circa la capacità delle società di sostenere oneri debitori senza precedenti storici. Le perdite a fronte dei prestiti

Fattori alla base dell'instabilità:



immobiliari sono derivate da un mal riposto ottimismo a riguardo dei valori delle proprietà e quindi della solidità delle garanzie.

In questo senso, i meccanismi alla base della recente instabilità non sono nuovi. Inoltre, l'euforia generale che ha alimentato molti di tali eccessi era in parte un prodotto derivato della vigorosa e protratta espansione economica del passato decennio. Al tempo stesso, i cambiamenti intervenuti nel contesto finanziario hanno contribuito a rendere maggiormente probabili siffatti errori collettivi di giudizio, nonché ad aggravare e diffondere a livello internazionale le loro implicazioni.

L'accresciuta internazionalizzazione e integrazione del settore finanziario comporta che gli *shocks* siano trasmessi più facilmente e rapidamente al di là delle frontiere nazionali, da un mercato all'altro o fra le varie unità della stessa istituzione. Basti pensare alla natura planetaria delle crisi borsistiche del 1987 e 1989, all'importanza degli investimenti internazionali in alcuni dei più esuberanti mercati immobiliari, o alle pesanti perdite subite da istituzioni estere nei mercati dei titoli, delle HLT e della proprietà immobiliare.

intensificata  
concorrenza;

Le maggiori pressioni concorrenziali cui hanno dato libero corso la deregolamentazione e l'innovazione hanno progressivamente eroso il margine di sicurezza fornito da rendite protette e hanno reso più variabili i profitti, in quanto taluni operatori o settori hanno guadagnato a scapito di altri. Le stesse pressioni concorrenziali hanno incoraggiato l'accettazione di maggiori rischi. Inoltre, la consapevole assunzione di rischio, nonché la politica di prezzi non remunerativi e di sovraespansione sono state favorite dalla tendenza a dare priorità ad aggressivi obiettivi di crescita rispetto alla redditività del capitale investito, spesso al fine di conquistare una posizione preminente in un nuovo mercato oppure di compensare una perdita di terreno in altri. La pratica comune di valutare le prestazioni sulla scorta dei valori medi e il timore di "rimanere indietro" hanno contribuito ad alimentare l'uniformità di giudizio, amplificando potenzialmente gli errori individuali.

Prestiti immobiliari delle banche in alcuni paesi <sup>1</sup>									
Paesi	1980	1985	1987	1991	Paesi	1982	1985	1987	1991
	in percentuale sul totale dei crediti in essere					in percentuale sui crediti al settore privato			
Stati Uniti					Canada	30	33	39	49
totale	28	29	34	42	Francia	28	29	29	31
immobili non residenziali	10	13	17	17	Germania	44	46	45	40
Regno Unito					Norvegia	51 <sup>2</sup>	48	41	52
totale	12	19	23	31 <sup>3</sup>	Portogallo	23	28	33	32
immobili non residenziali <sup>4</sup>	7	7	8	12 <sup>3</sup>	Spagna	19 <sup>2</sup>	19	20	29
Giappone <sup>5</sup>	11	13	15	17	Svizzera	27	28	29	34 <sup>6</sup>

<sup>1</sup> I dati non sono pienamente raffrontabili fra i vari paesi. <sup>2</sup> 1983. <sup>3</sup> Discontinuità nella serie a causa dell'inclusione di una "building society" trasformata in banca. <sup>4</sup> Imprese edilizie e società immobiliari. <sup>5</sup> Imprese edilizie e società di gestione immobiliare. <sup>6</sup> 1990.

Fonti: statistiche nazionali e stime BRI.

Alcuni di questi elementi sono parte integrante della concorrenza. Tuttavia essi assumono un rilievo ben maggiore durante la transizione da un sistema protetto a un contesto competitivo, ossia da un sistema in cui le imprese operano esclusivamente in mercati ad esse familiari, seguendo procedure ben sperimentate, ad uno in cui si applicano nuove regole del gioco. Tutti gli operatori economici, siano essi istituzioni finanziarie, imprese non finanziarie o soggetti privati, necessitano di tempo per imparare ad agire in un nuovo ambiente.

difficoltà di  
aggiustamento;

Praticamente tutti gli episodi di instabilità osservati negli ultimi anni recavano in sé elementi del tipo ora descritto. Basti menzionare il forte aumento del debito in seguito all'allentamento dei vincoli posti al credito, che ha facilitato l'investimento in attività reali e finanziarie e il finanziamento della spesa talvolta oltre i limiti sostenibili, ponendo le premesse per susseguenti difficoltà finanziarie e penosi aggiustamenti di bilancio; oppure, su scala più modesta, l'esperienza del "Big Bang" nel Regno Unito; o ancora, la limitata comprensione delle relazioni intercorrenti fra i mercati a termine e quelli a pronti, delle sollecitazioni cui sono state sottoposte, da parte dei nuovi strumenti derivati, la capacità di negoziazione e le procedure di trattamento degli ordini nei mercati sottostanti, nonché delle implicazioni sistemiche delle tecniche di copertura dinamica del tipo *portfolio insurance*; tutti fattori questi che hanno avuto un ruolo primario nella crisi borsistica del 1987 a New York.

Pertanto, vi è chiaramente il rischio di attribuire un'eccessiva responsabilità al processo di deregolamentazione e innovazione in sé come determinante dell'instabilità finanziaria osservata. I germi delle recenti turbolenze possono spesso essere individuati nelle condizioni iniziali, nella lunga tradizione di controlli sulle scelte di portafoglio, di operatività e di prezzo. Vi hanno inoltre svolto un ruolo significativo le politiche sia macro sia microeconomiche.

In alcuni casi i controlli diretti si erano tradotti in configurazioni di portafoglio inadatte al nuovo contesto di forte variabilità nei tassi d'interesse e nei prezzi delle attività, come è accaduto per le casse di risparmio americane. In altri, essi avevano impedito una diversificazione di fondo, come avviene tuttora per i divieti posti all'articolazione territoriale delle banche negli Stati Uniti. Più in generale tali controlli avevano favorito gravose strutture di costo, e avevano lasciato le istituzioni impreparate ad agire, a valutare i rischi e a formulare i prezzi in un contesto liberalizzato e più competitivo. Inoltre, le condizioni di minore chiarezza in cui aveva luogo in molti paesi l'intermediazione finanziaria prima della deregolamentazione, soprattutto a causa del pesante coinvolgimento dei poteri pubblici e della minore trasparenza delle informazioni, rendono problematica una corretta valutazione del precedente stato di disequilibrio finanziario.

La politica macroeconomica si è spesso rivelata carente. Talvolta essa non è riuscita ad assicurare un ambiente sufficientemente stabile. L'inflazione degli anni settanta, ad esempio, ha creato le premesse del brusco innalzamento e della forte variabilità dei tassi d'interesse nei primi anni ottanta, che a loro volta hanno dato origine ai problemi di molti istituti creditizi e mutuatari pesantemente indebitati. In alcuni casi la politica macroeconomica non ha inoltre saputo affiancare al processo di deregolamentazione le necessarie misure di salvaguardia. In diversi paesi, ad esempio, la politica monetaria relativamente permissiva che ha

e politiche  
inadeguate



accompagnato la deregolamentazione ha permesso un eccessivo dilatarsi delle esposizioni sia dei prestatori sia dei mutuatari; per converso, la disciplina monetaria di cui hanno fruito i paesi partecipanti agli AEC pare aver contribuito a limitare alcuni degli eccessi osservati altrove.

Anche la politica microeconomica è stata deficiente per taluni aspetti. Criteri spesso generosi di deducibilità degli interessi passivi a fini fiscali hanno incoraggiato la crescita dell'indebitamento, in particolare in taluni paesi nordici. In alcuni casi la disomogeneità dei controlli e dei requisiti prudenziali si è tradotta in un'insufficiente prevenzione dei comportamenti incauti e dell'eccessiva concentrazione dei rischi, come mostrano i gravi problemi incontrati dagli enti creditizi non bancari in Svezia e Giappone. In altri, la presenza di esplicite o implicite reti di salvataggio verosimilmente troppo generose ha stimolato l'assunzione di rischi, come è avvenuto per le casse di risparmio statunitensi. Più in generale, il rafforzamento della vigilanza prudenziale è stato talora in ritardo rispetto ai cambiamenti del contesto finanziario.

Come nel caso degli operatori del mercato, ed essenzialmente per le stesse ragioni, è stata la transizione verso un contesto deregolamentato a porre le più ardue sfide di politica economica. In molti paesi la struttura finanziaria in rapido mutamento ha reso più incerta l'interpretazione del comportamento sia dei tassi d'interesse sia degli aggregati monetari e creditizi, complicando la formulazione e l'attuazione della politica monetaria. A livello microeconomico, in certi casi la velocità e la portata della deregolamentazione ha sottoposto la vigilanza prudenziale a sollecitazioni inaspettatamente gravose.

Se tale analisi è corretta, la conclusione da trarre è che i benefici della deregolamentazione e innovazione finanziaria meritano che ci si adoperi per realizzarli. Essi non sono tuttavia un bene gratuito; e i costi per il loro ottenimento sono stati sottostimati. Il nuovo paesaggio finanziario offre notevoli opportunità ma comporta anche corrispondenti rischi. Per riuscire ad assicurare e preservare i benefici minimizzando al tempo stesso i costi sono necessarie soprattutto prudenti politiche macro e microeconomiche, specie nel campo della politica monetaria e della vigilanza.

### Le sfide immediate

Due sfide tra loro connesse si profilano in tutta evidenza negli anni a venire. La prima concerne l'eliminazione dell'eccesso di capacità presente in molti segmenti del settore finanziario, in parte a seguito della rapida espansione degli anni ottanta. La seconda consiste nell'aggiustamento ad un contesto finanziario in cui il capitale è divenuto una risorsa più scarsa, in quanto le prospettive reddituali meno favorevoli e l'erosione della base di capitale di molte istituzioni hanno coinciso con un inasprimento dei requisiti patrimoniali. L'attuale clima macroeconomico meno propizio o addirittura ostile, unitamente all'emergere, in molti paesi, di acute tensioni nei mercati degli strumenti creditizi e delle attività, rende ancora più difficile il compito che si pone al sistema finanziario.

La crisi del mercato azionario del 1987, la successiva forte correzione al ribasso dei corsi in Giappone e il diffuso rallentamento dell'attività economica al volgere del decennio hanno contribuito a evidenziare il bisogno di ridimensionamento e consolidamento in vaste parti del settore finanziario.

Insegnamenti  
da trarre

Necessità di  
consolidamento...

Questo bisogno è manifesto nel comparto dell'intermediazione mobiliare, soprattutto nei maggiori centri finanziari e mercati internazionali. La priorità accordata all'espansione dell'attività, con scarso riguardo ai costi, negli anni di forte crescita economica e la lotta per la conquista di quote di mercato sulla scia della liberalizzazione hanno ridotto la redditività di molti operatori al disotto di quelli che sono generalmente considerati come livelli sostenibili di lungo periodo. La ripresa dei profitti nel 1991 nei paesi beneficianti di più bassi tassi d'interesse a lunga e di mercati azionari in ascesa ha portato un auspicato sollievo, ma è improbabile che essa abbia modificato sostanzialmente il quadro d'insieme.

...nell'attività di intermediazione mobiliare ...

L'esigenza di consolidamento sussiste anche in talune branche del settore bancario. In alcuni paesi le pressioni a più lungo termine sulla redditività possono essere individuate nel declino dei margini di profitto contabili: nel 1990 questi risultavano inferiori, o pressoché uguali, a quelli della recessione del 1980-82, sebbene in genere il rallentamento dell'attività economica non fosse altrettanto pronunciato (tabella seguente). In un maggior numero di paesi tali pressioni trovano riflesso nell'andamento dei corsi delle azioni bancarie che, a differenza di quanto osservato negli anni settanta, nel passato decennio sono rimasti alquanto indietro rispetto agli indici complessivi di borsa (tabella di pagina 218). Più in generale, anche tenendo conto delle forti differenze fra i vari paesi nel profilo temporale e nella portata del processo di intensificazione della concorrenza, in presenza di un clima macroeconomico meno favorevole le spinte concorrenziali stanno forzando molte banche al consolidamento. Ciò vale a prescindere dal fatto che la competizione provenga dall'interno del settore o dal di fuori di esso, da altri intermediari, da mercati finanziari aperti o persino da imprese non finanziarie (si veda la 61a Relazione annuale).

...e nel settore bancario

In ampia misura il necessario ridimensionamento è il risultato di sviluppi trascorsi; tuttavia, in parte esso avviene in previsione di futuri cambiamenti nel contesto finanziario. La deregolamentazione e l'internazionalizzazione dei mercati dei capitali non hanno ancora compiuto per intero il loro corso. In alcuni casi i cambiamenti sono troppo recenti perché ne possa essere sentito appieno

Margini di profitto delle banche <sup>1</sup>									
Paesi	1980-82	1984-86	1989-90	1990	Paesi	1980-82	1984-86	1989-90	1990
Stati Uniti <sup>2</sup>	0,83	0,83	0,61	0,59	Belgio <sup>3</sup>	0,34	0,39	0,26	0,33
Giappone <sup>2,3</sup>	0,40	0,46	0,40	0,33	Finlandia	0,49	0,55	0,22	0,21
Germania <sup>2</sup>	0,50	0,97	0,88	0,83	Paesi Bassi	0,31	0,66	0,59	0,53
Francia <sup>2</sup>	0,34	0,21	0,33	0,31	Norvegia	0,63	0,75	-0,43	-1,02
Italia	0,68	0,96	1,19	1,24	Spagna <sup>2</sup>	1,09	0,92	1,75	1,72
Regno Unito <sup>2</sup>	1,04	1,05	0,28	0,59	Svezia <sup>4</sup>	0,38	0,55	0,34	0,22
Canada <sup>3</sup>	0,63	0,74	0,96	1,22	Svizzera	0,65	0,71	0,64	0,53
Australia <sup>3</sup>	1,41	1,33	1,20	0,94					

<sup>1</sup> Utile lordo d'imposta in rapporto al valore medio dell'attivo delle banche commerciali; dati non pienamente raffrontabili a livello dei paesi. <sup>2</sup> Grandi banche commerciali. <sup>3</sup> Esercizi finanziari. <sup>4</sup> Una discontinuità nella serie nel 1986 ha comportato un considerevole aumento dei margini di profitto nello stesso anno e in quelli successivi rispetto al periodo 1980-85.

Fonti: per l'Australia, Reserve Bank of Australia; per gli altri paesi, stime OCSE e BRI.



Il consolidamento  
è iniziato...

l'impatto; ciò vale ad esempio per la rimozione dei vincoli all'articolazione degli sportelli in Italia, la riforma dei mercati mobiliari in diversi paesi europei e l'ulteriore desegmentazione del settore finanziario in Canada. In altri casi il processo è lungi dall'essere compiuto, come in Giappone o a livello della Comunità europea.

Il consolidamento è già iniziato in diversi comparti, in quanto le imprese si sforzano di ridurre l'offerta di servizi finanziari e/o il costo per produrli. Sono visibili indicazioni di un inasprimento delle condizioni di prestito e di un ampliamento degli *spreads* sia sui mercati internazionali sia in quei paesi dove a una rapida espansione dei crediti ha fatto seguito un netto deterioramento qualitativo dell'attivo. La disillusione a riguardo della despecializzazione e dell'espansione all'estero ha indotto taluni operatori a concentrarsi nuovamente sulla sfera operativa primaria e a ritirarsi da certi mercati. Sono osservabili crescenti spinte a ridurre le costose reti di filiali e – specie nel settore mobiliare – il personale addetto. Un numero sempre maggiore di istituzioni abbandona il mercato attraverso fusioni che preconizzano una riorganizzazione interna. Tutti questi elementi sono sintomi di una riscoperta della redditività come parametro chiave nella valutazione dei risultati gestionali, a scapito della mera dimensione o crescita del volume di attività.

La necessaria ristrutturazione pone serie sfide sia agli operatori sia alle autorità. I ritiri volontari dal mercato possono essere frenati dall'impossibilità di recuperare i costi sopportati per entrarvi e dal timore di pregiudicare la propria reputazione. Specie nel settore bancario le strutture di costo paiono mostrare una certa rigidità. Dalle fusioni ci si può attendere la nascita di organismi più snelli, maggiormente in grado di cogliere i benefici delle economie di scala e di gamma, ma di fatto le esperienze del passato indicano come tali vantaggi siano spesso difficili da realizzare. I responsabili delle politiche, per parte loro, sono chiamati a gestire il processo in modo da limitare il pericolo di un ritiro disordinato. Questo rischio è particolarmente grave allorché interi settori vedono pregiudicata la loro ragion d'essere da cambiamenti del quadro normativo, come è avvenuto per talune istituzioni creditizie specializzate in precedenza protette, e allorché la passata espansione si è tradotta in un degradamento dell'attivo. Il compito dei responsabili delle politiche non consiste soltanto in un rafforzamento della vigilanza prudenziale e nella gestione di crisi, bensì anche nella rimozione delle barriere giuridiche e di altra natura al necessario processo di consolidamento, come è esemplificato dalle recenti o imminenti modifiche legislative in Italia e in Giappone.

... promosso  
dai requisiti  
patrimoniali

Il rafforzamento dei requisiti patrimoniali ha costituito un fattore rilevante nel promuovere il consolidamento nel settore bancario. Esso ha indotto a ricollocare in posizione preminente la redditività come criterio guida della politica gestionale e come parametro di successo; ha sottoposto le banche alla ricerca di fondi allo scrutinio dei mercati finanziari; ha stimolato la compressione dei costi e una riconsiderazione strategica degli ambiti operativi e delle aree geografiche di attività; infine, ha fornito un incentivo ulteriore alla fusione di istituzioni per la messa in comune di risorse di capitale.

L'influsso dei requisiti patrimoniali sulle scelte gestionali delle banche è dipeso dalle condizioni di partenza e dall'evoluzione qualitativa dei portafogli. Per talune banche, come ad esempio molti grandi istituti tedeschi e svizzeri, la

Andamenti di lungo periodo dei corsi delle azioni bancarie									
Paesi	1970	1980– 82	1984– 86	1992 1° trim.	Paesi	1970	1980– 82	1984– 86	1992 1° trim.
	indice bancario/indice generale, 1980 = 100					indice bancario/indice generale, 1980 = 100			
Stati Uniti	142	111	120	71	Belgio <sup>1</sup>	110	97	92	93
Giappone <sup>1</sup>	71	103	149 <sup>2</sup>	169 <sup>2</sup>	Finlandia	84	98	84	45
Germania	95	95	85	79	Paesi Bassi <sup>1</sup>	n.d.	92	77	56
Italia	n.d.	139	96	83	Norvegia	101	103	67	7
Regno Unito	85	97	90	85	Spagna	56	112	78	83
Canada	113	106	107	133	Svezia	69	99	84	54
Australia	103	131	153	151	Svizzera	64	99	92	59

<sup>1</sup> Comprese altre istituzioni finanziarie.    <sup>2</sup> L'aumento fra il 1983 e il 1987, allorché il rapporto ha toccato il valore 202, è in gran parte dovuto al venir meno delle disposizioni restrittive miranti a controllare i prezzi delle azioni bancarie.

Fonte: borse valori nazionali.

base di capitale era generalmente sufficiente e quindi essi non hanno costituito un vincolo rilevante. Per altre, come talune banche francesi e italiane, la proprietà pubblica in presenza di restrizioni alle finanze statali ha ridotto la disponibilità di capitale esterno, da cui il ricorso alla permuta di azioni con altre imprese del settore pubblico (Francia) oppure i cambiamenti normativi che consentono l'accesso ad altri canali di finanziamento azionario esterno (Italia). L'impatto è stato massimo su quegli istituti che accusavano un netto deterioramento nella qualità dei loro impieghi, specie alcune delle maggiori banche statunitensi, le banche di vari paesi nordici e le istituzioni giapponesi, giacché l'accresciuto fabbisogno di capitale ha coinciso con una minore disponibilità del mercato a fornirlo. In Giappone l'impatto è stato acuito dalla forte correzione al ribasso dei corsi azionari, dato l'ampio ricorso delle banche alle riserve di rivalutazione.

L'incidenza dei requisiti patrimoniali è verosimilmente più forte durante il periodo di aggiustamento, non da ultimo a causa dell'attuale sfavorevole clima macroeconomico, che tende ad accrescere le esigenze di accantonamento. E' allora che le sollecitazioni sugli assetti di portafoglio sono massime. Il loro influsso dovrebbe tuttavia protrarsi oltre e rappresentare una caratteristica permanente del nuovo paesaggio finanziario. Essendosi allentati gli altri vincoli sulle scelte di portafoglio, i requisiti patrimoniali diventano un significativo fattore di regolazione delle decisioni di prezzo e di investimento delle banche. In quanto tali essi assumeranno probabilmente crescente rilevanza anche come determinanti della competitività delle banche nei vari centri di mercato e, soprattutto, rispetto ad altre istituzioni finanziarie. Inoltre, accrescendo il ricorso al finanziamento sul mercato dei capitali, i requisiti patrimoniali potrebbero favorire una maggiore convergenza delle prescrizioni contabili e di trasparenza delle informazioni, un'area questa in cui persistono profonde diversità a livello internazionale.

### Le sfide a più lungo termine

Negli anni a venire i responsabili delle politiche continueranno a essere chiamati a valutare la portata, i meccanismi e i limiti dell'intervento dei poteri pubblici nel settore finanziario. Sarebbe chiaramente futile formulare ipotesi sull'esito di



Approcci  
contrastanti nella  
determinazione  
delle strutture  
finanziarie ...

tale valutazione, che dipenderà inevitabilmente da sviluppi imprevedibili. Nondimeno, appare possibile individuare alcuni dei punti critici che potrebbero assumere crescente rilevanza alla luce dei cambiamenti strutturali già intervenuti o che si prevede abbiano luogo nel prossimo futuro.

Un importante aspetto degli anni novanta sarà costituito dagli approcci contrastanti seguiti nel modellare le strutture finanziarie negli Stati Uniti, in Giappone e nella Comunità europea.

Negli Stati Uniti l'approccio legislativo è stato essenzialmente di tipo reattivo, mostrando una propensione al mantenimento dello *status quo*. Gli insegnamenti contraddittori tratti da precedenti crisi a riguardo dei meriti della deregolamentazione, una radicata diffidenza verso la concentrazione del potere economico, nonché la natura del processo politico, sono tutti fattori che hanno congiuntamente contribuito a bloccare il progresso nell'allentamento delle rimanenti restrizioni all'articolazione geografica e funzionale dell'attività delle banche previsto dalla recente proposta di legge del governo. In siffatto contesto la determinante primaria della conformazione del sistema finanziario potrebbe essere costituita dalle innovazioni volte ad alleviare i vincoli esistenti. In passato si sono avuti esempi di siffatto processo nella sindacazione e subcessione di prestiti, che ha consentito alle banche commerciali di effettuare operazioni paragonabili a quelle delle *investment banks*; oppure nello sviluppo dei *junk bonds*, che ha permesso a taluni investitori istituzionali, altrimenti non abilitati, di detenere titoli con caratteristiche analoghe alle azioni.

Il Giappone, partendo da una struttura assai più regolamentata, ha optato per un approccio gradualistico alla liberalizzazione che rispecchia la necessità di ricercare il consenso sulle riforme e mira a evitare forti dislocazioni. Sono previsti vari importanti cambiamenti, fra cui la desegmentazione del sistema creditizio, l'abbassamento delle barriere fra attività bancaria commerciale e di investimento mobiliare, lo sviluppo dei mercati finanziari interni, il completamento della deregolamentazione dei tassi sui depositi e la liberalizzazione delle commissioni di intermediazione.

Nella Comunità europea la creazione del mercato unico dei servizi finanziari è probabilmente destinata a mettere pienamente alla prova le libere forze di mercato e la concorrenza. Subordinatamente all'armonizzazione dei requisiti "essenziali" di vigilanza, tale mercato si basa sul principio del "riconoscimento reciproco" delle leggi, regole e procedure nazionali, e quindi della concorrenza fra di esse. Il progetto del mercato unico non pone limitazioni geografiche all'attività delle imprese finanziarie, né significative restrizioni alla loro sfera operativa.

... e pressioni per  
una convergenza

Nonostante tali differenze, è probabile che continuino a sussistere certe pressioni per l'ulteriore convergenza delle strutture finanziarie. I progressi nella tecnologia dell'informazione e delle telecomunicazioni dovrebbero ridurre i costi per l'offerta e la rilocalizzazione internazionale di servizi finanziari e accrescere quindi sempre più la sostituibilità dei servizi nazionali. Ciò può favorire la convergenza esponendo alla concorrenza le strutture meno efficienti, aumentando le richieste di parità di condizioni operative e penalizzando i regimi regolamentativi, giuridici e fiscali nazionali meno vantaggiosi. Il potenziale pericolo di una competizione fra i sistemi basata sul lassismo rende tanto più auspicabile il coordinamento internazionale.

La salvaguardia dell'integrità del sistema finanziario rimarrà uno dei compiti primari dei responsabili delle politiche. Durante il passato decennio sono stati già compiuti importanti sforzi per rafforzare il quadro di vigilanza prudenziale quale necessario complemento della deregolamentazione strutturale. Tuttavia molto resta ancora da fare per tenere conto delle nuove realtà del mercato.

A seguito dei cambiamenti nella struttura e nel funzionamento del sistema finanziario, sono mutate sotto vari aspetti la natura e le modalità di trasmissione del rischio sistemico. Come si vedrà più oltre, questi cambiamenti hanno accresciuto l'importanza sia dei sistemi di pagamento e regolamento sia dei rischi di mercato, hanno decisamente aumentato la velocità con cui possono diffondersi le turbolenze e hanno accentuato il ruolo della liquidità come linfa vitale dell'attività finanziaria. Essi hanno altresì complicato la soluzione dei problemi rendendo più opachi i mercati e le istituzioni e meno omogenei i partecipanti.

I sistemi di pagamento e regolamento hanno da sempre costituito il canale istituzionale primario nella propagazione di crisi sistemiche, tipicamente innescate dall'incapacità di una o più istituzioni di regolare le proprie obbligazioni. Ma l'enorme crescita del volume delle transazioni finanziarie e dei connessi flussi di regolamento negli ultimi quindici anni ha radicalmente alterato la dimensione dei rischi. Questi tendono a concentrarsi nei sistemi per il trasferimento di fondi interbancari di grande ammontare che sorreggono l'attività finanziaria. Le banche partecipanti a tali sistemi incorrono oggi in esposizioni infragiornaliere di credito e di liquidità senza precedenti, potenzialmente maggiori e spesso meno sorvegliate e controllate di quelle che tradizionalmente appaiono dai loro bilanci. In linea di principio, ciò acuisce la vulnerabilità del sistema nel caso di inadempienza di un partecipante o di disfunzioni tecniche e accresce il pericolo di un "effetto cascata". Le ramificazioni internazionali del fallimento della Bankhaus Herstatt nel 1974 – sebbene le esposizioni fossero allora assai più ridotte –, l'avaria tecnica prodottasi alla Bank of New York nel 1985, e persino la difficile liquidazione delle operazioni della Drexel nel 1990, hanno contribuito ad aumentare la consapevolezza della portata di tali rischi.

Con il rapido sviluppo dei mercati dei titoli e degli strumenti derivati, nonché dei contratti in cambi, le istituzioni sono divenute molto più esposte ai rischi di mercato. Le fluttuazioni del valore corrente delle attività costituiscono un più importante fattore e canale di trasmissione di potenziali *shocks*. Ciò ha stimolato l'adozione di procedure di gestione del rischio basate generalmente sulla copertura mediante strumenti derivati e ha parimenti evidenziato l'importanza dell'ordinato funzionamento dei mercati in presenza di condizioni avverse, ossia l'esigenza che i prezzi continuino ad essere quotati e le transazioni eseguite e regolate. Poiché le posizioni sono in misura crescente assunte su diversi mercati, i problemi in un segmento possono rapidamente trasmettersi ad altri. La crisi borsistica del 1987 è un chiaro esempio di come una notevole diffomità delle procedure operative fra mercati di strumenti altamente sostituibili possa avere effetti destabilizzanti, in quanto essa si traduce in velocità di reazione dei prezzi assai diverse, in sospensioni non coordinate delle transazioni e in un'eccessiva domanda di finanziamento. Ad esempio, l'insolvenza di un importante *market-maker* in uno dei mercati paralleli degli strumenti derivati potrebbe senz'altro avere gravi ramificazioni.

Mutamenti nella natura del rischio sistemico:

sistemi di pagamento e regolamento;

rischi di mercato;



velocità di  
trasmissione delle  
perturbazioni;

La trasmissione delle perturbazioni nei mercati finanziari è stata tradizionalmente rapida, ma la sua velocità e portata sono sensibilmente aumentate a seguito degli sviluppi della tecnologia informatica e dell'integrazione dei segmenti del mercato. Il generalizzato ritiro di depositi da parte della clientela al dettaglio non costituisce più un serio pericolo come fattore scatenante di crisi, anche in virtù degli schemi di tutela dei depositi approntati in molti paesi. Il potenziale canale primario è rappresentato dal brusco prosciugarsi della liquidità sui mercati all'ingrosso o dalla non volontà di attivare transazioni con una data istituzione allorché le controparti la considerano di dubbia solvibilità. Le difficoltà della Bank of New England nel liquidare contratti derivati in essere per miliardi di dollari costituisce un esempio perspicuo. Il limitato tempo disponibile per prendere decisioni in un'eventuale situazione di turbolenza del mercato, unitamente alla dimensione delle esposizioni, accentua il rischio di un generale ritiro dai mercati e rende più arduo il compito delle istituzioni che sono responsabili della loro integrità.

importanza  
della liquidità;

Alla luce di tali considerazioni si può ritenere che la predisposizione di liquidità è divenuta una più importante funzione nel nuovo contesto finanziario. Ciò potrebbe apparire un po' paradossale, visto che la maggiore negoziabilità degli strumenti dovrebbe in linea di principio ridurre il bisogno di fonti di finanziamento esterne. Inoltre, le caratteristiche di molti strumenti derivati limitano i flussi di regolamento. In pratica, tuttavia, i mercati dei titoli e dei prodotti derivati ben difficilmente potrebbero funzionare senza un adeguato supporto di liquidità: è la capacità dei contraenti di regolare le proprie posizioni, nonché la fiducia nella capacità delle controparti di fare altrettanto, a sorreggere le contrattazioni. Di conseguenza, in quanto principale fonte di fondi prontamente disponibili, le banche mantengono un ruolo cardine nell'attività finanziaria, anche nei paesi in cui, sulla base degli indicatori del grado di intermediazione, la loro importanza nel sistema appare diminuita. Eventuali dubbi a riguardo dovrebbero essere stati dissipati dall'esperienza del *crash* di borsa del 1987, che ha messo in evidenza l'esigenza di mantenere linee di credito aperte agli operatori in titoli e strumenti derivati al fine di evitare crisi sistemiche.

opacità  
dei mercati;

Per molti aspetti i mercati finanziari sono divenuti più opachi, sia per i partecipanti sia per gli organi di vigilanza. Molto è stato fatto naturalmente per migliorarne la trasparenza. Tuttavia è aumentata l'opacità a riguardo degli strumenti, delle interrelazioni fra i vari strumenti e mercati, e della struttura organizzativa delle istituzioni. L'esatta comprensione dei nuovi strumenti finanziari e delle nuove tecniche di contrattazione è appannaggio di un numero alquanto ristretto di persone, mentre le relazioni fra i vari strumenti e comparti e la loro vulnerabilità di fronte al mutare delle condizioni del mercato risultano di più difficile interpretazione e sono state sperimentate soltanto in pochi casi isolati. Sebbene i partecipanti possano essere in grado di valutare la propria esposizione, per essi è divenuto sempre più arduo formarsi un'opinione sulle esposizioni complessive delle loro controparti e sulla concentrazione del mercato. Quest'evoluzione è osservabile ad esempio nel mercato interbancario, a causa dell'assai maggiore ricorso agli strumenti derivati negoziati fuori borsa. La crescente complessità delle strutture organizzative, esemplificata dall'emergere dei conglomerati finanziari nazionali e internazionali, rende più problematica la valutazione della solidità

di un'istituzione e delle sue sub-unità. Come ha mostrato di recente l'affare BCCI, nel settore bancario la globalizzazione finanziaria ha lasciato un ampio margine di manovra per la creazione di nebulose strutture societarie. In siffatte condizioni la valutazione del rischio, specie del rischio di controparte, si è fatta notevolmente più difficile.

Con il venir meno delle barriere all'entrata e con il crescere dei mercati la composizione dei partecipanti nei singoli segmenti di mercato è divenuta più eterogenea. Di conseguenza, è aumentata la rilevanza delle differenze in termini di dimensione, di obiettivi, di culture imprenditoriali e di vincoli normativi. Questa evoluzione, particolarmente visibile nei maggiori centri finanziari internazionali, ha posto due problemi fra di loro connessi. Da un lato, essa ha avuto la tendenza ad accrescere la probabilità di una concorrenza ineguale fra le istituzioni. Dall'altro, ha intaccato le prescrizioni prudenziali informali, ostacolando nel contempo il formarsi di un'autoregolamentazione, ovvero pregiudicandone l'efficacia, a causa delle diversità degli interessi implicati.

eterogeneità  
dei partecipanti

La mutata natura del rischio sistemico ha posto le autorità di fronte ad almeno quattro sfide. Le prime tre corrispondono alle linee di difesa fondamentali che si possono erigere per fronteggiare il pericolo di una crisi: la regolamentazione e vigilanza prudenziale delle singole istituzioni; la predisposizione di meccanismi di controllo a livello di sistema; le tecniche di gestione delle crisi. La quarta concerne un aspetto vitale di tutte le linee di difesa, ossia l'equilibrio fra intervento dei pubblici poteri e disciplina di mercato.

Le quattro sfide:

Affrontando alle radici il pericolo di un'eccessiva assunzione di rischio, la regolamentazione e vigilanza prudenziale delle singole istituzioni può contribuire in modo sostanziale a scongiurare l'emergenza di perturbazioni sistemiche. Quale che sia la sua impostazione essa deve cimentarsi con una serie di questioni.

vigilanza  
prudenziale  
sulle singole  
istituzioni;

Il sistema dovrebbe in linea di principio applicarsi almeno a quelle imprese finanziarie il cui fallimento potrebbe innescare una crisi sistemica. Vi è inevitabilmente un certo disaccordo sulla portata pratica di tale enunciazione, sebbene la passata esperienza indichi come un ambito di applicazione limitato alle "banche" possa non essere sufficiente. Vi è altresì la diffusa consapevolezza che, nonostante i decisi progressi compiuti durante l'ultimo decennio nell'ampliare tale ambito di applicazione, a livello sia nazionale sia internazionale, sussistono ancora diverse lacune sul piano della vigilanza. Forse la più evidente è quella che consente a certe imprese di intermediazione mobiliare di effettuare determinati tipi di attività per il tramite di affiliate non soggette a supervisione.

In parte collegata è la questione se la vigilanza debba essere effettuata o meno su una *base consolidata*. Il significato esatto del termine è suscettibile di diverse interpretazioni, ma il problema di fondo è se si possa fare affidamento sulla capitalizzazione indipendente di unità all'interno dello stesso gruppo finanziario, eventualmente combinata con "paratie stagne" dirette a limitare il trasferimento di risorse di capitale, per isolare queste unità dal resto del gruppo in caso di serie difficoltà finanziarie. Le esperienze recenti, come quelle del fallimento della Drexel negli Stati Uniti e della British and Commonwealth nel Regno Unito, mostrano che l'atteggiamento del mercato e le interdipendenze di gruppo compromettono l'effettiva separatezza. Il mancato consolidamento può quindi inficiare la valutazione della reale solidità delle imprese finanziarie e dare altresì



luogo a lacune nella vigilanza. Il consolidamento nella supervisione bancaria rappresenta oggi una pratica normale in virtù dell'azione concertata internazionale posta in essere agli inizi degli anni ottanta. Per contro, esso non costituisce ancora un principio generalmente accettato nella vigilanza sull'attività in campo mobiliare e assicurativo. Inoltre, la sua applicazione a organismi che abbracciano una gamma assai differenziata di attività comporta numerose difficoltà concettuali.

La questione della *ripartizione delle responsabilità* e del *coordinamento dell'azione* fra i vari organi di vigilanza ha assunto una maggiore importanza in seguito alla despecializzazione e all'internazionalizzazione degli operatori. Le autorità nazionali continuano ad avere disparità di vedute circa i meriti della centralizzazione delle responsabilità di vigilanza, e su questo disaccordo influisce notevolmente l'evoluzione storica del quadro giuridico, ad esempio per quanto riguarda la possibilità di combinare le operazioni bancarie commerciali con quelle di intermediazione mobiliare. Vi è consenso invece sulla necessità di un'ulteriore cooperazione a livello nazionale e internazionale a riguardo della precisa attribuzione delle responsabilità, dello scambio di informazioni e – in minor misura – della maggiore coerenza dei metodi di vigilanza. La cooperazione fra gli organi di vigilanza bancaria è stata considerevolmente intensificata negli anni ottanta, come testimonia il Concordato di Basilea e il successivo accordo sui coefficienti patrimoniali minimi. A partire dagli ultimi anni del passato decennio ha cominciato a prendere forma la cooperazione fra le autorità di controllo e regolamentazione in campo bancario, mobiliare e, più di recente, assicurativo.

Per quanto riguarda la *metodologia della vigilanza*, la questione dell'adeguatezza patrimoniale ha assunto una nuova dimensione dopo la metà degli anni ottanta. Nel settore bancario l'Accordo di Basilea sui coefficienti patrimoniali ha mirato a rafforzare le banche contro l'insorgere di perdite, segnatamente attraverso un più equilibrato trattamento del rischio creditizio e l'inclusione delle esposizioni fuori bilancio nello schema di misurazione, nonché a ridurre le disparità concorrenziali derivanti dalle differenti prescrizioni nazionali. Negli anni novanta si dovrebbe assistere all'estensione dell'accordo ai rischi di mercato e di tasso d'interesse, la quale comporta peraltro complessi problemi tecnici. Sono in corso lavori, sia in ambito comunitario sia a livello più ampio, per realizzare una maggiore coerenza nei requisiti di vigilanza fra il settore bancario e quello degli operatori in titoli, allo scopo di ridurre la possibilità di arbitraggi basati su disparità normative. Nonostante le marcate differenze negli approcci concettuali (si veda la 60a Relazione annuale) sono stati compiuti notevoli progressi, come testimonia l'intesa raggiunta agli inizi del 1992 nell'incontro fra il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e il Comitato tecnico dell'International Organisation of Securities Commissions. Non è chiaro tuttavia fino a che punto si possa pervenire ad una uniformità di criteri date le profonde differenze nella natura dell'attività.

meccanismi  
di controllo  
sistemico;

La vigilanza sulle singole istituzioni deve essere integrata con prescrizioni prudenziali a livello di sistema miranti a fronteggiare i problemi che possono derivare dai collegamenti fra le istituzioni e gli *shocks* generali. Questa seconda linea di difesa comporta tipicamente la messa in comune di risorse al fine di ripartire le perdite o di assicurare un supporto di liquidità esterno (ad esempio gli

schemi di tutela assicurativa per i piccoli depositi). Essa può altresì prevedere meccanismi per il rilevamento e il controllo delle esposizioni aggregate dei partecipanti a determinati sub-sistemi (ad esempio in talune sezioni di borsa). Una delle sfide che si porranno negli anni novanta consisterà nell'elaborare siffatti meccanismi e nell'ampliarne la portata così da tener conto della crescente complessità delle relazioni finanziarie. In tale contesto hanno assoluta priorità gli schemi concernenti i sistemi di pagamento e regolamento, e in particolare i sistemi di trasferimento di fondi interbancari di grande ammontare, un ambito questo in cui sono già stati compiuti alcuni progressi dalla metà degli anni ottanta con l'introduzione di dispositivi di riduzione del rischio. Fra questi figurano l'apprestamento di schemi per la messa in comune di garanzie collaterali, per la ripartizione delle perdite o per la sorveglianza centralizzata e la limitazione delle esposizioni. Un'area connessa è quella degli schemi internazionali di compensazione interbancaria, miranti a ridurre i flussi di regolamento e le esposizioni reciproche in termini di credito e di liquidità, per i quali un recente rapporto delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci raccomanda una serie di requisiti minimi di sicurezza ed enuncia i principi per una sorveglianza cooperativa da parte delle banche centrali.

Nel caso in cui sopravvenga una crisi e questa non possa essere pienamente risolta mediante il meccanismo di sicurezza incorporato nel sistema, le autorità possono essere chiamate a intervenire per limitarne la portata e la gravità. Le modalità di questa terza linea di difesa varieranno a seconda delle cause e delle dimensioni dello squilibrio, dei settori colpiti e di altri fattori propri del paese in causa. Comunque, essa coinvolgerà spesso la banca centrale, in quanto istituzione presso cui risiede in definitiva il controllo della liquidità nel sistema. Il compito che si pone alle autorità è quello di adattare le loro tecniche di intervento al nuovo contesto finanziario, dove le cause degli *shocks* e quindi le occorrenze di liquidità possono essere più lontane dai loro "interlocutori privilegiati" (ossia le banche), dove la complessità delle interrelazioni di mercato e istituzionali può rendere problematica la valutazione circa la calibratura da dare all'intervento, e dove il tempo a disposizione per agire è assai minore che in passato. L'assolvimento di tale compito richiede una profonda conoscenza dei meccanismi e degli operatori del mercato.

Un punto chiave nel disegno del sistema di linee di difesa sta nel rapporto fra disciplina di mercato e intervento delle autorità. Il limite della disciplina di mercato è che essa può risultare insufficiente o può esplicarsi in modi non compatibili con la stabilità sistemica. Un inconveniente dell'intervento delle autorità è che in talune circostanze esso può rivelarsi controproducente, allorché dà ai partecipanti un falso senso di sicurezza, incoraggiandoli ad assumere ulteriori rischi; un problema questo spesso definito di "moral hazard".

Fra i vari paesi vi sono diversità quanto al rapporto fra coinvolgimento ufficiale e disciplina di mercato. Tuttavia, la tendenza recente d'insieme è stata nel senso di dare più spazio alla disciplina del mercato accrescendo parallelamente la vigilanza prudenziale. La ricerca di quest'equilibrio ha avuto un ruolo preminente nelle discussioni di politica economica negli Stati Uniti, dove i cambiamenti intervenuti nei sistemi di pagamento e di regolamento, un inasprimento degli schemi di assicurazione dei depositi e una riconsiderazione della dottrina del

gestione  
delle crisi;

rapporto  
fra disciplina  
di mercato  
e intervento  
dei poteri  
pubblici



"too big to fail" sono stati motivati dal convincimento che gli incentivi a un comportamento prudente erano stati per troppo tempo inibiti dalla presenza di "reti di salvataggio" eccessivamente generose e a buon mercato. Più in generale, il rafforzamento globale dei requisiti patrimoniali può parimenti essere visto come artefice di una maggiore disciplina di mercato. Sebbene tali requisiti costituiscano un vincolo esterno sulle scelte di portafoglio, inteso ad assicurare un margine di copertura per eventuali perdite future, il loro rafforzamento accresce altresì l'incentivo dei mercati finanziari a sorvegliare e disciplinare una data istituzione e fornisce loro in pari tempo uno strumento a tale scopo.

Lo spostare l'ago della bilancia verso la disciplina di mercato non è compito facile. Esso richiede una migliore trasparenza dell'informazione, la quale genera questioni controverse sulla scelta dei sistemi contabili e sulla natura e portata delle informazioni rese pubbliche. Ma soprattutto, la riduzione degli incentivi a un'eccessiva assunzione di rischi si basa sulla credibilità dell'impegno delle autorità a limitare al minimo indispensabile il loro intervento in caso di turbolenze. Tale credibilità è soltanto in parte una questione di normativa: nel complesso contesto finanziario attuale essa richiede necessariamente un certo grado di discrezionalità di parte ufficiale. Proprio come nel caso dell'impegno delle autorità monetarie in senso antinflazionistico, è necessario che essa venga comprovata da un'azione coerente.

Tuttavia, indipendentemente dall'efficacia dell'apparato messo in atto per far fronte al rischio sistemico, l'insegnamento da trarre dalla passata esperienza è che la chiave della stabilità finanziaria è nelle mani delle istituzioni stesse. Qualsiasi attività finanziaria, al fine di un suo successo durevole, implica non soltanto l'assunzione di rischi ma anche l'appropriata valorizzazione e gestione di tali rischi. In definitiva la migliore vigilanza è quella che inizia a casa propria.

Importanza  
della gestione  
interna  
del rischio

## IX. L'attività della Banca

### 1. La cooperazione tra le banche centrali e le 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 discusso le implicazioni, per i mercati internazionali dei capitali, dell'evoluzione nei mercati di talune attività, nonché il ruolo del credito bancario internazionale nel processo di transizione nei paesi dell'Europa orientale. Nel corso dell'anno il Comitato ha inoltre passato in rassegna gli sviluppi intervenuti e ha esaminato alcuni aspetti delle politiche nel campo delle relazioni interbancarie internazionali e dei mercati derivati. La Banca ha altresì continuato a raccogliere, elaborare e pubblicare dati statistici sull'andamento dell'attività bancaria internazionale e dei mercati finanziari internazionali.

Lo scorso anno il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha dato priorità a tre progetti. In primo luogo, in seguito alla vicenda della BCCI, il Comitato ha compiuto una disamina delle procedure di cooperazione per la vigilanza delle banche internazionali. E' probabile che una serie di requisiti minimi volti a rafforzare il Concordato di Basilea sarà pubblicata tra breve dai Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci. In secondo luogo, nell'ambito dell'attività con cui si è continuato a seguire i progressi nell'applicazione dell'Accordo di Basilea sui coefficienti patrimoniali del luglio 1988, è stato pubblicato un emendamento, nel novembre 1991, con cui vengono compresi nel patrimonio gli accantonamenti generali e le riserve generali per perdite su crediti. In terzo luogo, sono state raggiunte intese preliminari con il Comitato tecnico dell'Organizzazione internazionale delle Commissioni di borsa sull'introduzione di requisiti



patrimoniali minimi per i rischi di mercato cui sono esposte le banche e le società d'intermediazione mobiliare. E' previsto di sottoporre ufficialmente le proposte formulate in questo ambito al parere dei settori bancari e mobiliari nel corso del 1992. Nel giugno 1991 il Signor E. Gerald Corrigan, Presidente della Federal Reserve Bank di New York, è stato nominato Presidente del Comitato di Basilea in seguito al decesso di Huib J. Muller, che aveva presieduto il Comitato dall'ottobre 1988.

Il Servizio per i paesi dell'Europa orientale e gli organismi internazionali, istituito verso la metà del 1990, ha intensificato la propria attività di coordinamento dell'assistenza tecnica e di formazione professionale prestata dalle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e dell'Austria alle banche centrali dei paesi dell'Europa centrale. In stretta collaborazione con il Fondo Monetario Internazionale, quest'attività di coordinamento è stata estesa a un numero molto più ampio di banche centrali coadiuvanti e, dal lato dei beneficiari, alle banche centrali delle repubbliche dell'ex Unione Sovietica. Il Servizio ha partecipato a nome della BRI a missioni del FMI in questa regione. Nell'ambito della funzione svolta dalla Banca come centro di incontro per gli scambi di vedute tra i funzionari di banche centrali, il Servizio ha organizzato riunioni e seminari per rappresentanti delle banche centrali dei paesi industriali e dell'Europa orientale al fine di consentire uno scambio di informazioni sulle rispettive esperienze in ambiti specifici.

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento ha tenuto le sue regolari riunioni nel giugno e nel dicembre dello scorso anno. Esso ha continuato a seguire l'evoluzione degli schemi nazionali e internazionali di pagamento, compensazione e regolamento nei paesi del Gruppo dei Dieci. L'attenzione si è concentrata sulle infrastrutture esistenti e in corso di sviluppo che stabiliscono importanti collegamenti tra i sistemi di pagamento e di regolamento dei diversi paesi. Il Comitato ha inoltre esaminato i rapporti elaborati da gruppi di lavoro sulle modalità di consegna contro pagamento per il regolamento delle transazioni in titoli e le misure che le banche centrali potrebbero adottare, su base individuale o collegiale, per migliorare l'efficienza e ridurre i rischi derivanti dal regolamento di transazioni internazionali e multivalutarie.

Il Gruppo di esperti di informatica ha continuato a dedicare la propria attenzione alle questioni concernenti le telecomunicazioni, studiando in particolare le reti e i sistemi elaborativi che costituiscono l'infrastruttura tecnica dei principali sistemi di pagamento nei paesi del Gruppo dei Dieci; esso ha inoltre proceduto a uno studio sui collegamenti che le banche centrali intrattengono con altre banche e con i fornitori di servizi per lo scambio automatizzato di informazioni. Il suo gruppo di lavoro sulle questioni di sicurezza, oltre a integrare i lavori del Gruppo nelle due materie suddette dal punto di vista della sicurezza, ha intrapreso un'ulteriore analisi del fenomeno dei virus informatici e ha esaminato la dipendenza delle installazioni EAD dal contesto tecnico in cui esse operano.

Il Gruppo di esperti sulle questioni relative alla banca dei dati monetari ed economici ha continuato a concentrare la propria attenzione sulle possibilità di potenziamento dei servizi offerti dalla banca dei dati della BRI alle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci. Sono state esaminate le misure volte a migliorare la tempestività e il controllo di qualità delle serie statistiche e sono

state concordate nuove iniziative. Sono state esaminate questioni inerenti alla sicurezza dell'informazione, con particolare riferimento alle procedure di telecomunicazione a elevato livello tecnico con le istituzioni partecipanti. Per quanto concerne l'interesse delle banche centrali ad ampliare il campo di rilevazione delle statistiche della banca dei dati al fine di comprendere anche paesi esterni al Gruppo dei Dieci, la BRI ha potuto notificare sviluppi favorevoli nelle sue convenzioni bilaterali per lo scambio di dati con le banche centrali di tali paesi.

Il Comitato dei Governatori delle banche centrali degli stati membri della Comunità economica europea e il Consiglio dei Governatori del Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM), così come i loro sottocomitati e gruppi di lavoro, hanno continuato a riunirsi per lo più presso la BRI, dove è insediato anche il Segretariato permanente del Comitato dei Governatori. Tale Comitato rappresenta il principale consesso di cooperazione monetaria nella Comunità ed esso ha contribuito significativamente alla preparazione del Trattato sull'Unione europea, approvato dai Capi di stato e di governo a Maastricht nel dicembre 1991.

Conformemente al mandato, ampliato con Decisione del Consiglio delle Comunità europee del 12 marzo 1990, nell'aprile di quest'anno il Comitato dei Governatori ha pubblicato il suo primo Rapporto annuale sulle sue attività e sulle condizioni monetarie e finanziarie nella Comunità. Il Rapporto, che copre il periodo dal luglio 1990 al dicembre 1991, è stato trasmesso al Parlamento europeo, al Consiglio delle Comunità europee e al Consiglio europeo.

## 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 1991 al 31 marzo 1992 gli interventi effettuati dalle banche centrali dello SME nelle valute di altri paesi membri e contabilizzati presso il FECOM nel quadro del meccanismo di finanziamento a brevissimo termine sono ammontati a circa ECU 302 milioni.

Il volume di ECU emessi dal FECOM mediante operazioni trimestrali di swap con ciascuna delle banche centrali CEE firmatarie dell'Accordo del 13 marzo 1979 e con l'Istituto Monetario Lussemburghese è sceso leggermente, da ECU 46,6 miliardi il 1° aprile 1991 a ECU 46,3 miliardi il 31 marzo 1992.

Per quanto concerne le operazioni finanziarie attive e passive della Comunità ai sensi del Regolamento del Consiglio (CEE) N. 1969/88, che

\* Per una descrizione della struttura e delle funzioni del Fondo, si veda la cinquantaquattresima Relazione annuale, pagine 175-178.



modifica il meccanismo dei prestiti comunitari destinati al sostegno delle bilance dei pagamenti degli stati membri\*, i cui particolari sono riportati nella cinquantesima, cinquantasettesima e sessantunesima Relazione annuale rispettivamente alle pagine 183, 202 e 215–216, 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.

L'Agente ha inoltre effettuato le transazioni finanziarie connesse alle seguenti operazioni attinenti ai prestiti della Comunità a favore di questi due paesi:

– alla data di scadenza degli interessi del 26 luglio 1991, il rimborso anticipato da parte della Francia del prestito 1983–1993 per ECU 30.000.000 all'11,50% annuo, corrispondente alla terza *tranche* dell'emissione di *notes* 1983–87/90/93 per ECU 150.000.000 in tre *tranches*;

– alle seguenti date di scadenza finali, il rimborso da parte della Grecia dei prestiti di seguito indicati:

il 2 gennaio 1992, DM 30.000.000, 1987–1992 al 5,54% annuo, corrispondente al prestito bancario per lo stesso importo;

il 29 gennaio 1992, ECU 100.000.000, a tasso variabile 1988–1992 (seconda *tranche* del prestito 1988–91/92/93 per ECU 350.000.000 in tre *tranches*) corrispondente alla seconda *tranche* dell'emissione di *notes* a 7<sup>3</sup>/<sub>8</sub>% annuo per lo stesso ammontare;

il 21 febbraio 1992, DM 500.000.000, prestito a tasso variabile 1986–1992 corrispondente all'emissione di *notes* di uguale ammontare, e

il 25 febbraio 1992, ECU 150.000.000, prestito 1987–1992 al 7<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% annuo (prima *tranche* del prestito 1987–92/94 per ECU 350.000.000 in due *tranches*), corrispondente alla prima *tranche* dell'emissione di *notes* di uguale ammontare.

La tabella che segue riporta, alla data del 31 marzo 1992, il totale in essere delle operazioni di prestito della Comunità.

Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1992					
Paese mutuatario	Dollari USA	Marchi tedeschi	Franchi svizzeri	Yen	ECU
	in milioni				
Grecia	250	836	227	25.000	1.090

#### b) Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ECU privati

Dall'ottobre 1986 la Banca espleta inoltre le funzioni di Agente del sistema di compensazione e regolamento delle transazioni in ECU privati, in conformità dei successivi accordi stipulati tra l'Associazione Bancaria per l'ECU (ABE) di Parigi

\* 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.

e la BRI, di cui il più recente è entrato in vigore il 27 dicembre 1990\*. Le banche aderenti all'ABE possono ottenere la designazione di banche di compensazione sulla base dei criteri stabiliti da questo organismo. In seguito alla fusione tra la Algemene Bank Nederland N.V. e la Amsterdam-Rotterdam Bank N.V., avvenuta nel settembre 1991, il numero delle banche di compensazione ammontava a quarantaquattro alla data del 31 marzo 1992.

#### *c) Fiduciario per i prestiti governativi internazionali*

Come riferito negli anni precedenti fino al 1988, la Banca ha svolto le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni di conversione e di consolidamento emesse dal governo della Repubblica federale di Germania ai sensi dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953. Tali obbligazioni erano giunte definitivamente a scadenza nell'ottobre 1972 nel caso del Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes) e nel giugno 1980 nel caso del Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (Prestito Young). Per quanto concerne la garanzia di cambio per il Prestito Young ai sensi dell'Accordo di Londra, si rimanda alle pagine 171–173 della cinquantesima Relazione annuale, pubblicata nel giugno 1980.

In seguito alla riunificazione della Germania, il 3 ottobre 1990, e avuto riguardo agli obblighi assunti nel quadro dell'Accordo di Londra, il governo della Repubblica federale di Germania ha notificato la sua intenzione di regolare gli interessi arretrati, per il periodo 1944–1952, sia per il Prestito Dawes sia per il Prestito Young. A tal fine, le autorità tedesche hanno già avviato il collocamento di tredici nuove emissioni di obbligazioni di consolidamento. Tali obbligazioni recano un tasso d'interesse del 3<sup>0</sup>/o annuo computato dal 3 ottobre 1990, pagabile su base semestrale a partire dal 3 aprile 1991, e giungeranno a scadenza il 3 ottobre 2010.

Tenendo conto degli sviluppi tecnici intervenuti durante gli ultimi anni nelle emissioni obbligazionarie, le autorità tedesche si sono rivolte alla BRI affinché questa assuma, in forma semplificata, alcune delle funzioni svolte in precedenza in veste di Fiduciario. La Banca ha espresso la propria disponibilità, in linea di massima, a prestare la sua assistenza per le nuove obbligazioni di consolidamento 1990–2010. I relativi negoziati non sono tuttavia ancora conclusi.

### **3. Assistenza finanziaria alle banche centrali**

Mentre negli anni precedenti la BRI era stata chiamata in diverse occasioni ad allestire prestiti di prefinanziamento, nell'esercizio 1991–92 essa ha approntato una sola operazione di questo genere. Si è trattato di una linea di credito concordata a favore della Banca Nazionale di Romania nel settembre 1991 per un totale di ECU 180 milioni, di cui ECU 145 milioni sono stati messi a disposizione dalla BRI ed ECU 35 milioni dal KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau) della Repubblica federale di Germania. La quota della BRI era assistita dalla garanzia di dieci banche centrali CEE partecipanti.

\* Per una descrizione della struttura e del funzionamento del sistema di compensazione, si veda la cinquantaseiesima Relazione annuale, pagina 184.



Il credito era destinato a prefinanziare la prima *tranche* di un prestito della CEE a favore della Repubblica di Romania che doveva essere messo a disposizione nel novembre 1991. Tuttavia, per ragioni tecniche e procedurali il prestito della CEE non è stato disponibile prima della fine di gennaio del 1992. Pertanto è stato deciso di comune accordo che la facilitazione di prefinanziamento si sarebbe estinta il 31 gennaio 1992; a quella data i fondi ottenuti dalla Banca Nazionale di Romania hanno consentito a quest'ultima di rimborsare l'intero ammontare del credito.

#### 4. Operazioni del Dipartimento bancario

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1992, certificati dai Revisori dei conti, sono riportati alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro\*.

Alla fine del sessantaduesimo esercizio, ossia al 31 marzo 1992, il totale di bilancio ammontava a

	F. oro	47.961.052.059
contro al 31 marzo 1991	F. oro	45.719.139.929
Vi è stato quindi un incremento di	F. oro	2.241.912.130

ossia del 4,9%.

L'aumento, che segue quello del 10,7% registrato nel precedente esercizio, è principalmente dovuto a un'espansione delle risorse; le variazioni di cambio nell'esercizio sotto rassegna non sono state significative e hanno quindi concorso solo in piccola parte all'aumento del totale di bilancio. Va rilevato che la maggior parte delle valute diverse dal dollaro USA si è apprezzata in termini di franchi oro, fatta eccezione, in particolare, per il franco svizzero.

BRI: evoluzione del totale 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 percentuale
1988	38.151	+8.207	+27
1989	42.234	+4.083	+11
1990	41.291	- 943	- 2
1991	45.719	+4.428	+11
1992	47.961	+2.242	+ 5

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; questa voce, che ha subito una leggera contrazione, ammontava a 1.246 milioni di franchi oro al 31 marzo 1992, rispetto a 1.275 milioni di franchi oro al 31 marzo 1991.

\* 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				
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
1991	1.557	42.856	1.306	45.719
1992	1.644	44.866	1.451	47.961

### 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, che è costituito da 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 totale di questo fondo non ha subito variazioni. Esso 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 1991-92 F. oro 672.816.157

contro 646,7 milioni di franchi oro al 31 marzo 1991; è stato proposto di trasferire un ammontare di 26,1 milioni di franchi oro a questo Fondo dall'utile netto di esercizio, conformemente alle disposizioni dell'Articolo 51(3) dello Statuto.

3) Fondo speciale di riserva per i dividendi  
dopo la ripartizione dell'utile netto per  
l'esercizio 1991-92 F. oro 42.530.055

Questo Fondo era stato portato a 39,5 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio 1989-1990; esso registra un aumento di 3 milioni di franchi oro.

L'aumento proposto, sempre 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 l'esercizio 1991-92 F. oro 603.066.872

contro 545,2 milioni di franchi oro al 31 marzo 1991. E' stato raccomandato di trasferire a questo Fondo un importo di 57,9 milioni di franchi oro sempre dall'utile netto.

L'ammontare totale che si propone di trasferire alle riserve dall'utile netto dell'esercizio 1991-92 è quindi di 87 milioni di franchi oro.

Le riserve ammonteranno pertanto a F. oro 1.348.483.397  
contro 1.261,5 milioni al 31 marzo 1991.

#### 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 chiusi al 31 marzo		Variazione
	1991	1992	
	in milioni di franchi oro		
Depositi di banche centrali	40.636	43.204	+2.568
Depositi di altri depositanti	2.220	1.662	— 558
Totale	42.856	44.866	+2.010

L'espansione delle risorse è interamente dovuta a un aumento di oltre il 6% dei depositi in valute e in oro delle banche centrali. Per contro, il totale dei "Depositi di altri depositanti" è diminuito del 25%; questa posta, che nel precedente esercizio aveva registrato un aumento del 71%, comprende principalmente fondi depositati da organizzazioni internazionali.

I "Depositi di banche centrali" rappresentano ora il 96,3% di tutte le risorse in valuta (rispetto al 94,8 dell'esercizio precedente), mentre la quota dei "Depositi di altri depositanti" ammonta solo al 3,7% (a fronte del 5,2%).

L'espansione dei depositi in valuta è dovuta principalmente all'incremento pressoché costante dei depositi in dollari USA, mentre le poste denominate in altre valute sono rimaste stabili o hanno registrato diminuzioni che, per le passività in marchi e yen, sono state particolarmente marcate. Di conseguenza, al 31 marzo 1992 la quota dei depositi in dollari USA rappresentava il 53% del totale delle risorse in valuta, rispetto al 40% alla fine del precedente esercizio, quella in marchi il 24% (rispetto al 30%) e quella in ECU, la terza posta in ordine d'importanza, il 12% (a fronte del 10%).

Sono aumentati sia i depositi in oro sia quelli in valuta, rispettivamente del 2,7 e 4,9%. Come quota sul totale delle risorse, i depositi in oro sono leggermente calati, situandosi al 10,2% rispetto al 10,4% alla fine del precedente esercizio; i depositi in valuta sono stati pari all'89,8%, rispetto all'89,6%.

L'espansione dei fondi ricevuti in prestito si è rispecchiata in un incremento dei depositi fino a tre mesi, mentre sono calati i depositi a vista e a oltre tre mesi.

BRI: natura e scadenza delle risorse finanziarie esterne									
Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valute			Totale		
	esercizi chiusi al 31 marzo		varia- zione	esercizi chiusi al 31 marzo		varia- zione	esercizi chiusi al 31 marzo		varia- zione
	1991	1992		1991	1992		1991	1992	
	in milioni di franchi oro								
A vista	4.399	4.562	+163	2.145	1.862	− 283	6.544	6.424	− 120
Fino a tre mesi	51	9	− 42	35.323	37.853	+2.530	35.374	37.862	+2.488
A oltre tre mesi	−	−	−	938	580	− 358	938	580	− 358
Totale	4.450	4.571	+121	38.406	40.295	+1.889	42.856	44.866	+2.010

Va notato che il totale dei depositi a vista in valuta può variare sensibilmente da un mese all'altro; quelli con scadenza a oltre tre mesi hanno registrato un forte incremento nei primi mesi dell'esercizio in rassegna.

In termini di scadenza delle risorse ricevute, al 31 marzo 1992 i depositi a vista rappresentavano il 14,3% del totale, quelli fino a tre mesi l'84,4% e i depositi a oltre tre mesi l'1,3%; alla fine dell'esercizio precedente le rispettive quote erano state del 15,3, 82,5 e 2,2%.

a) *Depositi in oro* F. oro 4.571.239.869

contro 4.450 milioni di franchi oro al 31 marzo 1991. L'incremento di 121 milioni è il risultato netto dell'aumento dei depositi a vista e della contrazione dei depositi a termine (fino a tre mesi).

b) *Depositi in valute* F. oro 40.295.093.969

Questa posta ammontava a 38.406 milioni di franchi oro al 31 marzo 1991 ed è quindi aumentata di 1.889 milioni, ossia del 4,9%. L'incremento è dovuto all'espansione dei depositi fino a tre mesi, mentre sono diminuiti i depositi a vista e quelli a oltre tre mesi.

### C. Altre passività

Le altre passività comprendono il "Sistema previdenziale del Personale", la posta "Partite varie" e il dividendo pagabile il 1° luglio 1992.

Queste tre voci sono ammontate complessivamente a F. oro 1.450.531.699 contro 1.306 milioni di franchi oro al 31 marzo 1991.

a) *"Sistema previdenziale del Personale"* F. oro 158.256.993

contro 150 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio. Questa posta rappresenta le passività della Banca a titolo di pensioni del personale. Il relativo ammontare in franchi svizzeri, moneta in cui sono denominate tali passività, è stato aumentato durante l'esercizio.

b) *Partite varie* F. oro 1.259.814.546

contro 1.122 milioni di franchi oro al 31 marzo 1991.



L'aumento di 138 milioni rispecchia, in particolare, gli effetti della fluttuazione dei tassi di cambio sulle monete diverse dal dollaro.

c) *Dividendo pagabile il 1° luglio 1992* F. oro 32.460.160

L'importo del dividendo è stato fissato a 200 franchi svizzeri per azione ed è invariato rispetto a quello corrisposto alla fine dei due precedenti esercizi.

L'ammontare di 32,5 milioni di franchi oro, che è stato proposto di accantonare dall'utile netto per l'esercizio 1991–92 è leggermente inferiore a quello dell'esercizio precedente, a causa degli effetti di cambio sul franco svizzero.

L'utile netto per l'esercizio 1991–92, prima della ripartizione, ammonta a 119.460.160 franchi oro, a fronte di 114.892.783 franchi oro dell'esercizio precedente. E' stato proposto di ripartire l'utile netto in conformità delle disposizioni dell'Articolo 51 dello Statuto. I particolari della ripartizione sono riportati nel paragrafo 5 di questo capitolo.

### Attivo (impiego delle risorse)

La tabella che segue fornisce la composizione delle attività della Banca in base alla loro natura.

BRI: evoluzione degli impieghi e di altre attività, per tipologia						
Tipologia	Esercizi chiusi al 31 marzo				Variazione	
	1991		1992			
	in milioni di franchi oro					
Attività a vista	4.861		4.808		– 53	
oro	7	4.868	12	4.820	+ 5	– 48
valute	2.461		3.623			+1.162
Buoni del Tesoro						
Depositi vincolati e						
anticipazioni						
oro	389		460		+ 71	
valute	30.604	30.993	31.588	32.048	+ 984	+1.055
Titoli di stato e altri titoli	7.384		7.458			+ 74
Partite varie	13		12			– 1
Totale						
oro	5.250		5.268		+ 18	
valute	40.469	45.719	42.693	47.961	+2.224	+2.242

L'aumento delle risorse ricevute dalla Banca si è principalmente rispecchiato in una corrispondente espansione degli impieghi in buoni del Tesoro e sotto forma di depositi vincolati e anticipazioni in valuta.

Sono parimenti aumentati i depositi vincolati in oro. Di seguito viene riportata una descrizione più dettagliata di ciascuna delle poste indicate nella tabella.

#### a) Oro

L'incremento di 18 milioni di franchi oro delle attività in oro si raffronta con un aumento di 121 milioni delle passività in oro. La differenza di 103 milioni riflette

la contrazione delle operazioni a termine in oro, cui si fa riferimento alla fine di questo paragrafo.

– Disponibilità a vista F. oro 4.807.721.945  
contro 4.861 milioni di franchi oro al 31 marzo 1991.

– Depositi vincolati F. oro 459.895.173  
contro 389 milioni di franchi oro al 31 marzo 1991.

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F. oro 12.412.915  
Al 31 marzo 1991 questa posta ammontava a 7 milioni di franchi oro.

c) Buoni del Tesoro F. oro 3.623.143.845

Il relativo portafoglio ammontava a 2.461 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio; il volume e la composizione di questa posta hanno avuto notevoli oscillazioni durante l'esercizio, essendo aumentate le operazioni.

d) Depositi vincolati e anticipazioni in valute F. oro 31.588.007.613  
contro 30.604 milioni di franchi oro al 31 marzo 1991, che corrispondono a un incremento di 984 milioni, ossia del 3,2%.

e) Titoli di stato e altri titoli F. oro 7.457.890.914

Questa posta ammontava a 7.384 milioni di franchi oro al 31 marzo 1991 e registra quindi un aumento di soli 74 milioni, pur avendo presentato notevoli oscillazioni nell'esercizio sotto rassegna.

Parallelamente agli sviluppi dal lato delle risorse, gli impieghi in valute – sotto forma di depositi vincolati e anticipazioni, buoni del Tesoro e altri titoli – sono stati caratterizzati da una forte espansione delle operazioni in dollari USA e da un'apprezzabile contrazione di quelle denominate in marchi, yen e sterline. Le attività in dollari USA e in marchi hanno continuato a rappresentare le poste più importanti, seguite da quelle in ECU, il cui volume è rimasto stabile.

La seguente tabella fornisce la composizione in base alla vita residua degli impieghi sotto forma di "Depositi vincolati e anticipazioni" (in oro e in valute) e di "Titoli di stato e altri titoli".

BRI: depositi vincolati e anticipazioni, titoli di stato e altri titoli, suddivisi in base alla vita residua			
Vita residua	Esercizi chiusi al 31 marzo		Variazione
	1991	1992	
	in milioni di franchi oro		
Fino a tre mesi	33.126	32.083	−1.043
A oltre tre mesi	5.251	7.423	+2.172
Totale	38.377	39.506	+1.129

Vi è stata una leggera contrazione (– 3,1%) degli investimenti con scadenza non superiore a tre mesi, che rappresentano ora l'81,2% del totale degli impieghi riportato nella tabella, a fronte dell'86,3% al 31 marzo 1991. D'altra



parte, le operazioni concluse con scadenza a oltre tre mesi hanno registrato un incremento proporzionalmente maggiore (+41,4<sup>0</sup>/o), portando la loro quota al 18,8<sup>0</sup>/o rispetto al 13,7<sup>0</sup>/o.

f) Partite varie F. oro 11.979.653

contro 13 milioni di franchi oro al 31 marzo 1991.

#### *Operazioni a termine in oro*

Queste operazioni, che sono indicate nella nota 2 in calce al Bilancio, registrano un saldo negativo di F. oro 34.282.943 rispetto a un saldo negativo di 137,7 milioni di franchi oro al 31 marzo 1991.

La scadenza di una transazione conclusa durante il precedente esercizio si è tradotta in un'apprezzabile riduzione del volume delle operazioni a termine comportanti il rimborso di un quantitativo di oro alla scadenza da parte della Banca.

## 5. Utile netto e relativa ripartizione

I conti relativi al sessantaduesimo esercizio, chiuso il 31 marzo 1992, presentano un risultato netto di gestione di 134.110.445 franchi oro, a fronte di 134.066.732 franchi oro per l'esercizio precedente. Il risultato è al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 46.056.417 franchi oro; l'aumento dell'11<sup>0</sup>/o rispetto all'importo di 41.614.970 franchi oro dell'esercizio precedente rispecchia il deprezzamento del valore in franchi oro del franco svizzero. L'incremento percentuale in termini di franchi svizzeri, moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca, è stato all'incirca doppio.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 3.650.285 franchi oro all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e di integrare – mediante un ulteriore trasferimento di 11.000.000 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 vari progetti che comportano spese in immobilizzazioni tecniche. Dedotti questi trasferimenti, l'utile netto ammonta a 119.460.160 franchi oro, contro 114.892.783 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 119.460.160 franchi oro nel modo seguente:

- (a) un importo di 32.460.160 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 200 franchi svizzeri per azione;
- (b) un importo di 26.100.000 franchi oro al Fondo di riserva generale;
- (c) un importo di 3.000.000 franchi oro al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
- (d) un importo di 57.900.000 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 1992 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1992.

Il Bilancio, il Conto profitti e perdite e un prospetto riassuntivo delle variazioni nelle riserve della Banca nel corso dell'esercizio sono riportati alla fine della presente Relazione. I conti della Banca sono stati esaminati dai Revisori Price Waterhouse, 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 1992 e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei Revisori Price Waterhouse è riportata in calce al Bilancio.

## 6. I cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione

Il Signor B. Clappier ha rassegnato le dimissioni dalla carica di Vice Presidente del Consiglio di amministrazione il 27 novembre 1991 al termine del suo mandato. Il Consiglio ha eletto Lord Richardson of Duntisbourne quale suo successore per un periodo di tre anni, con inizio dal 28 novembre 1991.

Il Signor K.O. Pöhl ha cessato di essere membro del Consiglio alla fine del luglio 1991, avendo lasciato la carica di Presidente della Deutsche Bundesbank. Il suo successore, il Prof. Dott. H. Schlesinger, è divenuto membro di diritto del Consiglio con decorrenza dal 1° agosto 1991. Il mandato di Consigliere del Signor B. Clappier è stato rinnovato nel novembre 1991 e il Dott. M. Lusser è stato rieletto membro del Consiglio nel marzo 1992.

Per quanto concerne la Direzione della Banca, il Signor G.M. Gill è stato nominato Vice Capo del Dipartimento bancario e Direttore con decorrenza dal 1° dicembre 1991. Il Signor R.T.P. Hall, Condirettore Generale, ha lasciato la Banca per raggiunti limiti di età alla fine del gennaio 1992. Il Signor R. Gros gli è succeduto nella carica di Condirettore Generale dal 1° febbraio 1992, mantenendo al tempo stesso le sue attuali funzioni di Capo del Dipartimento Bancario. Il Signor T. Pollonio, Condirettore, si è dimesso dall'incarico alla fine del gennaio 1992.



## Conclusioni

La Relazione ha abbracciato un vasto panorama di avvenimenti trascorsi; per quanto riguarda il futuro, i problemi che dovranno essere affrontati dai responsabili delle politiche sul piano mondiale presentano un quadro assai diverso dagli schemi osservati in passato: nuove questioni e nuove sfide sono emerse, mentre taluni problemi di antica data sono quasi spariti dalla scena.

Il fatto nuovo di più grande rilievo, la cui portata si estende dall'orizzonte immediato al medio e finanche lungo termine, è senza dubbio l'emergere dei quindici stati dalla dissoluzione dell'Unione Sovietica, i quali sono ora duramente impegnati nella ricerca di un nuovo ordine politico ed economico. Ad un ritmo estremamente rapido i paesi succeduti all'Unione Sovietica hanno seguito i suoi ex satelliti nell'arduo cammino intrapreso per uscire dall'*impasse* in cui erano stati condotti dal socialismo e dall'economia pianificata. Diversi aspetti di questo travaglio sono stati trattati nei capitoli precedenti. L'integrazione delle ex repubbliche sovietiche nell'economia mondiale è una condizione *sine qua non* per il successo dei loro sforzi; un punto questo che sarà ripreso nella parte finale delle Conclusioni. I vari nuovi stati dovranno guardarsi dalla tentazione di erigere barriere agli scambi commerciali reciproci, mentre dovranno consentire che si sviluppino nuovi legami economici basati sui prezzi del mercato mondiale e sul principio di non discriminazione nel commercio con l'estero. A tal fine è anzitutto indispensabile che sul piano interno si compia un passo decisivo nel porre fermamente il meccanismo dei prezzi a cardine dell'economia e nel condurre sotto controllo le politiche fiscali e monetarie. Ciò vale in gran parte anche per gli altri paesi dell'Europa orientale, i quali non sono ancora usciti dalle secche, sebbene alcuni di essi abbiano compiuto considerevoli progressi. E' essenziale che il diffuso manifestarsi di una certa "fatica da riforma" non intacchi la determinazione delle autorità a perseverare nella necessaria azione di aggiustamento.

I paesi in via di sviluppo continuano ad occupare un posto importante nel quadro complessivo. Proprio nel momento in cui la vecchia dicotomia Est-Ovest ha perso di significato, nell'ambito del mondo in via di sviluppo si sta creando un fossato tra i paesi che avanzano a grandi passi e quelli che rimangono di gran lunga indietro. Forse non li si dovrebbe più chiamare tutti con lo stesso nome. La linea di separazione non è peraltro del tutto netta, poiché alcuni dei paesi in cui lo scorso anno sono stati conseguiti elevati tassi di crescita reale hanno ancora bisogno di consolidare le migliorate prestazioni economiche; la sostenibilità della dinamica del processo di riforma potrebbe inoltre dipendere dal fatto che i recenti progressi siano estesi a quella parte della popolazione – principalmente gli strati più poveri – che ha maggiormente sofferto durante i precedenti anni di stabilizzazione. Gli estremi si stanno ulteriormente allontanando fra loro in più di un senso; e se da un lato si riducono gradualmente le aree di miseria nel mondo, dall'altro

diviene ancora più urgente un potenziamento delle strategie specifiche volte ad aiutare i paesi più indigenti. Inoltre, le inquietudini a riguardo dell'ambiente naturale hanno aggiunto una nuova dimensione al rapporto fra nazioni ricche e povere; più oltre si ritornerà su alcuni aspetti di tale questione.

Nel contesto dei problemi immediati di politica economica predomina l'incertezza in merito alle prospettive nel mondo industrializzato. Vi sono buone probabilità che questa incertezza venga presto dissipata, con una ripresa della crescita almeno in quei paesi che quasi due anni orsono entrarono per primi in recessione. Ciò stimolerebbe altresì la domanda nelle economie che si trovano in una fase meno avanzata del ciclo. Il fatto che un analogo ottimismo fosse prevalente un anno fa e si sia poi rivelato infondato non rende necessariamente incongruo l'ottimismo di adesso, ma invita comunque alla cautela. Vari fattori danno ora motivo di ottimismo. La ripresa degli investimenti residenziali nell'America del Nord e in Australia, nonostante episodiche battute d'arresto, fa ritenere che i cali dei tassi d'interesse abbiano cominciato a stimolare la spesa. L'onere del servizio del debito nel settore privato è diminuito apprezzabilmente, specie negli Stati Uniti e nel Regno Unito; le famiglie e le imprese statunitensi paiono effettivamente aver compiuto un certo progresso nel ridurre l'indebitamento a livelli più sostenibili. Inoltre, la più bassa inflazione dovrebbe contribuire ad assicurare che una ripresa dell'attività economica possa essere duratura.

Nondimeno, ci si può chiedere se la situazione attuale dei paesi industriali non rechi in sé elementi che impediranno il ritorno ad una crescita "normale" e, in particolare, se la ripresa, posto che essa sia ora in atto, sarà soltanto debole. Il fatto che questa recessione sia durata più a lungo di quanto generalmente previsto potrebbe essere indicativo della presenza di un tale elemento di novità, sebbene non vada dimenticato che la recessione non è stata profonda, se paragonata ai cicli passati, salvo che in un numero di paesi assai ristretto. Il sovrindebitamento e la deflazione dei prezzi delle attività reali, che in alcuni paesi sono stati individuati come fattori ritardanti la ripresa nel 1991, hanno senza dubbio un'infausta connotazione, giacché entrambi i fenomeni figurano in primo piano nelle spiegazioni date originariamente, nonché alquanto di recente, alla Grande Depressione.

Tuttavia, l'istituire ulteriori parallelismi fra i primi anni Trenta e la situazione attuale costituirebbe una forzatura. Indiscutibilmente la comprensione generale dei problemi economici fondamentali è oggi assai maggiore, così come lo è lo spirito di cooperazione internazionale allorché tutti gli interessati ne riconoscono chiaramente la necessità. La dimensione assai più ampia assunta dai bilanci pubblici tende in ogni caso a smorzare le fluttuazioni della domanda, mentre il regime di regolamentazione vigente è munito di strumenti molto più efficaci per impedire una crisi finanziaria sistemica. Tutto ciò può essere affermato in piena tranquillità. E' vero che le politiche macroeconomiche di gestione della domanda incontrano, e continueranno a incontrare, problemi in molte aree. Queste difficoltà non sono di poco conto, giacché l'arsenale della politica macroeconomica costituisce la principale difesa contro i rischi di una depressione nei paesi industriali. Tuttavia, il problema forse di più immediata rilevanza non è tanto quello di contrastare tali rischi, quanto quello di cosa fare per rinvigorire ulteriormente la vitalità strutturale delle economie industriali e per superare l'ostacolo che



deriva dalle forti escursioni dei prezzi delle attività e dal sovrindebitamento. Ma, anzitutto, qual è la situazione per quanto concerne lo strumentario della politica macroeconomica?

Gli anni ottanta esordirono con l'adozione da parte degli Stati Uniti di una politica fiscale di coraggiosi sgravi d'imposta che, in virtù dello stimolo impartito alla crescita economica, si riteneva non avrebbero ridotto, bensì addirittura accresciuto il gettito tributario. Queste attese andarono deluse. Il disavanzo di bilancio si ampliò fortemente ed è rimasto elevato. Anche altri paesi incorsero in ampi squilibri dei conti pubblici. Pertanto, la seconda metà degli anni ottanta fu un periodo di consolidamento fiscale nella maggior parte dei paesi industriali. Di fronte ad esborsi per interessi che assorbivano fino al 20% delle entrate correnti e tendevano a crescere ulteriormente, uno dopo l'altro i vari paesi giunsero alla conclusione che occorreva intervenire in modo radicale, aumentando le imposte, comprimendo le spese o agendo da entrambi i lati. La protratta fase di espansione economica contribuì a ridurre i disavanzi e persino ad eliminarli temporaneamente in alcuni paesi. Divenne tuttavia evidente che anche un'azione drastica per imbrigliare la crescita dei deficit serviva a ben poco per contenere — e tanto meno ridurre — la dimensione del debito in rapporto al PNL. Questa esperienza ha reso i governi molto riluttanti a consentire un nuovo ampliarsi dei disavanzi. Lungi dall'essere disposti ad impiegare attivamente la politica fiscale per stimolare l'economia, taluni paesi hanno persino mostrato la tendenza a neutralizzare l'incremento automatico del deficit indotto dal rallentamento economico. Soltanto il Regno Unito e il Giappone hanno adottato un atteggiamento leggermente diverso, essendo in precedenza avanzati maggiormente, rispetto a gran parte dei paesi industriali, lungo la via del consolidamento fiscale.

La nozione di un tempo, secondo la quale i governi potrebbero senza difficoltà stabilizzare il reddito nazionale, non teneva conto dell'importanza degli effetti di *stock* che derivano da una mancanza di simmetria nel funzionamento della manovra di bilancio nella maggior parte dei paesi. Il processo politico opera prevalentemente nel senso di convertire la mera prospettiva di eccedenze di bilancio in una più elevata spesa. In siffatte circostanze è vano attendersi che il settore pubblico ritorni ad una posizione eccedentaria ed elimini in misura sostanziale il debito accumulato non appena sia venuto meno il bisogno dello stimolo fiscale. Pur tuttavia ciò sarebbe essenziale al fine di preservare il potenziale di intervento per future necessità nel quadro di una politica fiscale attiva. Se si consente ai disavanzi di persistere, essi si autoalimentano dilatando automaticamente le uscite, in misura tanto maggiore quanto più elevati sono i tassi d'interesse nominali. Meno grave sarebbe se la spesa addizionale fosse per principio incanalata verso gli investimenti anziché i consumi pubblici, e verso progetti scelti sulla base del loro rendimento atteso in un arco di medio periodo.

Per tutte queste ragioni, non si può fare affidamento sulla politica fiscale per attuare una regolazione fine del ritmo della ripresa. In situazione di emergenza economica, tuttavia, su queste considerazioni di medio e lungo periodo prevarrebbero chiaramente gli imperativi a breve termine: l'impiego attivo della politica fiscale potrebbe impedire che le economie industriali sprofondino nella depressione qualora un siffatto pericolo dovesse delinearsi. La politica fiscale è senz'altro in grado di fornire lo stimolo immediato che si renderebbe allora necessario.



Nondimeno, per molti la politica macroeconomica è oggi giorno praticamente sinonimo di politica monetaria. Le banche centrali, in virtù del monopolio che detengono nella creazione di moneta ad alto potenziale, possono controllare con grande precisione i tassi a brevissimo termine nei rispettivi mercati monetari, e possono usare tale potere per influenzare l'andamento o l'intervallo di oscillazione di un'ulteriore variabile finanziaria – un aggregato monetario, il rapporto di cambio o persino, benché in misura limitata, un tasso d'interesse a lungo termine – laddove la scelta dipende in ampia misura da fattori quali la dimensione dell'economia e il quadro istituzionale o gli impegni vigenti. I tassi d'interesse a breve e la variabile finanziaria, quale essa sia, che la banca centrale sceglie come obiettivo hanno un'incidenza sull'attività economica reale e sui prezzi. Ma da tempo si è constatato che questi effetti sono soggetti ad ampi e variabili sfasamenti temporali. E' parimenti un vecchio tema di dibattito la questione se, anche in questo caso, non sussista un'asimmetria di fondo: la politica monetaria indubbiamente finisce per essere efficace allorché è usata in senso restrittivo; ma quanto essa possa risultare efficace come strumento per stimolare l'attività economica è questione ben più controversa. "Trappola della liquidità", "spingere con una corda", sono le immagini tradizionali che vengono alla mente. Gli effetti perversi agenti sulle aspettative possono ritardare gli effetti diretti sperati. La recente esperienza statunitense pare confermare che non si può far conto su risultati rapidi e prevedibili quando la politica monetaria è applicata in senso espansivo.

L'esperienza di due paesi europei con solide tradizioni in termini di capacità di tenere a freno l'inflazione, ossia la Germania e la Svizzera, dimostra come anche le politiche monetarie restrittive possano incontrare formidabili difficoltà. In Germania ciò è dovuto in ampia misura ai vigorosi effetti di domanda esercitati dall'unificazione, acuiti dalla spinta salariale e dall'aumento delle imposte indirette. Le autorità monetarie svizzere sono state talvolta riluttanti ad innalzare i tassi d'interesse in linea con quelli tedeschi, cosicché il tasso di cambio ha ceduto. Il conseguente impulso inflazionistico è stato amplificato da estesi meccanismi di indicizzazione implicita e ha neutralizzato gran parte dell'effetto di contenimento dei prezzi esercitato dai più alti tassi d'interesse reali. Prescindendo da questi due casi, tuttavia, le prospettive sul fronte dell'inflazione sono migliorate di molto. Praticamente in tutti i paesi industriali l'abbattimento dell'inflazione è stato l'obiettivo primario della politica monetaria. Taluni di essi stanno addirittura meditando di fare della stabilità dei prezzi l'unico obiettivo della banca centrale. Sebbene nessun paese abbia finora ridotto l'inflazione a zero, molti registrano ora livelli così bassi da eliminare probabilmente quasi del tutto gli effetti distorsivi sulle decisioni e sulle valutazioni economiche. Ciò avrà verosimilmente un influsso favorevole sul lato dell'offerta delle loro economie e, pur non fornendo un impulso diretto alla domanda, attutirà l'impatto di un'improvvisa battuta d'arresto della ripresa. E invero, il fatto che la più recente fase di espansione economica sia stata una delle più protratte del periodo postbellico può senz'altro essere stato in gran parte il frutto del migliorato contesto inflazionistico.

Una terza sfera di azione della politica economica riguarda le varie misure e riforme strutturali sulle quali negli ultimi anni si è focalizzata sempre più l'attenzione nei dibattiti a livello sia nazionale sia internazionale. In aree come quella dei



mercati finanziari la crescente interdipendenza fra i paesi ha impartito un forte impulso al processo di riforma. Anche nei mercati dei prodotti la competitività internazionale ha costituito un movente importante nell'attuazione di riforme fiscali e nel potenziamento delle forze di mercato. Un aspetto positivo a tale riguardo è che in diversi paesi gli elevati saggi di utilizzo della capacità produttiva nell'industria non si sono tradotti tanto in pressioni inflazionistiche, quanto piuttosto in un'accresciuta redditività e in maggiori investimenti. La migliore formazione professionale e l'eliminazione di rigidità hanno altresì agito positivamente sul funzionamento dei mercati del lavoro, ma molto resta da fare affinché i tassi di disoccupazione possano ridiscendere ai livelli anteriori. Un progresso lento caratterizza parimenti i tentativi di riforma delle politiche agricole, le quali in media comportano costi equivalenti a quasi il 2% del PIL nei paesi OCSE. Un ulteriore ambito in cui vi è spazio per progredire è quello degli investimenti in infrastrutture, che in parecchi paesi hanno patito di tagli alla spesa pubblica male assortiti. La politica di privatizzazione attualmente perseguita in molti paesi potrebbe contribuire nel medio periodo a potenziare tale categoria di investimenti.

Rimane la questione se vi siano taluni fattori speciali che verosimilmente ostacolano in modo significativo una ripresa economica. Ci si può chiedere se, in particolare, la maggiore instabilità dei prezzi delle attività reali e il sovrindebitamento eserciteranno un durevole effetto inibente sull'attività. Si è già detto che, almeno negli Stati Uniti, si fanno più numerosi i segni di un miglioramento nell'incidenza dell'onere debitorio. I bilanci delle banche e delle imprese appaiono più solidi, grazie in parte ai maggiori profitti e in parte all'accresciuta emissione di capitale azionario. I saldi finanziari delle famiglie mostrano una tendenza analoga. Va poi tenuto presente che i prezzi delle attività reali tendono a fluttuare più dei prezzi di beni e servizi. Nella misura in cui le attività reali generano un flusso di reddito, ovvero a causa dei costi di opportunità che implica il detenerle, i loro prezzi sono influenzati dalle oscillazioni dei tassi d'interesse così come dai costi di rimpiazzo. Le fluttuazioni nelle aspettative inflazionistiche possono aggravare ulteriormente tali cicli dei prezzi in dipendenza dell'attitudine dei cespiti in questione a proteggere dalla svalutazione del metro monetario. Gli errori di politica macroeconomica possono dar luogo a più brusche oscillazioni sia dei tassi d'interesse sia delle aspettative inflazionistiche. Pertanto, un'eccessiva instabilità dei prezzi delle attività reali può deporre sfavorevolmente circa la qualità e la risolutezza delle politiche macro-economiche.

Essa può parimenti essere rivelatrice di una debolezza delle politiche micro-economiche, in particolare se si considerano il sovrindebitamento e i problemi di bilancio nel settore privato in un certo numero di paesi. Il modo in cui si è consentito che si svolgesse il processo di deregolamentazione nel settore finanziario è illustrativo al riguardo. Il Capitolo VIII ha fornito un'ampia descrizione ed analisi di tale processo. Basti qui richiamare l'attenzione su alcuni importanti insegnamenti di politica economica che se ne possono trarre:

- la deregolamentazione dovrebbe procedere sì rapidamente, ma ad un ritmo che dia agli operatori del mercato il tempo di prepararsi al nuovo contesto in termini di controlli interni, di ristrutturazione e altri aggiustamenti nelle strategie gestionali, di addestramento del personale e così via;

- nella deregolamentazione è necessario mantenere un appropriato equilibrio fra i differenti segmenti dei mercati finanziari per assicurare che la concorrenza fra di loro non sia crassamente distorta;
- il momento *giusto* per la deregolamentazione è forse definibile nel modo migliore in termini di momento *sbagliato*, che è quando l'economia sta attraversando o si avvia verso una fase di vigorosa espansione. Certo, la giusta scelta di tempo può essere cosa non facile, dato il periodo di gestazione relativamente lungo di taluni provvedimenti di deregolamentazione;
- la deregolamentazione dovrebbe essere affiancata da un rafforzamento della vigilanza inteso a fissare le "regole del gioco" (l'Accordo di Basilea sui coefficienti patrimoniali è un buon esempio al riguardo) e da un'appropriata politica macroeconomica, specie in campo monetario.

Posto che tali insegnamenti siano recepiti, non vi dovrebbe essere motivo di temere che le distorsioni dal lato finanziario continuino ad ostacolare seriamente la ripresa economica.

Oltre al quadro generale delle politiche in riferimento all'attuale situazione nei paesi industriali, vi sono alcuni aspetti particolari che meritano di essere qui menzionati. Un fatto importante è che i mercati valutari mondiali hanno retto abbastanza bene all'impatto delle politiche monetarie ampiamente divergenti seguite dai maggiori paesi industriali, e invero molto meglio di quanto ci si poteva attendere alla luce di precedenti esperienze, allorché assetti di cambio fortemente distorti furono talora determinati da cause di minore importanza. E' vero che tale esito potrebbe essere stato in parte fortuito, in quanto lo scorso anno altri fattori, principalmente di natura politica, hanno incidentalmente neutralizzato gran parte degli effetti di tasso d'interesse sui mercati dei cambi. Non ci si può aspettare che sia sempre così. D'altro canto, pur essendo innegabile che i principali rapporti di cambio fluttuanti non sono stati completamente stabili in termini reali, dall'Accordo del Louvre nel 1987 sono state in larga misura evitate distorsioni estreme. Parte del merito va senza dubbio agli impegni ufficiali per una maggiore stabilità dei cambi, sostenuti talvolta da ostensivi interventi coordinati sui mercati valutari e da politiche interne orientate alla stabilità.

Le prospettive a riguardo del meccanismo di cambio dello SME possono dar luogo a interpretazioni contrastanti, sia ottimistiche sia pessimistiche, a seconda delle opportunità ovvero dei rischi su cui viene messo l'accento. Con la positiva conclusione delle negoziazioni del Trattato di Maastricht, e posto che questo sia suggellato dalla ratificazione e dai referendum che si dovranno tenere in almeno due paesi, si può sostenere che la politica di unione monetaria *de facto* sia stata in un certo senso convalidata. Non essendovi stato praticamente alcun riallineamento dal 1987, si può considerare come tecnicamente fattibile il mantenimento dell'attuale struttura delle parità di cambio in seno agli AEC finché essa non sarà fissata definitivamente all'inizio della terza fase dell'Unione economica e monetaria. La credibilità dell'impegno per la stabilità dei tassi di cambio nominali ha gradualmente permesso agli altri paesi aderenti agli AEC di ridurre il premio che essi tradizionalmente dovevano offrire sui tassi d'interesse tedeschi.

Ma perché tali paesi acquisiscano un margine sufficiente a portare i propri tassi d'interesse a breve sensibilmente *al disotto* dei corrispondenti tassi tedeschi, dovrebbero prendere corpo le aspettative di un deprezzamento del marco



rispetto alle altre valute, un'ipotesi questa che è in conflitto proprio con gli impegni alla stabilità dei cambi nominali in seno agli AEC e che, ove si trasformasse in un'aspettativa realistica, sarebbe infausto presagio per la generale stabilità dei prezzi in Europa. Pertanto, gli altri membri degli AEC, nonostante i loro più bassi livelli d'inflazione, paiono essere in larga misura vincolati ai tassi d'interesse a breve tedeschi. In pari tempo essi debbono ammettere che la Germania, quando mancano quattro ovvero sei anni all'unione economica e monetaria, ha tutto il diritto – taluno direbbe finanche il dovere – di perseguire la politica monetaria necessaria ad assicurare un accettabile grado di stabilità dei prezzi. E' chiaro che la gestione della transizione non sarà compito facile.

Per questa ragione, alcuni esprimono il timore che il periodo di preparazione all'unione economica e monetaria possa essere viziato da un'inclinazione deflazionistica ancor più pronunciata di quanto si ritiene comunemente debbano implicare i requisiti di disciplina fiscale per la partecipazione. Questo timore è esagerato. Gli effetti di elevati tassi d'interesse reali sull'attività economica sono stati sorprendentemente blandi per lunghi periodi. Bisogna quindi guardarsi dall'associare in modo troppo categorico la presenza di alti tassi d'interesse reali ad una debole crescita economica. Di fatto ci si può attendere che le autorità nazionali responsabili per le monete partecipanti agli AEC rimarranno perseveranti e sapranno far fronte a questo difficile periodo onde realizzare l'obiettivo dell'unione monetaria in Europa. Ciò accolla alle autorità tedesche la gravosa responsabilità di ricondurre sotto controllo, quanto più presto possibile, l'inflazione e il disavanzo di bilancio.

Gran parte dell'attuale dibattito sulla situazione nelle economie industriali verte sul modo in cui queste potrebbero essere ricondotte su un sentiero di crescita "normale". Le stime del potenziale di crescita nei maggiori paesi industriali vanno dal 2,5 al 3%, forse fino al 4% nel caso del Giappone. Vi è il timore che una crescita persistentemente al disotto del potenziale non soltanto crei problemi dal lato fiscale, ma faccia ulteriormente salire una disoccupazione che già si situa a livelli elevati rispetto ai parametri storici. Un altro dibattito, che presenta scarsi punti di riferimento con il precedente ma che riguarda anch'esso il livello futuro dell'attività industriale, sta assumendo crescente rilievo. Vent'anni orsono il Club di Roma sollevò la questione se a livello globale non fossero stati raggiunti i limiti della crescita economica, e la prima crisi petrolifera del 1973 fornì una poderosa dimostrazione che si trattava di questione da non prendere alla leggera. Tuttavia fu subito fatto rilevare che l'analisi presentata mancava di una soddisfacente base economica, in quanto non teneva conto delle reazioni dei prezzi e dei mercati. Le risorse disponibili non sarebbero state semplicemente esaurite ai prezzi e ai livelli di consumo correnti; la crescente scarsità avrebbe invece sospinto verso l'alto i prezzi, ridotto i consumi e innescato effetti di sostituzione. Queste reazioni si sono manifestate in tutta evidenza dopo il primo rincaro del petrolio, ma hanno gradualmente perso vigore con l'attenuarsi della scarsità e con il completarsi dell'aggiustamento ai nuovi livelli di prezzo.

Quale che fosse la validità delle argomentazioni a confronto nel dibattito di allora, vent'anni dopo è emersa a riguardo dell'ambiente una problematica alquanto diversa, ma che ha parimenti un'incidenza sulle prospettive di sviluppo.

Sempre piú numerosi sono coloro che credono nell'urgente necessità di un'azione volta a salvaguardare le proprietà dell'atmosfera terrestre che sostentano la vita. Un'azione in tal senso può significare che vengano incanalate risorse verso la difesa della natura in un ordine di grandezza tale da imporre necessariamente un vincolo indiretto alla crescita economica, assorbendo fondi che sarebbero altrimenti destinati ad investimenti "produttivi". Vi è tuttora chi argomenta che la protezione dell'ambiente può essere realizzata non con una piú bassa, bensí con una piú alta crescita, in quanto unico modo per generare le risorse necessarie. Ed è vero che i paesi con i migliori risultati economici sono anche quelli in grado di compiere i maggiori sforzi a questo riguardo. Ma ben pochi ormai sosterebbero che basta puntare alla crescita e lasciare che questa si prenda cura anche dei problemi ambientali.

Vi è chiaramente l'esigenza di un'azione specifica. Essa non deve necessariamente assumere la forma di una regolamentazione diretta e pervasiva. In molti casi gli obiettivi ambientali possono essere realizzati nel modo piú efficiente servendosi del meccanismo dei prezzi. Si tratta di un'area in cui i progressi dipendono dalla cooperazione a livello globale, non soltanto perché quasi tutti gli aspetti fanno parte di problemi mondiali e gli investimenti richiesti sono enormi, ma anche per considerazioni inerenti alla "parità di condizioni". Le distorsioni nella concorrenza dovute a differenze fra i paesi nel grado di lassismo ambientale tenderebbero a ridurre la volontà di agire. Tali considerazioni hanno senz'altro un peso nell'ambito dei paesi industriali, ma sono assai piú importanti nel rapporto fra Nord e Sud. I paesi in via di sviluppo desiderano sostanzialmente per se stessi quello che i paesi sviluppati hanno già. Le argomentazioni che equivalgono a negare loro ulteriori progressi in questa direzione ed a porre restrizioni alla crescita demografica sono viste da taluni paesi in via di sviluppo come un'ipocrisia, come un tentativo da parte del mondo industrializzato di difendere la propria posizione fortunata contro i non abbienti.

L'intera questione è della massima complessità, in quanto coinvolge problemi che vanno dalla crescita demografica ai vincoli sulla disponibilità delle fonti energetiche, ai rischi tecnologici e all'inquinamento come effetto collaterale della produzione e del consumo, per citare soltanto quelli piú diffusamente dibattuti. In taluni casi i metodi per trattare specifici problemi sono già tecnicamente disponibili; in altri lo potrebbero diventare qualora vi fossero consacrate risorse sufficienti, anche se possono rendersi necessari tempi lunghi per trovare le soluzioni. Inoltre, il mondo nel suo insieme potrebbe non essere sufficientemente ricco per realizzarle tutte. Ciò mette in evidenza un dilemma di fondo: se è già abbastanza arduo nutrire l'attuale popolazione mondiale impiegando metodi produttivi che non gravino oltremisura sull'ambiente, la prospettiva di crescite demografiche su scala senza precedenti anno dopo anno trasforma il tutto in una terribile corsa contro il tempo.

Ritornando a considerare i problemi di politica economica piú immediati che riguardano i paesi industriali e in via di sviluppo, nonché quelli in transizione verso l'economia di mercato, l'ultimo punto trattato in queste Conclusioni concerne il futuro del sistema commerciale mondiale. L'incertezza a riguardo della dinamica economica nei paesi industriali tende a stimolare le istanze protezionistiche e ad incoraggiare iniziative che vanno nel senso di un commercio



"amministrato". Ma sarebbe tragico se l'evoluzione verso il libero mercato da parte delle ex economie a pianificazione centrale e l'adozione di politiche più orientate al mercato nei paesi in via di sviluppo fossero rese assai più difficili dall'erezione di barriere aggiuntive nei paesi industriali. Tra l'altro, beni che molti dei paesi emergenti hanno disponibili per l'esportazione – prodotti agricoli, tessili e di abbigliamento – già figurano fra quelli maggiormente protetti dai paesi industriali. Inoltre, la crescente importanza dei blocchi commerciali comporta un pericolo: ove questi non siano accompagnati da una sostanziale riduzione delle barriere commerciali verso l'esterno si determinerà diversione, anziché creazione di commercio. Purtroppo vi sono ben poche indicazioni di una siffatta riduzione delle barriere esterne. Con il mantenimento dell'Articolo 115 del Trattato di Roma nell'accordo di Maastricht i singoli stati membri della Comunità restano legittimati a prendere unilateralmente provvedimenti protettivi *ad hoc* (con il consenso della Commissione) contro importazioni da paesi terzi. Ciò è persino in contrasto con l'idea di un autentico mercato unico nell'ambito della Comunità.

Le argomentazioni in favore del libero commercio sono vecchie quasi quanto l'economia politica come disciplina scientifica, e su scala globale sono irrefutabili. La libertà degli scambi comporta una migliore allocazione delle risorse e favorisce quindi la crescita. Il protezionismo trae forza dal fatto di fornire specifici vantaggi a gruppi relativamente ristretti che sono più consapevoli dei propri interessi particolari e sanno meglio farli valere presso le istanze politiche. I costi del protezionismo si ripartiscono in modo diffuso sulla società nel suo insieme, e segnatamente sui consumatori, e sono pertanto di più difficile individuazione. Inoltre a causa del maggiore lasso di tempo necessario affinché emergano appieno i benefici, il principio del libero commercio è svantaggiato sul piano politico. Quanto più democratico e meno esposto ai gruppi di pressione è il sistema politico di un paese, tanto maggiore tenderà ad essere la sua propensione alla libertà degli scambi.

Tali considerazioni hanno un interessante parallelo internazionale. Il libero commercio contribuisce grandemente ad assicurare il trattamento equo delle piccole nazioni nella sfera internazionale. Soltanto la stretta osservanza del principio del libero scambio basato su mercati aperti fornisce una protezione contro l'abuso di potere politico da parte dei paesi maggiori al fine di trarre vantaggi economici a scapito degli altri.

Il rischio di protezionismo in un mondo che non aderisce al principio del libero commercio scoraggia gli investimenti di capitale a più lungo termine in quanto rende aleatorio l'accesso ai mercati esteri. Inoltre, le misure protezionistiche non salvaguardano necessariamente l'occupazione interna, né favoriscono il conseguimento di obiettivi di bilancia dei pagamenti correnti, giacché nel corso del tempo esse tendono ad essere neutralizzate da aggiustamenti dei tassi di cambio. Mentre i settori protetti ne trarranno vantaggio, i settori non protetti nel medesimo paese – e all'interno di un'area di cambi fissi anche quelli degli altri paesi membri – subiranno appieno l'impatto del rapporto di cambio meno competitivo. In sintesi, oltre a essere per lo più inefficaci sul piano dell'occupazione e dei conti con l'estero, le misure protezionistiche, e specie le barriere non tariffarie, creano in generale incertezze e distorcono gravemente la funzione allocativa del meccanismo dei prezzi.

I paesi industriali hanno un ruolo di grande responsabilità quanto al benessere dell'economia mondiale nel suo insieme. Il rendere liberamente accessibili i propri mercati ai paesi in via di sviluppo ed ai paesi in transizione verso l'economia di mercato rappresenta il migliore contributo che ciascuno di essi può dare alla prosperità di questi paesi. Se i paesi industriali soppesassero gli interessi dei propri cittadini con imparzialità e considerassero i benefici a più lungo termine, essi giungerebbero inoltre alla conclusione che una siffatta politica non comporta nemmeno un effettivo onere. Come è stato affermato nel comunicato emesso al termine della recente riunione del Comitato interinale del Fondo monetario con riferimento all'Uruguay Round, il buon esito delle negoziazioni costituisce un imperativo.

Riassumendo: vi sono crescenti indicazioni che gli Stati Uniti stanno uscendo dalla recessione e che il miglioramento osservabile altrove in non poche grandezze fondamentali – siano esse l'incidenza del servizio del debito delle famiglie e delle imprese nei paesi industriali, la situazione debitoria esterna di importanti paesi in via di sviluppo, o le prospettive inflazionistiche in generale – consentirà ad altri paesi di muoversi nella stessa direzione. E' pertanto ingiustificato un atteggiamento di generale pessimismo circa l'imminenza di una depressione o di una crisi finanziaria a livello mondiale, e ciò non soltanto sulla base delle predette indicazioni, ma anche perché possediamo gli appropriati strumenti di politica economica atti a impedire che questo accada. Assai meno prevedibili sono per contro il ritmo, la forma e l'ampiezza della ripresa. Al tempo stesso è chiaro che, in primo luogo, la politica fiscale non sarà disponibile su scala globale per fornire uno stimolo significativo alla crescita e che, in secondo luogo, non sarebbe saggio impiegare indiscriminatamente la politica monetaria a tale scopo.

Nondimeno, i responsabili delle politiche hanno dinanzi a sé importanti linee d'azione. Le autorità monetarie dovrebbero far sí che la loro capacità di sventare o almeno di fronteggiare le manifestazioni di crisi, che è stata ben dimostrata in precedenti occasioni, tenga il passo con il contesto in rapido cambiamento dei mercati finanziari globalmente integrati e innovativi. I governi, giacché è menomata la loro capacità di accelerare direttamente la crescita mediante la gestione della domanda, dovrebbero concentrare la propria azione nell'ulteriore miglioramento dei fattori di fondo. Le politiche strutturali devono mantenere un posto eminente nella scala di priorità affinché si accresca la flessibilità dei mercati del lavoro e dei prodotti nei paesi industriali. Il condurre sotto controllo le emergenti tendenze inflazionistiche della Germania, ritornando alle migliori tradizioni di questo paese, è di grande importanza non soltanto per la Germania stessa e il resto dell'Europa, ma altresì per l'economia mondiale. Il proseguimento delle politiche di stabilizzazione adottate con successo in taluni paesi dell'America Latina e dell'Europa orientale, e la messa in opera di tali politiche nelle repubbliche dell'ex Unione Sovietica e altrove costituiscono una condizione necessaria per il progresso di questi stessi paesi. Il compito più importante è comunque quello di preservare, anzi di rafforzare, il sistema multilaterale di libero scambio, integrandovi sia i paesi in via di sviluppo sia le ex economie socialiste. Senza un tale sistema non è possibile mettere a frutto le grandi opportunità dischiuse dai radicali



cambiamenti politici degli ultimi anni. Non è forse utopistico esprimere la speranza che il consenso che pare oggi delinearsi sul modo migliore per affrontare le questioni di politica economica conduca infine tutti i paesi a dar prova, nella consapevolezza di quello che è davvero il loro interesse, di un più forte senso di solidarietà internazionale.

Basilea, 27 maggio 1992

ALEXANDRE LAMFALUSSY  
Direttore Generale

## Bilancio e Conto Profitti e Perdite

al 31 marzo 1992



# Bilancio al 31 marzo 1992

(in franchi oro – si veda la nota 1)

## Attivo

Oro .....		4 807 721 945
Cassa in contanti e conti a vista presso banche .....		12 412 915
Buoni del Tesoro .....		3 623 143 845
Depositi vincolati e anticipazioni		
In oro		
Fino a 3 mesi .....	222 004 872	
Ad oltre 3 mesi .....	237 890 301	
In valute		
Fino a 3 mesi .....	27 231 812 094	
Ad oltre 3 mesi .....	<u>4 356 195 519</u>	
		32 047 902 786
Titoli di Stato e altri titoli		
Fino a 3 mesi .....	4 629 091 936	
Ad oltre 3 mesi .....	<u>2 828 798 978</u>	
		7 457 890 914
Partite varie .....		11 979 653
Terreno, immobili ed arredi .....		<u>1</u>
		<u>47 961 052 059</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 1992 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 34 282 943 franchi oro.

		Prima della ripartizione dell'utile netto dell'esercizio	Dopo la ripartizione dell'utile netto dell'esercizio
<b>Passivo</b>			
<b>Capitale</b>			
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
<b>Riserve</b>			
Fondo di riserva legale .....	30 070 313		30 070 313
Fondo di riserva generale .....	646 716 157		672 816 157
Fondo speciale di riserva per i dividendi .....	39 530 055		42 530 055
Fondo di riserva libero .....	545 166 872		603 066 872
		1 261 483 397	1 348 483 397
<b>Depositi (in oro)</b>			
Banche centrali			
A vista .....	4 562 668 734		
Fino a 3 mesi .....	8 570 736		
Altri depositanti			
A vista .....	399		
		4 571 239 869	4 571 239 869
<b>Depositi (in valute)</b>			
Banche centrali			
A vista .....	1 823 379 546		
Fino a 3 mesi .....	36 234 316 484		
Ad oltre 3 mesi .....	575 079 090		
Altri depositanti			
A vista .....	39 055 050		
Fino a 3 mesi .....	1 618 101 350		
Ad oltre 3 mesi .....	5 162 449		
		40 295 093 969	40 295 093 969
Sistema previdenziale del Personale .....		158 256 993	158 256 993
Partite varie .....		1 259 814 546	1 259 814 546
Conto profitti e perdite .....		119 460 160	—
Dividendo pagabile il 1° luglio 1992 .....		—	32 460 160
		47 961 052 059	47 961 052 059

*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 1992, 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.

Basilea, 24 aprile 1992

PRICE WATERHOUSE



## Conto Profitti e Perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1992  
(in franchi oro)

Interessi netti e altri proventi di gestione .....		180 166 862
meno: Spese di amministrazione		
Consiglio di amministrazione .....	713 310	
Direzione e personale .....	28 255 767	
Funzionamento degli uffici e altre spese .....	<u>17 087 340</u>	<u>46 056 417</u>
Risultato netto di gestione .....		134 110 445
meno: Importi devoluti all'		
Accantonamento per spese straordinarie		
di amministrazione .....	3 650 285	
Accantonamento per la modernizzazione degli		
stabili ed il rinnovamento delle attrezzature .....	<u>11 000 000</u>	<u>14 650 285</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1992 ..		119 460 160
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>32 460 160</u>
		87 000 000
Trasferimento al Fondo di riserva generale .....		<u>26 100 000</u>
		60 900 000
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi .....		<u>3 000 000</u>
		57 900 000
Trasferimento al Fondo di riserva libero .....		<u>57 900 000</u>
		<u>          </u>

## Variazioni delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1992  
(in franchi oro)

### I. Evoluzione dei Fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1991-92

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero
Consistenza al 1° aprile 1991, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1990-91 .....	30 070 313	646 716 157	39 530 055	545 166 872
più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1991-92 .....	—	26 100 000	3 000 000	57 900 000
Consistenza al 31 marzo 1992, come da Bilancio .....	30 070 313	672 816 157	42 530 055	603 066 872

### II. Il Capitale versato ed i Fondi di riserva al 31 marzo 1992 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:

	Capitale versato	Riserve	Totale
Attività nette in			
Oro .....	295 703 125	366 391 184	662 094 309
Valute .....	—	982 092 213	982 092 213
	295 703 125	1 348 483 397	1 644 186 522



## Consiglio di amministrazione

Bengt Dennis, Stoccolma  
Presidente del Consiglio di amministrazione,  
Presidente della Banca

The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, Londra  
Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Dott. Carlo Azeglio Ciampi, Roma  
Bernard Clappier, Parigi  
Dott. Lamberto Dini, Roma  
Dott. W.F. Duisenberg, Amsterdam  
Prof. Dott. Leonhard Gleske, Francoforte  
Jacques de Larosière, Parigi  
The Rt. Hon. Robert Leigh-Pemberton, Londra  
Dott. Markus Lusser, Zurigo  
Prof. Dott. Helmut Schlesinger, Francoforte  
Alfons Verplaetse, Bruxelles  
Philippe Wilmès, Bruxelles

### *Sostituti*

A.D. Crockett, Londra, oppure  
M.D.K.W. Foot, 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
Rémi Gros	Condirettore Generale, Capo del Dipartimento Bancario
Dott. Giampietro Morelli	Segretario Generale, Capo di Dipartimento
Dott. Horst Bockelmann	Consigliere Economico, Capo del Dipartimento Monetario ed Economico
G.M. Gill	Vice Capo del Dipartimento Bancario, Direttore
Marten de Boer	Direttore, Contabilità, controllo a bilancio e sicurezza operativa
Jean Vallet	Vice Segretario Generale
André Bascoul	Direttore Supplente, Segretariato Generale
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
Jean-Claude Dagassan	Condirettore, Agente del FECOM
P.C. Bridge	Condirettore, Dipartimento Bancario
Jean-Marc Andreoli	Condirettore, Segretariato Generale
Yukio Iura	Condirettore, Dipartimento Bancario
Alexander Radzyner	Condirettore, Segretariato Generale
Claude Sivy	Condirettore, Controllo Sicurezza Operativa
Günter Pleines	Condirettore, Dipartimento Bancario
Robert von Werra	Condirettore, Dipartimento Monetario ed Economico
Dott. Gunter D. Baer	Segretario Generale del Comitato dei Governatori delle banche centrali degli Stati membri della CEE



