

---

# BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

---

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

---

1° APRILE 1992-31 MARZO 1993

BASILEA, 14 GIUGNO 1993

---

# Banca dei Regolamenti Internazionali

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

1° aprile 1992 – 31 marzo 1993   Basilea, 14 giugno 1993



# Indice

	Pagina
Presentazione .....	1
I. Turbolenza sui mercati dei cambi e piú diffusa recessione in Europa ...	3
II. Andamenti nei paesi industriali .....	9
Aspetti salienti .....	9
Aspetti principali dei recenti andamenti ciclici .....	10
Andamenti del prodotto e della domanda nei paesi industriali .....	12
<i>Esitante ripresa nei paesi entrati per primi in recessione</i> .....	12
<i>Aggravamento della recessione in presenza di rilevanti problemi strutturali</i> .....	18
<i>Rallentamento nella crescita del prodotto sotto l'impatto di una domanda estera calante e di vincoli di politica economica interna</i> .....	20
<i>Paesi in fase iniziale di recessione</i> .....	24
Andamenti sul mercato del lavoro nell'attuale ciclo .....	27
Ulteriore rallentamento dell'inflazione .....	30
Disinflazione, alti tassi d'interesse reali e dilemmi di politica economica in Europa .....	31
Politica fiscale e accumulazione del debito pubblico .....	35
<i>Evoluzione delle finanze pubbliche durante il recente ciclo</i> .....	35
<i>Programmi di bilancio per il 1993</i> .....	39
III. Andamenti negli altri paesi .....	41
Aspetti salienti .....	41
Andamenti nei paesi dell'Europa orientale .....	42
<i>Paesi in fase avanzata di trasformazione</i> .....	42
<i>Paesi nelle fasi iniziali di trasformazione</i> .....	45
<i>Gli andamenti nell'ex Unione Sovietica</i> .....	47
<i>La situazione del debito estero</i> .....	50
<i>I problemi comuni a tutti i paesi</i> .....	51
<i>Controllo aziendale e vincoli di bilancio rigidi</i> .....	52
<i>Le banche nei paesi in fase avanzata di trasformazione</i> .....	53
<i>Le difficoltà nella riforma del sistema bancario</i> .....	56
Tendenze recenti nei paesi in via di sviluppo e nelle NIEs .....	58
<i>Le NIEs</i> .....	58
<i>Altri paesi in via di sviluppo</i> .....	60
Distribuzione del reddito a livello mondiale e crescita economica a medio termine .....	65
<i>L'evoluzione nella distribuzione del reddito mondiale</i> .....	65
<i>Le determinanti della crescita: un'analisi di massima</i> .....	66
IV. Il commercio e i pagamenti internazionali .....	71
Aspetti salienti .....	71
Il commercio mondiale .....	72
<i>Andamenti</i> .....	72
<i>Politiche commerciali</i> .....	74

Andamenti delle partite correnti nei paesi industriali .....	76
<i>Fattori sottostanti</i> .....	76
<i>Stati Uniti</i> .....	79
<i>Giappone</i> .....	80
<i>Europa occidentale</i> .....	82
<i>Altri paesi industriali</i> .....	87
Ex economie a pianificazione centralizzata .....	88
<i>Europa orientale</i> .....	88
<i>L'ex Unione Sovietica</i> .....	91
Le NIEs dell'Asia e la Cina .....	93
Principali movimenti di capitali .....	96
<i>Investimenti diretti</i> .....	96
<i>Investimenti di portafoglio</i> .....	98
Movimenti di capitali dei principali paesi .....	99
Riserve internazionali non auree .....	102

## V. I mercati internazionali dei capitali .....

Aspetti salienti .....	105
Il mercato bancario internazionale .....	107
<i>Le banche dichiaranti e la crisi valutaria</i> .....	108
<i>Andamenti nei singoli centri di mercato</i> .....	110
<i>Struttura per nazionalità dell'attività bancaria internazionale</i> .....	112
<i>Operazioni dirette con il settore non bancario</i> .....	113
<i>Operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante</i> .....	115
<i>Il mercato dei prestiti consorziali</i> .....	118
Il mercato dei titoli .....	119
<i>Il mercato delle notes a breve e medio termine</i> .....	119
<i>Il mercato obbligazionario internazionale</i> .....	121
<i>Tipologia e nazionalità dei mutuatari</i> .....	124
<i>Gli sviluppi normativi e il concetto di obbligazione globale</i> .....	128
Il mercato dell'ECU privato .....	129
I mercati degli strumenti derivati .....	132
<i>Financial futures e opzioni negoziati in borsa</i> .....	132
<i>I mercati fuori-borsa</i> .....	133
<i>Altri sviluppi</i> .....	135
Oro .....	137

## VI. Politica monetaria: aspetti interni ed esterni .....

Aspetti salienti .....	140
Obiettivi della politica monetaria e indicatori del suo orientamento .....	141
La politica monetaria nei paesi con consolidati regimi di cambio fluttuante .....	142
<i>Andamenti degli aggregati monetari</i> .....	143
<i>Andamenti sui mercati del credito</i> .....	146
<i>Tassi d'interesse a lungo termine e tassi di cambio</i> .....	147
La politica monetaria nei paesi con impegni di tasso di cambio .....	148
<i>Quadro operativo della politica monetaria e sua credibilità</i> .....	151
<i>Vincoli associati ai cambi fluttuanti e ai tassi d'interesse a lungo termine</i> .....	153
Le risposte della politica monetaria alla crisi del mercato dei cambi .....	155
<i>Gli effetti degli interventi nei paesi con afflussi di capitali</i> .....	157
<i>Gli effetti degli interventi nei paesi con deflussi di capitali</i> .....	158
<i>Aspetti generali degli interventi</i> .....	158
<i>Gli aggiustamenti dei tassi d'interesse e la credibilità degli impegni di cambio</i> .....	159
<i>L'utilizzo dello strumentario della banca centrale per influenzare la traslazione dei tassi d'interesse</i> .....	160





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

	Pagina
<b>Turbolenza sui mercati dei cambi e più diffusa recessione in Europa</b>	
Crescita del prodotto mondiale .....	5
<b>Andamenti nei paesi industriali</b>	
PIL reale nei tre maggiori paesi industriali* .....	10
Andamento del PIL reale e delle componenti della domanda:	
maggiori paesi industriali .....	14
Regno Unito: accredito netto delle amministrazioni pubbliche, bilancia dei	
pagamenti e risparmio netto del settore privato* .....	16
Variazioni in termini reali del PIL e degli investimenti fissi lordi negli altri paesi industriali	17
Risparmio delle famiglie in determinati paesi* .....	20
Tassi di disoccupazione* .....	23
Andamenti nella Germania orientale: principali indicatori .....	27
Occupazione per settori in determinati paesi .....	28
Variazioni nella crescita dei costi di lavoro unitari, salari, produttività e tassi di	
disoccupazione .....	31
Inflazione dei prezzi al consumo .....	32
Differenziale fra le variazioni dei prezzi dei servizi e dell'indice generale dei prezzi in	
determinati paesi .....	33
Andamenti dei tassi d'interesse nei tre maggiori paesi industriali* .....	34
Andamenti della posizione di bilancio e del debito delle amministrazioni pubbliche ....	36
Variazioni del debito pubblico per fattori di accumulazione* .....	38
<b>Andamenti negli altri paesi</b>	
Andamenti del PIL reale .....	43
Repubbliche ceca e slovacca nel 1992 .....	44
Andamenti dei prezzi al consumo (pc) e delle retribuzioni (w) .....	46
Tassi di disoccupazione .....	48
Tasso di cambio bilaterale del rublo nei confronti del dollaro USA* .....	49
Saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche .....	51
Investimenti fissi lordi .....	52
Indicatori della situazione del sistema bancario in Ungheria .....	55
Andamenti degli aggregati creditizi e monetari .....	57
Crescita del PIL e inflazione nei PVS e nelle NIEs .....	59
Bilancia delle partite correnti nei PVS e nelle NIEs .....	62
Indicatori del commercio estero dei PVS e delle NIEs .....	64
Distribuzione del reddito mondiale per gruppi di popolazione .....	66
Distribuzione del reddito per aree geografiche .....	67
Variazioni del reddito pro capite per fattori determinanti* .....	68
<b>Il commercio e i pagamenti internazionali</b>	
Indicatori dell'interscambio mondiale* .....	73
Crescita della domanda interna rispetto al trend* .....	77

Tassi di cambio effettivi reali*	78
Quote di mercato nei tre principali mercati di esportazione*	79
Stati Uniti: bilancia delle partite correnti	80
Giappone: bilancia delle partite correnti	81
Tassi di cambio effettivi reali in determinati paesi europei*	83
Prezzi al consumo in determinati paesi europei, espressi in moneta comune	84
Germania: bilancia delle partite correnti	85
Bilancia delle partite correnti dei paesi industriali e delle NIEs dell'Asia	86
Tassi di cambio effettivi reali in altri paesi europei*	87
Commercio dei paesi dell'Europa orientale con i paesi industriali	89
Tassi di cambio effettivi reali in alcuni paesi dell'Europa orientale*	90
Cina: commercio estero	95
Struttura globale degli investimenti diretti	96
Movimenti di capitali per investimenti di portafoglio nei paesi industriali	97
Transazioni internazionali di portafoglio*	98
Germania: flussi di capitali	100
Movimenti di capitali: Stati Uniti e Giappone	101
Riserve ufficiali non auree	103

## I mercati internazionali dei capitali

Finanziamento netto sui mercati internazionali (stime)	106
Aspetti salienti dell'attività bancaria internazionale	107
Andamenti delle posizioni valutarie nette delle banche	109
Andamenti delle posizioni bancarie nei singoli centri dichiaranti	111
Attività e passività internazionali delle banche in base alla nazionalità di appartenenza	112
Operazioni delle banche dichiaranti alla BRI con soggetti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci	114
Operazioni delle banche dichiaranti alla BRI con i paesi esterni all'area dichiarante	117
Mercati interni e internazionali della commercial paper e delle notes a medio termine	120
Il mercato obbligazionario internazionale*	122
Tipologia e struttura per valute delle emissioni obbligazionarie internazionali	123
Attività di emissione sui mercati obbligazionari nazionali e internazionali	125
Attività di emissione di operatori del settore privato sui mercati mobiliari nazionali e internazionali	126
Rendimenti obbligazionari a lungo termine e tassi d'interesse sui depositi in eurodollari*	127
Il mercato dell'ECU privato*	130
Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse a livello mondiale	132
Mercati di determinati strumenti derivati negoziati fuori borsa	133
Caratteristiche principali del mercato degli <i>swaps</i> di tasso d'interesse	134
Composizione per monete dei nuovi <i>swaps</i> di valuta nel primo semestre 1992	135
Mercato dell'oro: fonti e impieghi (stime)	138

## Politica monetaria: aspetti interni ed esterni

Tassi d'interesse a breve e differenziali rispetto ai rendimenti obbligazionari*	142
Obiettivi pubblicati di politica monetaria	144
Indicatori delle condizioni monetarie negli Stati Uniti e in Giappone*	145
Crescita del portafoglio titoli e dei prestiti delle banche	146
Tassi d'interesse interbancari a tre mesi in vari paesi europei*	148
Obiettivi pubblicati di politica monetaria	149
Tasso di crescita effettivo e previsto di $M_3$ in Germania*	150
Crescita del credito bancario al settore privato	151
Differenziali dei tassi d'interesse a lungo termine rispetto alla Germania*	153

Differenziali impliciti dei tassi d'interesse a termine a un anno rispetto alla Germania*	154
Variazioni della base monetaria e contributi delle sue contropartite	156
Tassi d'interesse ufficiali, di mercato e sugli impieghi bancari*	162

## I prezzi delle attività e la gestione delle situazioni di dissesto finanziario

Corsi azionari*	166
Prezzi nominali degli immobili residenziali*	168
Prezzi nominali degli immobili non residenziali in alcune grandi città	169
Indici aggregati dei prezzi reali delle attività*	171
I due cicli ascendenti dei prezzi reali delle attività	172
I due cicli discendenti dei prezzi aggregati reali e nominali delle attività	173
Sensibilità dei prezzi aggregati reali delle attività alla crescita economica nei due cicli ascendenti	173
Prezzi reali aggregati delle attività e tassi d'interesse corretti per l'inflazione*	174
Costo corretto per l'inflazione del finanziamento per l'acquisto di abitazioni*	175
Prezzi aggregati reali delle attività e credito*	176
Indebitamento ipotecario*	177
Prestiti immobiliari delle banche in alcuni paesi	179
Redditività nelle maggiori banche nel 1991 e 1992	180
Operazioni di sostegno alle banche negli Stati Uniti	181
Operazioni di sostegno alle banche in determinati paesi	182
Costo per la risoluzione dei dissesti finanziari negli Stati Uniti*	183
Crediti bancari in sofferenza in determinati paesi, 1992	185
Forme di risoluzione di dissesto finanziario	187

## I mercati dei cambi: andamenti e possibili fattori esplicativi

Differenziali di tasso d'interesse rispetto agli Stati Uniti*	195
Tassi di cambio bilaterali del dollaro USA rispetto a determinate monete*	196
Tassi di cambio bilaterali di determinate monete rispetto al marco*	197
Valute europee con regimi di cambio fisso o ancorato all'ECU a metà 1992*	199
Differenziali dei tassi d'inflazione e di disoccupazione rispetto alla Germania occidentale*	205
Tassi di cambio effettivi reali in alcuni maggiori paesi*	206
Saldi delle partite correnti*	207
Differenziali dei tassi d'interesse reali rispetto alla Germania occidentale*	210
Saldi finanziari delle amministrazioni pubbliche*	212

## L'attività della Banca

Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1993	217
Prestito Dawes – Prestito Young	218
BRI: evoluzione del totale di bilancio negli ultimi cinque esercizi	219
BRI: evoluzione delle risorse negli ultimi cinque esercizi	220
BRI: origine delle risorse finanziarie esterne	221
BRI: natura e scadenza delle risorse finanziarie esterne	222
BRI: evoluzione degli impieghi e di altre attività, per tipologia	224
BRI: depositi vincolati e anticipazioni, titoli di stato e altri titoli, suddivisi in base alla vita residua	225



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

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria  
della Banca dei Regolamenti Internazionali  
tenuta in Basilea il 14 giugno 1993*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la sessantatreesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1992 e terminato il 31 marzo 1993.

Dopo il trasferimento di franchi oro 3.295.256 all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e di franchi oro 19.237.046 all'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature, l'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 139.895.417 a fronte di franchi oro 119.460.160 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 38.895.417 al pagamento di un dividendo di 240 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 30.300.000 al Fondo di riserva generale, franchi oro 5.000.000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 65.700.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1992-93 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1993.

## I. Turbolenza sui mercati dei cambi e piú diffusa recessione in Europa

Gli sviluppi economici degli ultimi dodici mesi non si prestano a una facile generalizzazione, se non per un aspetto: quasi tutti gli elementi positivi si rinvencono al di fuori dell'Europa. Fra questi il piú importante è che una modesta ripresa ha avuto inizio negli Stati Uniti, dove in pari tempo sono sensibilmente migliorate le condizioni del sistema bancario. Notizie confortanti provengono anche da un certo numero di paesi in via di sviluppo, in parte dell'America Latina, ma soprattutto del Sud-Est asiatico. Il recente annuncio in Giappone di una nuova manovra di rilancio di ampio respiro lascia sperare che la recessione economica in quel paese possa ben presto giungere al termine. D'altra parte, se nel Regno Unito pare aver preso avvio una ripresa, la situazione è nettamente peggiorata nell'Europa continentale, dove la produzione industriale è diminuita, l'andamento del PIL è stato tutt'al piú stagnante, e sono aumentati la disoccupazione e i disavanzi di bilancio. Le banche e le altre istituzioni finanziarie hanno accusato pesanti perdite in diversi paesi e i mercati valutari europei hanno vissuto situazioni di disordine senza precedenti. L'unico sviluppo indiscutibilmente positivo sulla scena europea è stato il consolidamento alquanto diffuso, e persino un miglioramento in alcuni casi, dei risultati ottenuti nella lotta all'inflazione.

Il Capitolo II esamina, per diversi gruppi di paesi industriali, le condizioni del ciclo e l'orientamento delle politiche di bilancio. Per molti aspetti il rallentamento economico nei paesi industriali di piú vecchia data ha ricalcato – sebbene con una certa asincronia – un profilo ciclico, ma la sua durata appare insolitamente lunga, e la ripresa nei paesi anglosassoni, le cui economie erano entrate in recessione già nel 1989 o nel 1990, procede a rilento. Le politiche fiscali anticicliche non hanno incontrato molto favore e in alcuni paesi con stringenti vincoli di bilancio persino agli stabilizzatori automatici è stato concesso di operare in misura limitata, in considerazione dell'ingente debito accumulato in passato. I benefici a breve termine degli stabilizzatori automatici e, *a fortiori*, di una politica espansiva della spesa pubblica hanno dovuto essere soppesati alla luce dei costi di finanziamento nel lungo periodo. Il Giappone ha costituito la principale eccezione a questa regola generale.

La politica monetaria è stata decisamente allentata in risposta alla debole congiuntura nei paesi in cui l'inflazione era regredita e la politica stessa non era vincolata da impegni di cambio (Capitolo VI). Tale allentamento non sembra avere per ora riattizzato l'inflazione, ma neppure il suo impatto anticongiunturale è stato particolarmente forte. Tra i vari canali di trasmissione interni, attraverso i quali un calo dei tassi a breve dovrebbe stimolare l'attività economica, il piú importante pare essere stato un certo alleggerimento dell'eccessivo onere debitorio nei settori delle famiglie e delle imprese. Nei paesi che



avevano ridotto i tassi a breve già da tempo, e a livelli molto bassi, i tassi a lunga hanno stentato a seguire, anche se infine essi sono calati. La loro flessione è stata significativa in altri paesi, nei quali i tassi a breve erano rimasti elevati o sono addirittura aumentati, riproponendo l'ormai noto quesito se ciò vada visto come un segno di grande credibilità dell'impegno antinflazionistico o piuttosto come l'espressione di mercati finanziari globalizzati.

L'assenza di un vero attivismo delle politiche anticicliche non è il riflesso di un atteggiamento di indifferenza, né della fiduciosa attesa che alla recessione dovrà seguire necessariamente una ripresa. Piuttosto, alla luce della passata esperienza, i governi si sono mostrati cauti e riluttanti a intraprendere un'azione che avrebbe accentuato gli squilibri strutturali di più lungo periodo del settore pubblico. Iniziative unilaterali di stimolo dell'economia – essi temevano – non avrebbero potuto sortire comunque grandi effetti. E fino a epoca recente non vi è stato molto entusiasmo per un'azione coordinata, né a livello di Comunità europea né all'interno del Gruppo dei Sette. Un ambito che necessita urgentemente di ulteriore considerazione è senza dubbio quello della politica commerciale. In quest'area il potenziale di conflittualità è enorme, come confermano le notizie di nuove dispute che si susseguono a ritmo quasi giornaliero. La recente tendenza al bilateralismo e regionalismo nell'interscambio, e l'ulteriore ritardo nella conclusione dei negoziati sull' "Uruguay Round" del GATT sono sviluppi preoccupanti, su cui si ritornerà nel Capitolo IV.

In Europa, la Germania è rimasta decisamente al centro del dibattito sulle politiche, non da ultimo per il suo ruolo-chiave nel meccanismo di cambio dello SME. In questo paese (così come nella maggior parte dell'Europa) la "normale" contrazione ciclica, dopo la lunga fase espansiva iniziata nel 1983, è stata ritardata dal forte impulso di domanda impartito dall'unificazione a partire dalla metà del 1990. E' tuttavia evidente che i problemi economici della Germania non sono di natura puramente congiunturale. Ne è prova l'ingente flusso di trasferimenti dalle regioni occidentali che mantiene la domanda interna nei nuovi *Länder* a un livello doppio di quello, fortemente ridotto, della produzione in quest'area. Per giunta gli investimenti privati nella parte occidentale del paese sono sensibilmente rallentati, anche a causa dei molti incentivi predisposti per attrarre investimenti nelle regioni orientali. Il PIL reale della Germania occidentale è in calo dalla metà del 1991, se si esclude l'impennata del primo trimestre del 1992. Nonostante questo pronunciato raffreddamento dell'economia, il tasso d'inflazione – in parte per effetto di modifiche nella tassazione indiretta, ma prevalentemente come conseguenza della spinta sui costi impressa dalla rapida progressione salariale – ha raggiunto ora uno dei livelli più alti tra i paesi del Gruppo dei Sette. In considerazione dell'elevato disavanzo di bilancio, riconducibile sia agli ingenti trasferimenti alle regioni orientali del paese sia alla recente contrazione ciclica, la politica monetaria ha mantenuto un orientamento alquanto restrittivo fino al 1992 inoltrato ed è stata allentata solo in modo cauto, ma costante, a partire dal settembre 1992, allorché sono esplose le turbolenze sui mercati valutari europei ed è divenuta sempre più evidente la portata dell'indebolimento economico.

Mentre l'orientamento delle politiche in Germania è stato oggetto di critiche sia all'interno sia all'estero, la situazione nel paese era tale per cui fino

Crescita del prodotto mondiale <sup>1</sup>							
Gruppi di paesi e aree	1984-86 PIL	1982-87 media	1988	1989	1990	1991	1992
	in % del totale	variazioni percentuali del PIL reale					
Sette paesi maggiori	61,2	3,4	4,5	3,3	2,3	0,8	1,5
Altri paesi industriali <sup>2</sup>	12,7	2,8	3,6	3,8	3,0	0,8	1,0
Paesi in via di sviluppo	19,7	3,7	4,1	3,6	3,7	3,5	4,6
Maggiori produttori di petrolio <sup>3</sup>	6,7	0,3	0,7	3,8	5,2	3,5	5,2
Altri paesi	13,0	5,5	5,8	3,5	2,9	3,5	4,3
Africa e Medio Oriente	2,2	2,9	4,5	1,4	1,8	1,5	0,9
Asia	6,9	7,6	9,4	5,4	5,7	5,1	7,0
di cui: NIEs <sup>4</sup>	1,7	9,4	9,6	6,3	6,8	7,1	5,3
America Latina	3,9	3,3	0,2	1,4	-1,3	1,7	1,6
Europa orientale	6,4	2,7	3,3	1,6	-4,8	-11,7	-15,9
Totale mondiale	100,0	3,3	4,3	3,3	2,2	0,5	1,1
Per memoria: totale mondiale, esclusa Europa orientale		3,4	4,3	3,4	2,7	1,4	2,2

<sup>1</sup> Per i sette maggiori paesi industriali e per gli altri paesi industriali, tassi medi di crescita ponderati in base al PIL e ai tassi di cambio del 1990; per l'Europa orientale, in base al PIL e ai tassi di cambio del 1990-91 (compresa, fino al 1991, la Germania orientale). Le altre medie sono ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio del 1984-86 e includono tutti i paesi il cui PIL nel 1985 ammontava ad almeno \$USA 0,1 miliardi. <sup>2</sup> Comprende i paesi elencati nella tabella di pagina 17, più Islanda, Lussemburgo e Malta. <sup>3</sup> Membri OPEC, Ecuador, Messico e Trinidad e Tobago. <sup>4</sup> Economie di recente industrializzazione: Cina di Taipei, Corea del Sud, Hong Kong e Singapore.

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

all'estate scorsa la maggior parte degli osservatori ravvisava uno scarso margine di manovra nella conduzione della politica monetaria, dato il livello dell'inflazione e il peggioramento delle finanze pubbliche. Nello stesso tempo ciò poneva chiaramente problemi ai paesi legati alla Germania attraverso gli Accordi europei di cambio (AEC), specie nei casi in cui le prospettive economiche si stavano deteriorando. Pur avendo talora tassi d'inflazione più bassi e una domanda interna più debole che in Germania, questi paesi hanno dovuto allinearsi ai tassi a breve tedeschi persino in situazioni di calma sui mercati dei cambi. Le loro differenti condizioni interne non si sono tradotte in un vantaggio di tasso d'interesse per l'atteso apprezzamento delle proprie monete, dato l'incontestato ruolo del marco come ancora nominale del sistema.

Questa situazione, già alquanto complicata, ha finito con l'intrecciarsi con i destini del Trattato di Maastricht concordato nel dicembre 1991. Era previsto che il processo di ratifica dovesse concludersi entro la fine del 1992. In Danimarca e Irlanda ciò comportava un referendum. Sebbene l'esito di una consultazione popolare comporti sempre un margine di incertezza, per i restanti paesi la ratifica veniva generalmente considerata come un risultato scontato, dato l'ampio consenso tra i vari schieramenti politici. Di conseguenza, la prospettiva del duplice referendum non intaccava l'opinione prevalente che dava praticamente per certa la ratifica del Trattato.



A corollario di ciò vi era in molti il fermo convincimento che la transizione verso l'Unione monetaria europea, dopo oltre cinque anni di sostanziale stabilità dei cambi, non sarebbe stata intralciata da un deliberato riallineamento delle parità negli AEC. Era divenuto quasi un luogo comune che i riallineamenti potevano essere evitati, se le autorità lo volevano, ricorrendo a piccoli ritocchi dei tassi a breve i quali, in un contesto di elevata mobilità dei capitali tra i paesi membri della CEE, sarebbero bastati ad attivare flussi di capitali sufficientemente ampi da allentare le tensioni nei mercati dei cambi.

Quando il 2 giugno 1992 il popolo danese respinse di stretta misura il Trattato, tutte queste presupposizioni vennero rimesse in discussione. Una conseguenza inevitabile era che la ratifica non sarebbe stata completata nel 1992, con la possibilità che venisse sovvertita l'intera tabella di marcia, quand'anche il Trattato fosse stato infine approvato. Nel frattempo non potevano più essere esclusi riallineamenti. Gli eventi che sono seguiti hanno completamente ribaltato il nuovo credo della stabilità dei cambi basata sulla possibilità di aggiustamenti dei tassi a breve. I peggiori attacchi speculativi mai visti sui mercati dei cambi, in termini di volumi e di numero di valute, hanno messo alla prova ai limiti della resistenza la capacità delle autorità di porre in atto e mantenere aggiustamenti dei tassi d'interesse. Sono emerse notevoli differenze nella reattività delle economie nazionali agli aumenti dei tassi a breve, verosimilmente di riflesso a profonde diversità strutturali nei mercati finanziari, non facilmente valutabili sotto il profilo delle politiche e dell'efficienza (Capitolo VI).

Questi fattori tecnici, che si sono sommati alla durata e alla gravità della recessione in Gran Bretagna, senza dubbio hanno svolto un ruolo importante nella decisione delle autorità britanniche di sospendere la partecipazione agli AEC nel settembre dello scorso anno, decisione che è stata giustificata sulla base dell'argomentazione che ciò avrebbe consentito di adeguare la politica monetaria alle esigenze dell'economia sul piano interno. Gli attacchi speculativi hanno investito in misura crescente anche altre valute. Dopo un'iniziale svalutazione della lira (che ha preceduto la decisione britannica), l'Italia decideva a sua volta "di astenersi temporaneamente dagli interventi sui mercati dei cambi", mentre la Spagna procedeva a una svalutazione della peseta. Nel novembre 1992 e nel maggio 1993 la Spagna si è vista costretta a svalutare la propria moneta altre due volte, in entrambi i casi rendendo inevitabile una svalutazione dell'escudo portoghese. Frattanto, alla fine del gennaio di quest'anno aveva dovuto essere svalutata anche la sterlina irlandese. D'altra parte, nonostante le massicce pressioni sul franco francese e sulla corona danese, i rapporti di cambio tra queste due valute, quelle del Benelux e il marco hanno potuto essere preservati. Il Capitolo VIII e parte del Capitolo VI della Relazione trattano in modo più approfondito questi sviluppi e le loro implicazioni. Due di esse meritano di essere qui considerate. La prima riguarda il funzionamento degli AEC. Il graduale trasformarsi di questo meccanismo da regime di cambi fissi ma aggiustabili in sistema di parità congelate è in buona parte responsabile dell'intensità e dell'ampiezza della crisi, in quanto ha inibito quel preventivo aggiustamento delle parità che sarebbe stato giustificato dal graduale emergere di distorsioni di fondo nei rapporti di cambio e di altri gravi squilibri. I riallineamenti hanno

dovuto infine essere compiuti in condizioni di crisi, precipitosamente, innescando attacchi speculativi anche nei casi in cui le grandezze economiche fondamentali erano solide. In secondo luogo, la portata e la velocità dei movimenti di capitali, che sono la conseguenza della deregolamentazione, innovazione e globalizzazione dei mercati finanziari, suscitano interrogativi non solo per gli AEC ma anche, più in generale, per l'ordine monetario internazionale. Il sensazionale aumento della mobilità dei capitali ha riportato alla ribalta il dibattito sui pregi e sui difetti dei diversi regimi di cambio.

Le onde d'urto provenienti dalla crisi degli AEC del settembre scorso non hanno particolarmente aggravato i problemi che si erano andati accumulando nel settore finanziario di un numero crescente di paesi. Vi possono essere diverse ragioni a spiegazione di ciò. Le perdite derivanti dai movimenti dei tassi di cambio si sono per lo più concentrate nel settore ufficiale. Le istituzioni finanziarie private potrebbero essere state in grado di compensare con gli utili da operazioni in cambi le perdite subite in altri settori operativi. Inoltre, l'impiego di tecniche di copertura può aver fornito un'efficace protezione a una parte degli operatori di mercato. Infine, le turbolenze non hanno particolarmente coinvolto le principali valute di altre parti del mondo, poiché la crisi è stata, in termini geografici, limitata. Negli Stati Uniti le gravi difficoltà nel settore finanziario sono state gradualmente superate, sebbene a un costo elevato. Nella maggior parte degli altri paesi con problemi analoghi un miglioramento non è ancora in vista. Il Capitolo VII tratta di questi problemi in modo particolareggiato. Gli aspetti più interessanti sono le connessioni con altri sviluppi nelle economie coinvolte, in particolare per quanto riguarda il ciclo dei prezzi delle attività.

Elementi più positivi sono riscontrabili in alcuni paesi in via di sviluppo e segnatamente nell'Estremo Oriente. La Cina merita una menzione speciale, in quanto offre un'impressionante dimostrazione delle forze dinamiche che possono essere messe in moto da una liberalizzazione, seppure controllata, e dall'apertura al mondo esterno. Le dinamiche economie minori dell'Asia hanno continuato a beneficiare intensamente del commercio internazionale. Vale la pena di rilevare che nel 1992 la crescita economica nei paesi in via di sviluppo ha largamente superato quella del mondo industrializzato per il terzo anno consecutivo (tabella di pagina 5). L'America Latina ha compiuto ulteriori passi sul sentiero della ripresa, benché vi siano eccezioni e non sia affatto certo che ovunque si faccia tesoro degli insegnamenti da trarre dal passato (Capitolo III).

La situazione è parimenti migliorata lo scorso anno in quei paesi dell'Europa orientale che sono ulteriormente progrediti nel processo di trasformazione. Gli scambi con l'Occidente hanno fornito l'impulso più vigoroso. I problemi che si trovano a dover affrontare i responsabili delle politiche delle economie in transizione sono presi in esame nel Capitolo III, che tratta in particolare della ristrutturazione del settore finanziario, la quale è di vitale importanza per l'evoluzione economica nel medio periodo. Tuttavia, a causa di gravi carenze e della mancanza di coerenza nelle politiche economiche che si stanno attualmente perseguendo, le prospettive per molti paesi di quest'area restano poco confortanti. Il forgiare un nuovo ordine politico nel momento in



cui la necessaria ristrutturazione economica comporta pesanti privazioni per un periodo di tempo prolungato è il compito centrale che devono affrontare questi paesi, ed in particolare i nuovi stati dell'ex Unione Sovietica.

Questi non sono che alcuni dei temi trattati nella Relazione di quest'anno. Un intero capitolo è dedicato, come di consueto, all'evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale (Capitolo V). L'ordine dei capitoli è stato leggermente modificato, dedicando il Capitolo VIII agli sviluppi recenti sui mercati dei cambi e alla loro analisi.

## II. Andamenti nei paesi industriali

### Aspetti salienti

Gli andamenti dello scorso anno hanno avuto due aspetti principali: l'eccezionale lentezza della ripresa nei paesi che erano entrati per primi in recessione, nonché il progressivo indebolirsi dell'attività economica in Europa e in Giappone. Una delle ragioni della lenta ripresa pare essere stata l'ampia ristrutturazione dei bilanci che ha fatto seguito al ciclo dei prezzi delle attività e al forte indebitamento accumulato dalle imprese e dalle famiglie nel corso degli anni ottanta. In siffatte circostanze, una riduzione sostanziale dei tassi d'interesse ha avuto effetti soltanto limitati sulla dinamica del prodotto, pur riducendo l'incidenza degli oneri finanziari per le famiglie e migliorando il *cash flow* aziendale.

In Europa, per contro, l'elevata inflazione e una politica monetaria in Germania che ha cominciato a essere allentata soltanto nell'autunno hanno contribuito a determinare alti tassi d'interesse reali in quei paesi che usano il marco come ancora per le proprie politiche monetarie antinflazionistiche. Combinandosi con i vincoli posti dai bilanci pubblici e con una domanda estera calante, ciò ha determinato una crescente incoerenza fra obiettivi interni ed esterni, che ha costituito una delle cause delle turbolenze sui mercati valutari nell'autunno del 1992. Nei paesi nordici le conseguenze del ciclo dei prezzi delle attività e degli elevati livelli di indebitamento sono state acuite da vari problemi strutturali e da una grave crisi del settore finanziario.

Un particolare fattore di preoccupazione per i responsabili delle politiche è stato il nuovo aggravarsi della disoccupazione, osservabile nella quasi totalità dei paesi. Esso è attribuibile tanto alla componente ciclica quanto a quella strutturale e ha avuto luogo in presenza di tassi d'inflazione eccezionalmente bassi e calanti.

Le maggiori uscite per sussidi di disoccupazione e provvedimenti volti a stimolare l'occupazione, unitamente a una caduta ciclica delle entrate tributarie, hanno determinato in quasi tutti i paesi un'espansione del fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Di conseguenza, lo scorso anno si è assistito a un generale scostamento dagli obiettivi a medio termine di consolidamento fiscale, e nei paesi con una forte incidenza del debito sul PIL si è fatta ancora più pressante l'esigenza di evitare un insostenibile deterioramento della finanza pubblica. Inoltre, anche taluni paesi con un basso indebitamento del settore pubblico, ma con un fabbisogno finanziario in rapido aumento nel 1992, potrebbero presto trovarsi nella situazione in cui, in difetto di adeguate misure di risanamento del bilancio, il servizio del debito generi un'ulteriore crescita del debito stesso in rapporto al PIL. Un'eccezione notevole nel generale contesto di restrizione fiscale è costituita dal Giappone, dove nel corso degli ultimi nove

mesi sono state adottate o proposte misure espansive per un importo equivalente a circa il 5% del PIL.

## Aspetti principali dei recenti andamenti ciclici

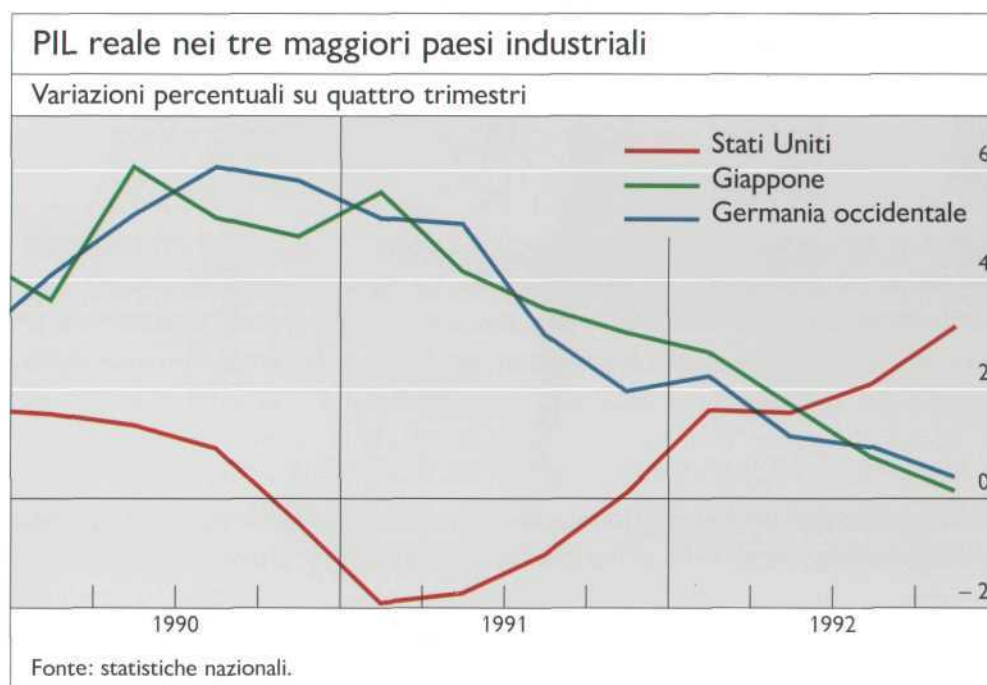
Lo scorso anno la crescita nei paesi industriali è rimasta a un livello basso, seppure leggermente superiore a quello registrato nel 1991. Nella prima parte del 1992 la divergenza nei tassi di sviluppo fra i tre maggiori paesi, che aveva caratterizzato gran parte dell'anno precedente, è andata restringendosi in seguito al rallentamento subito dalle economie giapponese e tedesca. In corso d'anno, tuttavia, la ripresa ha acquistato vigore nell'America del Nord, mentre l'attività si è indebolita ulteriormente, e più del previsto, in Giappone e Germania (grafico seguente). Pertanto, il ciclo ha nuovamente mostrato un elevato grado di asincronismo.

Nonostante l'incipiente ripresa nell'America del Nord, un'altra caratteristica del presente ciclo economico è stata l'eccezionale durata della fase discendente e la lentezza del recupero nei paesi che per primi erano entrati in recessione. Rispetto ai precedenti cicli degli anni settanta e ottanta, quello attuale presenta un profilo meno accentuato, ma una durata maggiore. Questo fenomeno, assieme al progressivo indebolirsi dell'attività economica nell'Europa continentale, è uno dei maggiori problemi che si sono posti ai responsabili delle politiche lo scorso anno.

Considerando questi aspetti unitamente alla fase congiunturale in cui si trovano attualmente le varie economie, è possibile distinguere quattro gruppi di paesi. In un primo gruppo, comprendente gli Stati Uniti e la maggior parte degli altri paesi anglosassoni, la recessione ha avuto inizio relativamente presto ed è stata caratterizzata da una ristrutturazione dei bilanci indotta dal precedente ciclo dei prezzi delle attività e dal connesso maggiore indebitamento

Ciclo attuale caratterizzato da una crescita lenta e da marcate differenze fra...

...i paesi anglosassoni...





... i paesi  
nordici...

... l'Europa  
continentale ...

... il Giappone  
e la Germania

Disoccupazione  
crescente  
che riflette ...

... fattori  
strutturali  
e gli effetti  
dell'automazione

delle famiglie e delle imprese. Ciò ha protratto la recessione e rallentato la ripresa, e ha inoltre fatto sí che i tassi d'interesse decisamente piú bassi – specie negli Stati Uniti – esercitassero un impatto soltanto limitato sulla domanda aggregata. La ristrutturazione dei bilanci ha costituito un aspetto preminente anche nel secondo gruppo di paesi in cui figurano Finlandia, Norvegia e Svezia. Dati i gravi problemi strutturali, in Finlandia e Svezia la recessione è stata assai piú acuta che nella maggior parte degli altri paesi industriali, e le prospettive di una ripresa in tempi brevi sono piuttosto scarse. In tutti e tre questi paesi, cosí come in alcuni del primo gruppo, sono ravvisabili i segni di una "deflazione da debito", in quanto sono calati i prezzi delle attività e sia le famiglie che le imprese hanno decurtato la spesa per poter rimborsare le piú elevate passività reali. La maggioranza dei paesi dell'Europa continentale può essere ricompresa in un terzo gruppo, caratterizzato da un progressivo indebolimento dell'attività economica nel corso del 1992. Le previsioni per il 1993, dopo essere state ampiamente corrette verso il basso, indicano ulteriori decrementi o, nei casi piú favorevoli, una situazione immutata. In questo gruppo i fattori predominanti sono stati la domanda estera calante e i vincoli di politica economica, che trovano riflesso negli alti tassi d'interesse e nella crescente incoerenza fra obiettivi interni ed esterni. Il quarto gruppo, infine, comprende i paesi che si trovano nelle fasi iniziali della recessione, sebbene fra di essi vi siano ampie differenze quanto alle cause sottostanti. In Giappone l'aspetto predominante è stato l'impatto sfavorevole di un ciclo dei prezzi delle attività piú pronunciato che nei paesi anglosassoni. In Germania la presenza di problemi distributivi irrisolti, unitamente all'orientamento restrittivo delle politiche, ha condotto a una situazione di inflazione ostinatamente elevata e di rapido indebolimento dell'attività economica.

Lo scorso anno la disoccupazione ha iniziato ad aumentare in Europa ed è ulteriormente salita nei paesi in fase di ripresa, nonostante questi avessero da tempo superato il punto di svolta inferiore. Oltre ad accrescere la già grande massa dei senza lavoro, ciò ha depresso la fiducia dei consumatori ed ha acuito il pericolo di misure protezionistiche. Inoltre, i conseguenti squilibri nei bilanci pubblici hanno indotto diversi paesi ad adottare provvedimenti per controbilanciare gli effetti degli stabilizzatori automatici, e hanno reso quasi ovunque impossibile l'impiego di politiche espansive.

Il livello elevato e in aumento della disoccupazione costituisce di per sé un problema sociale ed economico di crescente gravità. Specie nell'Europa continentale, dove il 40–50% dei disoccupati è privo di impiego da dodici e piú mesi, il fenomeno è di natura strutturale e non può essere facilmente eliminato con piú rapidi ritmi di crescita. Le cause di fondo non sono state chiaramente individuate, ma fra di esse paiono esservi gli elevati salari minimi e contributi sociali, che fanno lievitare i costi della manodopera, la rigidità delle strutture retributive e dei salari reali, le regolamentazioni restrittive e la bassa mobilità del lavoro. Quali che siano le esatte cause, con il trascorrere del tempo diviene sempre piú difficile apprestare rimedi efficaci, anche perché gli inoccupati perdono progressivamente il collegamento con il mercato del lavoro. Parte del recente aumento della disoccupazione nell'America del Nord e in Europa potrebbe essere invero di natura transitoria ed è ricollegabile a



cambiamenti nella struttura della produzione e dell'interscambio intervenuti in seguito alla rimozione di barriere commerciali e alla sostituzione di manodopera con procedure automatizzate. La portata del processo di ristrutturazione e di automazione costituisce un fatto nuovo, indotto in parte dai tassi d'inflazione eccezionalmente bassi che caratterizzano il corrente ciclo economico. A ciò si è inoltre accompagnata una marcata, e forse non solo temporanea, accelerazione nella crescita della produttività.

## Andamenti del prodotto e della domanda nei paesi industriali

### *Eitante ripresa nei paesi entrati per primi in recessione*

Dopo una "falsa partenza" nel 1991, allorché l'apparente ripresa nei primi mesi dell'anno si era in seguito smorzata, negli *Stati Uniti* si è manifestato un più robusto recupero durante il secondo semestre del 1992 (tabella a pagina 14). Tale ripresa è stata trainata dai consumi e dagli investimenti residenziali, ed è in parte attribuibile a un accumulo di domanda, specie di beni di consumo durevoli. Essa è altresì dovuta ai progressi compiuti nella ristrutturazione dei bilanci, poiché il rapporto fra servizio del debito e reddito disponibile per i proprietari di abitazioni è fortemente diminuito in seguito al calo dei tassi d'interesse e ai rimborsi di passività. Nel settore delle imprese vi sono state parimenti indicazioni di un attenuarsi degli effetti negativi della ristrutturazione sulla domanda. E' infatti ripresa la costituzione di scorte e si è ulteriormente accelerata la crescita degli investimenti in beni strumentali, specie elaboratori elettronici, che aveva sostenuto l'attività economica durante tutta la recessione. Per contro, ha continuato a calare l'investimento in edifici non residenziali, a causa dell'elevata quota di fabbricati inutilizzati e dei prezzi cedenti. Anche la spesa pubblica è diminuita in termini reali, in seguito ai minori stanziamenti per la difesa e in ragione della fragile situazione finanziaria a tutti i livelli dell'amministrazione. Inoltre, le esportazioni reali nette, che erano state un importante fattore di sostegno dal 1987, si sono indebolite per il rallentamento delle esportazioni e il netto aumento delle importazioni.

Nonostante le migliorate prospettive, la ripresa permane fragile e nel primo trimestre di quest'anno la crescita ha subito un netto rallentamento, dovuto a una spesa più esitante da parte delle famiglie e a un calo delle spese militari che non ha precedenti da oltre vent'anni. Misurata rispetto al minimo ciclico degli inizi del 1991, la ripresa appare come una delle più deboli del periodo postbellico, e ciò è particolarmente evidente nell'occupazione privata non agricola, che alla fine dello scorso anno restava di circa il 20% inferiore al livello di metà 1990. Il protratto calo dell'occupazione è in parte dovuto al ritmo lento della ripresa, ma anche alle misure di compressione dei costi risultanti in una maggiore crescita della produttività. Di conseguenza la disoccupazione è rimasta elevata o ha continuato a salire.

Un altro fattore che ha ritardato la ripresa è il perdurante declino dei salari reali. Nel breve periodo ciò può essere visto come una risposta flessibile alle condizioni di debolezza del mercato del lavoro; in una prospettiva di più lungo periodo rispecchia una tendenza alquanto peculiare degli *Stati Uniti*. Le retribuzioni orarie reali sono andate calando dai primi anni settanta, e durante

Inizio della ripresa negli Stati Uniti...

... con una disoccupazione tuttora elevata

Diminuzione dei salari reali e crescenti differenziali di reddito

tutto il decennio successivo tale calo si è accompagnato a un progressivo ampliamento dei differenziali retributivi, con un miglioramento della posizione dei salariati nella fascia di reddito superiore. Per contro, i lavoratori meno qualificati nella fascia più bassa hanno subito un costante deterioramento della loro posizione reddituale relativa. L'incidenza dei percettori di reddito situati nella fascia intermedia, dove un tempo si addensavano gli operai non specializzati dell'industria manifatturiera, è andata contraendosi di pari passo con il processo di automazione e il calo d'importanza di questo settore produttivo. Durante tutti gli anni ottanta questo "processo di polarizzazione", osservabile anche nel Regno Unito, aveva contribuito a creare un numero di posti di lavoro ben più alto che, per esempio, nell'Europa continentale, dove nella maggior parte dei settori i salari minimi e altre rigidità mantenevano le retribuzioni reali al di sopra dei livelli di equilibrio del mercato. Tuttavia, la creazione di posti di lavoro negli Stati Uniti si è accompagnata a una crescita bassa o negativa dei salari reali e, fino in epoca recente, a una debole dinamica della produttività.

Ripresa trainata  
dalle esportazioni  
in Canada...

In *Canada* la recessione era iniziata prima che negli Stati Uniti, e la ripresa che ha preso avvio lo scorso anno appare meno robusta. Essa è principalmente trainata dalle esportazioni, mentre la dinamica della domanda interna resta debole. I profitti hanno subito un forte calo, specie nel settore manifatturiero, dove la produzione e l'occupazione erano diminuite rispettivamente del 15% e di oltre il 20% durante la recessione. Nondimeno, la domanda di investimenti in macchine e attrezzature delle imprese è rimasta relativamente sostenuta, per effetto sia degli sforzi delle aziende di mantenersi competitive in una situazione di maggiore libertà commerciale sia dei cambiamenti nel regime fiscale che hanno abbassato i costi di capitale. D'altra parte, l'attività nel comparto delle costruzioni non residenziali ha subito un'ulteriore contrazione per motivi analoghi a quelli citati per gli Stati Uniti.

... con una  
disoccupazione  
elevata e bassa  
inflazione

A causa della lentezza della ripresa e per effetto del processo di ristrutturazione nel settore delle imprese, l'occupazione è calata, e alla fine dello scorso anno il tasso di disoccupazione, pari all'11<sup>1</sup>/<sub>2</sub>%, risultava salito di 4 punti rispetto al livello ante-recessione. Come conseguenza delle condizioni depresse del mercato del lavoro e della più forte crescita della produttività, la dinamica dei costi unitari della manodopera ha segnato un deciso rallentamento. Ciò ha contribuito a compensare l'effetto iniziale di traslazione sui prezzi dell'indebolimento del tasso di cambio e a mantenere l'inflazione dei prezzi al consumo nella zona inferiore della fascia-obiettivo stabilita dalle autorità. A differenza di quanto avvenuto nella recessione dei primi anni ottanta, la bilancia dei pagamenti correnti è rimasta deficitaria, per effetto del vigore degli investimenti in macchine e attrezzature e delle connesse importazioni, ma anche dell'ingente fabbisogno di finanziamento del settore pubblico, in gran parte di natura strutturale.

Recessione  
prolungata nel  
Regno Unito...

La recessione è cominciata nel *Regno Unito* pressoché alla stessa epoca che in *Canada*, ed è stata una delle più lunghe del periodo postbellico. Essa è proseguita durante quasi tutto il 1992, ma nei primi mesi dell'anno in corso vi sono state indicazioni di un'incipiente ripresa e di un miglioramento del clima di fiducia delle imprese. La spesa delle famiglie ha rappresentato un importante



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

Paesi e periodi	PIL	Doman- da interna totale	Componenti della domanda					Per memo- ria: investi- menti fissi privati non residen- ziali <sup>1, 3</sup>
			Con- sumi privati	Spesa pub- blica <sup>1</sup>	In- vesti- menti fissi privati <sup>1</sup>	Varia- zione delle scorte <sup>2</sup>	Espor- tazioni nette <sup>2</sup>	
variazioni percentuali								
Stati Uniti								
1982-89	3,7	3,9	3,7	3,2	4,4	0,2	-0,3	3,2
1990	0,8	0,4	1,2	2,8	-2,8	-0,5	0,5	-0,4
1991	-1,2	-1,8	-0,6	1,2	-8,5	-0,3	0,6	-7,1
1992	2,1	2,5	2,3	-0,3	5,5	0,3	-0,4	3,0
1992, 4° trim. <sup>4</sup>	3,1	3,7	3,4	0,4	9,5	0,0	-0,6	7,9
Giappone								
1982-89	4,2	4,5	3,8	1,3	8,4	0,1	-0,2	9,6
1990	4,9	5,1	4,0	3,3	10,0	-0,3	-0,3	11,5
1991	4,1	2,7	2,2	2,8	2,8	0,3	1,4	5,8
1992	1,3	0,6	1,8	6,6	-4,2	-0,2	0,7	-3,9
1992, 4° trim. <sup>4</sup>	0,2	-0,5	0,3	6,9	-5,7	-0,2	0,6	-6,8
Germania <sup>5</sup>								
1982-89	2,4	2,5	2,3	1,2	3,3	0,2	0,0	4,6
1990	5,1	4,9	5,4	2,3	9,6	-0,6	0,3	10,3
1991	3,7	3,1	3,6	0,6	7,0	-0,5	0,7	8,2
1992	1,5	1,6	1,0	2,5	1,3	0,2	0,0	-0,9
1992, 4° trim. <sup>4</sup>	0,4	1,8	1,8	2,0	-0,8	0,4	-1,3	-6,5
Francia								
1982-89	2,5	2,6	2,5	2,3	3,0	0,1	-0,2	3,9
1990	2,5	2,8	2,9	2,1	3,0	0,1	-0,4	4,0
1991	0,7	0,5	1,4	2,6	-2,3	-0,4	0,2	-2,4
1992	1,3	0,5	1,7	2,9	-3,3	-0,5	0,8	-5,4
1992, 4° trim. <sup>4</sup>	0,7	0,4	1,8	2,6	-3,6	-0,5	0,3	-5,4

Per le note e le fonti si veda la tabella a fronte.

Per le note e le fonti si veda la tabella a fronte.

fattore di debolezza, giacché la combinazione di un elevato indebitamento e di prezzi immobiliari calanti ha posto oltre un milione e mezzo di famiglie (per lo più giovani al primo acquisto di un'abitazione) nella situazione in cui il debito ipotecario supera il valore di mercato dell'immobile ("proprietà negativa"). Di conseguenza, un aspetto fondamentale della recessione britannica è stato l'aumento eccezionale del risparmio delle famiglie (grafico a pagina 20) e la corrispondente caduta dei consumi.

Lo scorso anno, il prodotto ha inoltre risentito del calo delle esportazioni nette reali, poiché nel primo semestre è fortemente aumentata la domanda di importazioni, mentre la crescita delle esportazioni si è mantenuta debole durante tutto l'anno. In certa misura ciò è imputabile alla scarsa competitività e alla lenta dinamica dei mercati di esportazione. Tuttavia, le importazioni di manufatti sono state particolarmente sostenute, e ciò fa ritenere che il basso livello degli investimenti nell'industria di trasformazione abbia determinato una

... ed esportazioni nette cedenti

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

Paesi e periodi	PIL	Doman- da interna totale	Componenti della domanda					Per memo- ria: investi- menti fissi privati non residen- ziali <sup>1,3</sup>
			Con- sumi privati	Spesa pub- blica <sup>1</sup>	In- vesti- menti fissi privati <sup>1</sup>	Varia- zione delle scorte <sup>2</sup>	Espor- tazioni nette <sup>2</sup>	
variazioni percentuali								
Italia								
1982-89	2,8	3,0	3,0	2,7	3,1	0,0	-0,3	5,4
1990	2,1	2,5	2,5	1,2	3,8	0,0	-0,5	4,1
1991	1,3	1,9	2,3	1,5	0,6	0,1	-0,7	-0,1
1992	0,9	1,0	1,8	1,1	- 1,4	0,0	-0,1	-1,1
1992, 4° trim. <sup>4</sup>	-0,3	-1,6	0,9	1,0	- 5,2	-1,3	1,4	-7,0
Regno Unito								
1982-89	3,6	4,5	4,7	1,0	8,9	0,2	-1,2	9,9
1990	0,6	-0,5	0,7	3,7	- 4,9	-0,9	1,0	-2,8
1991	-2,1	-3,1	-2,1	1,7	-10,4	-0,6	1,1	-9,2
1992	-0,6	0,5	0,2	1,1	- 2,8	0,5	-1,1	-2,9
1992, 4° trim. <sup>4</sup>	-0,2	0,4	1,3	0,7	- 2,0	-0,4	-0,6	-2,0
Canada								
1982-89	4,1	4,8	4,2	2,5	6,6	0,5	-0,8	5,5
1990	-0,5	-1,0	0,9	3,4	- 5,2	-1,3	0,6	-3,3
1991	-1,7	-0,9	-1,7	2,0	- 4,7	0,6	-0,6	-1,4
1992	0,9	0,3	1,0	1,9	- 1,3	-0,5	0,7	-4,9
1992, 4° trim. <sup>4</sup>	1,3	-0,7	1,2	1,9	- 4,0	-1,2	2,0	-7,4
Gruppo dei Sette <sup>6</sup>								
1982-89	3,5	3,8	3,5	2,4	5,7	0,2	-0,3	6,1
1990	2,3	2,1	2,3	2,7	3,3	-0,4	0,2	5,0
1991	0,8	0,1	0,6	1,6	- 1,9	-0,2	0,6	-0,3
1992	1,5	1,4	1,8	1,4	- 0,2	0,0	0,0	-1,3
1992, 4° trim. <sup>4</sup>	1,4	1,5	2,1	1,7	0,1	-0,2	-0,1	-1,8

<sup>1</sup> Per Germania (4° trimestre 1992) e Italia (tutti gli anni), gli investimenti fissi privati comprendono gli investimenti pubblici.
<sup>2</sup> Contributo in punti percentuali alla crescita del PIL.
<sup>3</sup> Per Germania (4° trimestre 1992) e Italia (tutti gli anni), solo i macchinari e le attrezzature.
<sup>4</sup> Variazioni su quattro trimestri.
<sup>5</sup> Solo Germania occidentale.
<sup>6</sup> Media ponderata in base al PIL e alle componenti della domanda ai prezzi e ai tassi di cambio del 1990.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali.

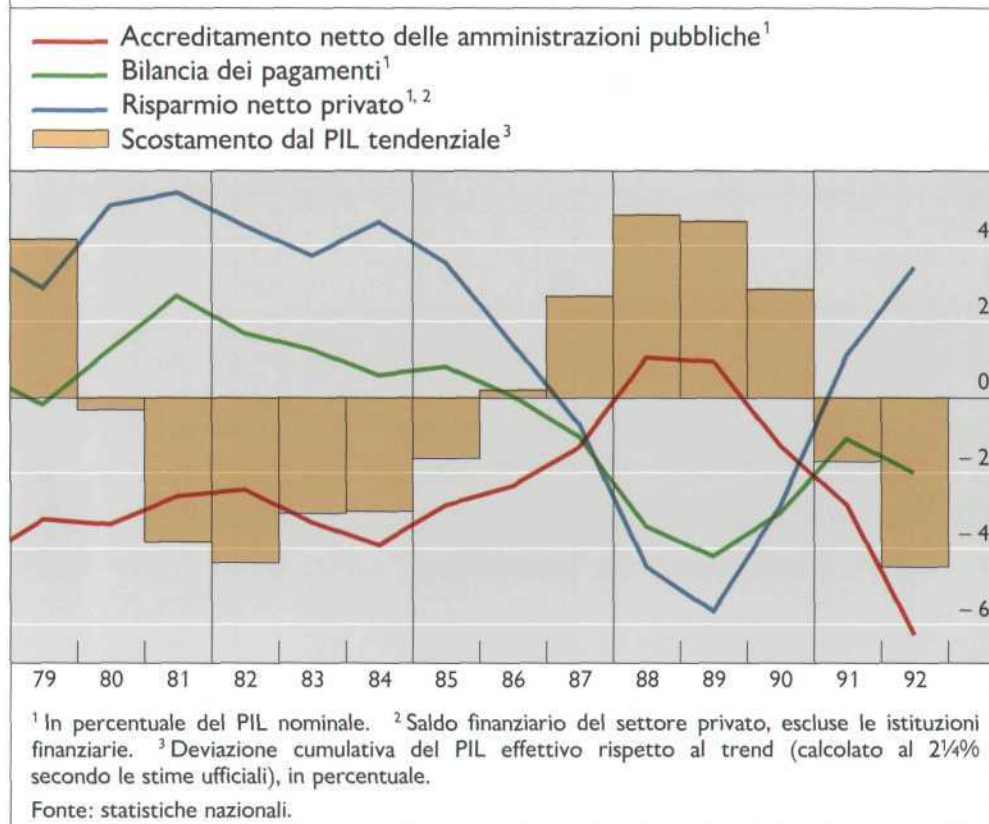
situazione di debolezza strutturale, cosicché la capacità produttiva delle imprese manifatturiere britanniche potrebbe essere insufficiente a soddisfare il mercato interno persino in condizioni di bassa domanda.

Questa debolezza strutturale è osservabile anche nel grafico alla pagina seguente. Contrariamente a quanto avvenuto durante la recessione dei primi anni ottanta, la bilancia dei pagamenti correnti è rimasta costantemente in deficit nell'ultima fase di contrazione, e nel 1992 il disavanzo è addirittura quasi raddoppiato rispetto all'anno prima. Dal 1989, allorché si registrò un disavanzo corrente record, anche i corrispondenti squilibri settoriali hanno subito notevoli variazioni. Nel 1989, in conseguenza del ciclo dei prezzi delle attività, sia le famiglie sia le imprese avevano registrato ampi disavanzi finanziari,

Ampliamento  
del disavanzo  
esterno...



# Regno Unito: accreditalmento netto delle amministrazioni pubbliche, bilancia dei pagamenti e risparmio netto del settore privato



mentre le amministrazioni pubbliche mostravano un'eccedenza. Durante la recessione l'accresciuto risparmio delle famiglie, assieme ai minori investimenti fissi e al decumulo di scorte delle imprese, ha portato il settore privato a una posizione eccedentaria netta. Di conseguenza, il deficit della bilancia dei pagamenti è interamente ascrivibile al deterioramento delle finanze pubbliche. Sebbene i movimenti dei saldi finanziari siano difficilmente prevedibili e la bilancia dei pagamenti contenga un'ampia "posta residuale", tale evoluzione potrebbe porre le autorità britanniche di fronte a un dilemma. Infatti, per ridurre l'attuale disavanzo di bilancio sarebbe necessaria una più elevata crescita economica, ma questa potrebbe accrescere il saldo negativo dei pagamenti correnti. Per converso, un tasso di crescita compatibile con il contenimento del disavanzo esterno corrente rischia di determinare un ampliamento insostenibile dello squilibrio nei conti pubblici.

In *Australia* la ripresa ha acquistato lentamente vigore nel corso del 1992 (tabella a fronte). Un importante stimolo è provenuto dalla spesa delle famiglie, e gli investimenti in abitazioni hanno reagito positivamente al ribasso dei tassi ipotecari. Tuttavia, a causa dei ridotti margini di profitto, delle ristrutturazioni di bilancio e di altre misure di compressione dei costi, sono fortemente calati gli investimenti fissi delle imprese, e la spesa per impianti e macchinari è scesa al minimo storico. Di riflesso alla situazione critica del settore delle imprese, la disoccupazione ha raggiunto un valore senza precedenti nel periodo postbellico. La crescita in volume delle esportazioni nette è

... e del  
fabbisogno di  
finanziamento  
pubblico

Inizia la ripresa  
in Australia...

stata negativa e le ragioni di scambio si sono deteriorate a causa della debolezza dei prezzi mondiali delle materie prime.

Un sensibile calo dell'inflazione ha consentito alla Reserve Bank di abbassare i tassi d'interesse a breve. Il calo più contenuto dei tassi a lungo termine e il risultante accentuarsi dell'inclinazione della curva dei rendimenti sono in parte collegabili alla crescita del fabbisogno finanziario pubblico. Circa la metà del deterioramento intervenuto dal 1990 potrebbe essere dovuto a fattori strutturali, fra cui il sostegno fornito dalle amministrazioni regionali alle banche e ad altre istituzioni finanziarie in difficoltà.

... ma si aggrava  
la recessione  
in Svizzera...

In Svizzera il rallentamento economico si è ulteriormente accentuato lo scorso anno. La debolezza è osservabile soprattutto a livello dei settori interni. Soltanto la spesa pubblica ha fornito un contributo positivo all'attività, nel contesto di un calo della domanda interna del 4%. Sebbene le imprese svizzere non abbiano accresciuto il loro indebitamento quanto quelle dei paesi d'anzì considerati e i problemi di bilancio siano per lo più limitati al settore immobiliare e a diverse banche regionali, il protrarsi della recessione ha innescato un diffuso processo di ristrutturazione, con forti riduzioni negli investimenti e nell'occupazione. A differenza di quanto accaduto nelle precedenti fasi recessive, le dismissioni di manodopera non hanno colpito soltanto le occupazioni meno qualificate e i lavoratori stranieri, e agli inizi di quest'anno il tasso di disoccupazione risultava salito a oltre il 4%. L'accresciuta spesa per

... portando  
la disoccupazione  
a livelli record

Variazioni in termini reali del PIL e degli investimenti fissi lordi negli altri paesi industriali									
Paesi	PIL del 1990 in miliardi di dollari USA	PIL reale <sup>1</sup>				Investimenti fissi lordi reali			
		1982-89	1990	1991	1992 <sup>2</sup>	1982-89	1990	1991	1992 <sup>2</sup>
		variazioni percentuali							
Australia	294	3,8	1,2	-1,1	2,0	4,2	-7,5	-10,4	-2,8
Austria	157	2,4	4,6	3,0	1,5	3,5	5,8	4,8	1,1
Belgio	192	2,3	3,3	1,9	0,8	5,3	7,7	0,3	0,7
Danimarca	129	2,4	2,0	1,2	1,1	4,4	-0,5	-4,2	-10,4
Finlandia	137	3,7	0,3	-6,4	-3,5	4,9	-4,9	-19,8	-14,4
Grecia	66	2,1	-0,1	1,8	1,5	0,6	5,7	-2,0	2,0
Irlanda	43	3,3	8,3	2,5	2,4	-1,5	10,8	-6,5	-0,8
Israele	51	3,4	5,4	5,9	6,4	0,1	19,6	41,8	11,8
Norvegia	106	3,1	1,8	1,6	3,3	2,6	-26,8	1,7	3,5
Nuova Zelanda	44	1,5	0,5	-1,5	3,0	3,2	1,9	-16,2	2,0
Paesi Bassi	279	2,5	3,9	2,2	1,5	5,3	3,6	0,1	1,9
Portogallo	60	2,8	4,2	2,1	1,1	2,0	5,9	2,5	5,0
Spagna	491	3,5	3,6	2,4	1,0	6,5	6,9	1,6	-3,0
Svezia	228	2,5	1,4	-1,8	-1,7	5,8	0,7	-9,0	-11,0
Svizzera	225	2,6	2,3	-0,1	-0,6	5,9	2,6	-2,5	-6,7
Turchia	108	5,1	9,2	0,3	5,5	4,8	14,0	-0,4	1,3
Media <sup>3</sup>	-	3,0	3,0	0,8	1,0	4,8	2,3	-2,4	-2,6

<sup>1</sup> Per la Turchia, PNL reale. <sup>2</sup> Dati provvisori. <sup>3</sup> Media ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1990.  
Fonti: OCSE; statistiche nazionali.



sussidi di disoccupazione, congiunta a entrate stagnanti, ha determinato un brusco aumento del disavanzo federale, inducendo il governo ad apprestare tagli di spesa e aumenti tributari. Durante tutta la recessione la crescita delle esportazioni nette è rimasta positiva, anche se in parte a costo di minori margini di profitto. Verso la fine dello scorso anno, tuttavia, la crescita delle esportazioni ha subito un rallentamento a causa della più debole domanda nei principali mercati europei.

#### *Aggravamento della recessione in presenza di rilevanti problemi strutturali*

In tre paesi nordici (Finlandia, Norvegia e Svezia) la recessione non soltanto è durata più a lungo, ma è stata anche molto più grave che nella maggior parte delle altre economie. Nel 1992 in tutti e tre i paesi i tassi d'inflazione sono rimasti storicamente bassi. Tuttavia, a causa dei problemi strutturali di fondo, tali paesi non paiono aver acquisito maggiore credibilità, e lo scorso autunno sono stati costretti ad abbandonare l'ancoraggio delle proprie monete all'ECU (Capitolo VIII). Un altro problema che li accomuna è costituito dagli effetti dell'aggiustamento seguito al surriscaldamento delle economie negli ultimi anni ottanta, effetti questi che sono stati aggravati dall'instabilità dei prezzi delle attività e da un forte accumulo di debito da parte delle famiglie e delle imprese. Un'ulteriore caratteristica delle tre economie è la grave crisi del settore finanziario (Capitolo VII). I problemi strutturali non soltanto hanno reso più acuta la recessione, ma sono stati altresì un fattore di fragilità finanziaria e di turbolenza sul mercato dei capitali. Questi problemi sono principalmente collegati in Finlandia alla perdita di mercati di esportazione nell'Europa orientale, in Svezia alla dimensione eccessiva assunta dal settore pubblico e in Norvegia alla scarsa competitività dei settori produttivi di terraferma (esclusi cioè i settori petrolifero e marittimo).

La Finlandia è il paese in cui la recessione è stata di gran lunga più grave. Rispetto al massimo ciclico degli inizi del 1990 il PIL è calato di circa il 10%, mentre la disoccupazione è salita dal 3½ a oltre il 15% in poco più di tre anni (grafico di pagina 23). Le esportazioni hanno segnato un certo recupero, e lo scorso anno gli scambi netti con l'estero hanno contribuito per il 2½% alla crescita del prodotto, grazie anche a un deprezzamento del cambio reale effettivo di oltre il 30% e ai bassi livelli di utilizzo della capacità. Per contro, tutte le componenti interne della domanda sono fortemente calate, in quanto sia le famiglie che le imprese hanno accresciuto il risparmio al fine di ridurre il debito accumulato durante il precedente ciclo dei prezzi delle attività. La spesa pubblica in termini reali è stata decurtata per contenere l'espansione del fabbisogno. Nonostante il deprezzamento della valuta, l'inflazione è leggermente diminuita, in quanto negli ultimi due anni i salari nominali sono rimasti pressoché invariati e le imprese hanno assorbito i maggiori costi delle importazioni assottigliando i margini di profitto, nel timore di vedere ulteriormente pregiudicate le proprie vendite sul mercato interno. Tuttavia, la compressione dei profitti, congiunta al calo della domanda interna, ha posto molte imprese in situazione di grave difficoltà finanziaria, accrescendo ulteriormente il già ingente portafoglio di crediti in sofferenza delle banche. Inoltre, il deprezzamento del marco finlandese ha aggravato l'onere del servizio del debito

Acuta recessione  
nei paesi  
nordici...

... accompagnata  
da problemi  
finanziari  
e strutturali

Forte calo  
del prodotto  
in Finlandia...

... come riflesso  
della debolezza  
dell'economia  
interna

esterno, che alla fine del 1992 era salito a quasi il 50% del PIL. Di conseguenza, la fluttuazione della moneta ha in pratica ampliato di poco il margine di manovra delle autorità.

Forte incidenza  
del settore  
pubblico in Svezia  
con crescenti  
esigenze  
di finanziamento

In Svezia la contrazione del prodotto è stata modesta se paragonata a quella avutasi in Finlandia, ma i problemi strutturali appaiono quasi altrettanto gravi, soprattutto per quanto concerne il settore pubblico. Sebbene gli sforzi per frenarne l'espansione abbiano conseguito un certo successo, alla fine degli anni ottanta la quota della spesa pubblica sul PIL, pari al 60%, risultava ancora la più elevata fra i paesi OCSE. Inoltre, la riforma tributaria che si è tradotta, a partire dal 1990-91, in un deciso spostamento dall'imposizione diretta a quella indiretta ha di fatto provocato una forte crescita del fabbisogno delle amministrazioni pubbliche a causa della riduzione dei consumi da parte delle famiglie. Lo scorso anno il massiccio ampliamento del disavanzo dell'amministrazione centrale, dal 7 al 14% del PIL secondo le stime ufficiali – dovuto in parte ai pagamenti differiti di entrate fiscali da devolversi agli enti locali – ha creato un clima di notevole incertezza sul mercato finanziario, che ha contribuito a determinare perturbazioni valutarie ed elevati tassi d'interesse reali. Nel bilancio riveduto per il 1993/94 il governo ha proposto una riduzione a medio termine delle uscite per un ammontare equivalente a circa il 5% del PIL, in particolare nella sfera delle erogazioni sociali.

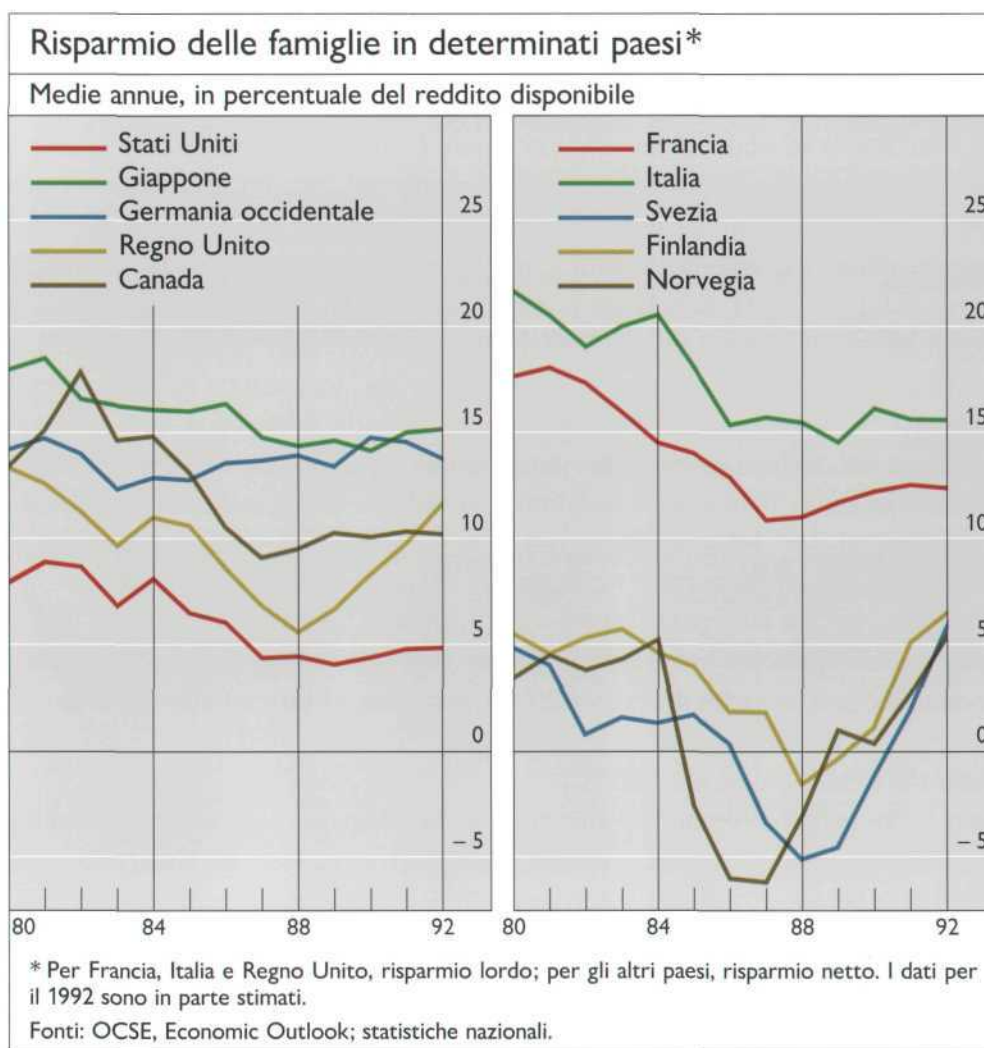
Netta inversione  
di tendenza  
nel risparmio  
delle famiglie

In Svezia, così come in Finlandia e in Norvegia, una caratteristica fondamentale durante gli anni ottanta era stata la forte caduta del risparmio delle famiglie, che aveva assunto valori negativi in tutti e tre i paesi (grafico alla pagina seguente). Il calo del risparmio, a partire dalla metà di quel decennio, è coinciso con la deregolamentazione del mercato finanziario e l'inizio del ciclo dei prezzi delle attività, in quanto le famiglie si erano pesantemente indebitate per investire in proprietà immobiliari. Lo scorso anno, invece, le famiglie hanno accresciuto decisamente il risparmio, sia nell'intento di ridurre il proprio debito sia, probabilmente, per premunirsi di fronte alla situazione sempre più incerta sul mercato del lavoro, giacché il tasso di disoccupazione è salito al massimo storico di quasi il 6%. Anche nel settore delle imprese è stata evidente una strategia di riduzione del debito e di ristrutturazione dei bilanci, che ha causato una netta contrazione degli investimenti fissi. In complesso la domanda interna è diminuita del 2%, nonostante i forti investimenti in abitazioni nella prima parte dell'anno, indotti da varie misure a sostegno dell'occupazione. Le esportazioni nette hanno fornito un contributo positivo alla crescita del prodotto, ma si è ulteriormente ampliato lo squilibrio corrente, in quanto l'incremento del risparmio netto privato non è stato sufficiente a compensare il deterioramento delle finanze pubbliche.

Segni di ripresa  
in Norvegia...

In Norvegia, dove la fase di contrazione era iniziata già nel 1986, quest'anno sono emersi segni di una debole ripresa. Al tempo stesso la crisi nel settore finanziario è stata altrettanto seria quanto in Finlandia e in Svezia, e l'attività nei settori di terraferma è rimasta assai depressa. Le cause principali dell'elevata disoccupazione e dell'accumulazione di crediti in sofferenza da parte delle banche risiedono parimenti in questi settori. Il deterioramento della posizione di bilancio a partire dalla metà degli anni ottanta è dovuto a un forte aumento dei consumi pubblici e ad altri provvedimenti fiscali diretti a





stimolare l'attività di terraferma e a compensare la minore produzione nei settori manifatturiero e dei servizi privati. Il disavanzo complessivo del 2<sup>3/4</sup>% in rapporto al PIL registrato lo scorso anno cela un più grave squilibrio strutturale, poiché, escludendo le entrate nette provenienti dal settore petrolifero, tale rapporto salirebbe ad oltre l'8%. Lo scorso anno si è potuto osservare un certo progresso nella correzione delle debolezze strutturali. La crescita dei costi unitari del lavoro è rallentata (tabella a pagina 31), e il saggio di risparmio delle famiglie è salito a oltre il 5%, rispetto a meno dello 0,5% soltanto due anni prima. Anche il settore delle imprese ha migliorato la situazione di bilancio, sebbene principalmente attraverso decurtazioni degli investimenti e dismissioni di manodopera. Quest'anno un ulteriore miglioramento della competitività dovrebbe provenire dalla riduzione dei tributi sulla massa salariale e dal deprezzamento subito dalla corona.

...e qualche progresso nel porre rimedio ai problemi strutturali

*Rallentamento nella crescita del prodotto sotto l'impatto di una domanda estera calante e di vincoli di politica economica interna*

In Francia l'abbattimento dell'inflazione e il miglioramento del commercio estero attraverso la stabilità del cambio costituiscono da anni uno dei cardini delle politiche macroeconomiche. Lo scorso anno la crescita del PIL, pari all'11/4%, è stata superiore a quella del 1991 e fra le più elevate in Europa.

Crescita più sostenuta in Francia...

Oltre la metà della crescita complessiva va attribuita alle esportazioni nette, in quanto le imprese francesi sono riuscite, grazie alle passate misure di contenimento dei costi, a guadagnare quote di mercato anche in presenza di una domanda di esportazioni calante. Tuttavia, la crescita delle vendite all'estero si è indebolita notevolmente dopo i riallineamenti nello SME, fino a divenire negativa nell'ultimo trimestre. L'espansione della domanda interna è rallentata nel corso del 1992, principalmente a causa del progressivo calo degli investimenti fissi delle imprese. Per gran parte dell'anno i tassi d'interesse reali a breve nei settori dei *tradables*, i cui prezzi sono rimasti sostanzialmente stabili, si sono mantenuti entro valori dell'8-10%. Inoltre, date le mediocri prospettive della domanda e i crescenti margini di capacità inutilizzata, le imprese hanno avuto scarsi incentivi a investire, sebbene la compressione dei costi e la modesta crescita dei salari nominali abbiano consentito loro di preservare le quote di profitto.

...e disoccupazione in aumento

Gli sforzi delle imprese per rimanere competitive in un contesto di incerte prospettive di crescita sono stati la ragione principale dell'aumento della disoccupazione, salita a fine anno al 10<sup>1</sup>/<sub>2</sub>%. Per impedirne un ulteriore incremento il governo ha adottato vari provvedimenti, per lo più di natura temporanea, fra cui schemi di riqualificazione professionale, programmi di lavori pubblici e agevolazioni fiscali per le imprese che assumono disoccupati di lunga durata e giovani. Tali misure, unitamente a una contrazione ciclica del gettito tributario, hanno fatto salire il disavanzo delle amministrazioni pubbliche al livello più elevato dal 1982.

Vincoli di bilancio in Belgio e nei Paesi Bassi

Lo scorso anno gli altri paesi europei che pongono la fissità del cambio a caposaldo delle proprie politiche macroeconomiche hanno fatto registrare andamenti ancor meno favorevoli: una crescita ridotta a causa delle più deboli esportazioni, specie verso la Germania, e una dinamica dapprima cedente e quindi negativa degli investimenti fissi delle imprese. Fra i vari paesi si osservano tuttavia differenze, riconducibili all'intensità della precedente fase espansiva, al grado di deterioramento della competitività causato dai riallineamenti valutari e al margine di manovra delle politiche. Sia in *Belgio* che nei *Paesi Bassi* il risanamento delle finanze pubbliche ha agito da vincolo primario, lasciando ben poco spazio per controbilanciare la tendenza negativa della domanda. In *Belgio* le costruzioni residenziali hanno fatto segnare un netto incremento per effetto sia della più intensa concorrenza fra gli istituti di credito ipotecario sia dei minori tassi d'interesse. Tuttavia, per il terzo anno consecutivo la progressione dei costi unitari del lavoro ha superato quella dei principali *partners* commerciali, legittimando il governo ad adottare provvedimenti speciali per ridurre i costi della manodopera. Nei *Paesi Bassi* si è posto il problema di evitare che una temporanea accelerazione dell'inflazione dei prezzi al consumo – dovuta principalmente a un aumento dei canoni d'affitto, dei prezzi amministrati e delle imposte indirette – si ripercuotesse sui salari, e agli inizi di quest'anno è stato siglato un accordo trilaterale che prevede il blocco delle retribuzioni per due mesi. In *Austria* la crescita è rimasta sostenuta durante il primo semestre 1992, in quanto le minori esportazioni verso i paesi occidentali sono state compensate da una vivace dinamica dell'interscambio con l'Europa orientale, dai consumi privati e dalle costruzioni. Nella seconda metà

Tendenze divergenti in Austria e Danimarca



dell'anno è intervenuto un brusco rallentamento, poiché si è esaurito il *boom* edilizio e diverse industrie nazionali hanno perso quote di mercato a favore di produttori est-europei. In *Danimarca* il disavanzo delle amministrazioni pubbliche è rimasto al disotto del 3% del PIL, l'inflazione è ulteriormente calata e l'eccedenza esterna corrente ha superato il 3% del PIL. La competitività esterna si è tuttavia deteriorata nel corso dell'autunno, poiché gli scambi con i paesi europei le cui monete si sono deprezzate rappresentano circa il 40% del commercio estero danese. La crescita del PIL è rimasta stabile su valori modesti, mentre la disoccupazione era salita a fine anno a oltre l'11%.

L'Italia è entrata in una fase di marcato rallentamento economico, che si è accentuato nella seconda metà del 1992. Sia i consumi sia gli investimenti privati, che erano rimasti stagnanti nella prima parte dell'anno, sono calati a partire dalla fine dell'estate, quando il clima di fiducia è stato fortemente scosso dalla crisi valutaria. Anche la crescita dell'occupazione è notevolmente rallentata in corso d'anno, sia perché i lavoratori dismessi dalle grandi aziende non hanno più potuto essere assorbiti dalle imprese minori, sia perché è parimenti rallentata la domanda di lavoro nel settore dei servizi (tabella a pagina 28). Le esportazioni nette, che si erano contratte nella prima metà del 1992, hanno segnato un sensibile aumento nell'ultimo trimestre dell'anno in seguito al forte deprezzamento della lira, ma ciò ha soltanto in parte controbilanciato il calo della domanda interna. Nel complesso dell'anno la crescita del PIL è discesa a circa l'1%; ad essa hanno contribuito principalmente i consumi privati. L'andamento insoddisfacente del prodotto, comune alla maggior parte dei paesi CEE, è stato aggravato in Italia da irrisolti problemi finanziari ereditati dal passato, fra cui figurano in particolare la pressante esigenza di pervenire a una situazione di bilancio sostenibile e di correggere l'eccessiva dinamica dei costi del lavoro e dei prezzi.

L'abolizione, in luglio, dell'indicizzazione automatica dei salari ai passati incrementi dei prezzi ha sensibilmente ridotto la crescita delle retribuzioni nominali e dei costi unitari del lavoro. Le minori spinte sui costi, unitamente alle incertezze circa le future prospettive di reddito e di occupazione, nonché l'accettazione di più ristretti margini di profitto in presenza di una domanda interna calante, hanno contribuito a far scendere l'inflazione, che agli inizi di quest'anno si situava al 4,2%. E' questo un valore solo leggermente al disopra della media comunitaria, ma che supera ancora di 2½ punti il tasso dei tre paesi CEE con minore inflazione.

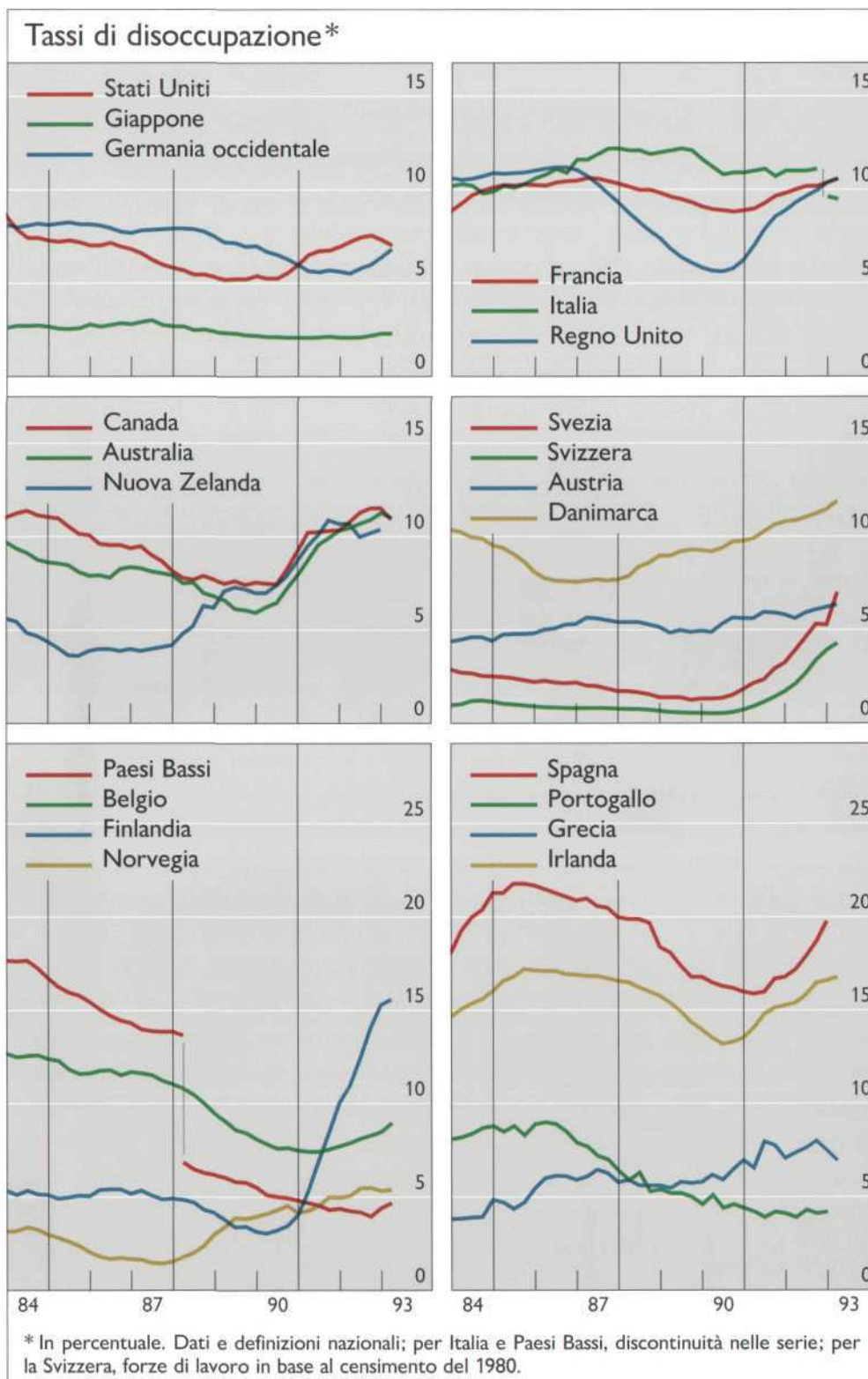
Sul fronte delle finanze pubbliche i progressi sono stati meno evidenti. Nonostante la manovra straordinaria di bilancio varata dal governo a metà anno, comportante minori uscite nette pari al 2% del PIL, il fabbisogno finanziario per il 1992 è ammontato a oltre il 10% del prodotto. La legge di bilancio adottata per il 1993 prevede un innalzamento dei tributi a carico dei lavoratori autonomi, nonché maggiori entrate rivenienti da imposte sulla proprietà immobiliare e sul patrimonio delle società e da una prima tornata di privatizzazioni. Inoltre, essa dispone importanti tagli di spesa concernenti i trattamenti pensionistici, i trasferimenti agli enti locali, le prestazioni sanitarie e le erogazioni per il personale pubblico. Tuttavia, un gettito inferiore a quanto inizialmente previsto, la mancata realizzazione di taluni risparmi sulle uscite,

Indebolimento  
del prodotto  
in Italia...

... e problemi  
finanziari

Minore inflazione  
ma...

... modesti  
progressi nel  
ridurre  
il disavanzo  
pubblico



nonché l'adozione di nuovi provvedimenti per sostenere l'occupazione mediante incentivi fiscali e l'avvio di lavori pubblici hanno fatto sì che nei primi tre mesi del 1993 il disavanzo superasse il livello compatibile con l'obiettivo annuo del 10%.

Lo scorso anno i tre paesi CEE che hanno svalutato la propria moneta nell'ambito degli AEC hanno fatto registrare andamenti macroeconomici



alquanto difformi. L'Irlanda è riuscita a mantenere relativamente stabile la crescita del PIL, grazie al sostenuto andamento delle esportazioni e ad un forte incremento della spesa in consumi, mentre gli investimenti fissi sono calati, forse per effetto degli alti tassi d'interesse. In Portogallo, per contro, la crescita del PIL è scesa all'1% soltanto, sebbene la domanda di investimenti sia stata relativamente vigorosa e la disoccupazione abbia segnato un leggero calo. Gli investimenti fissi si sono invece sensibilmente indeboliti in Spagna, a causa del netto peggioramento della posizione finanziaria delle imprese e del calo di prezzo degli immobili, e le esportazioni nette sono diminuite durante gran parte dell'anno. Una manovra correttiva di bilancio, varata a metà anno, che prevedeva tra l'altro un aumento delle aliquote IVA e delle ritenute d'acconto sull'imposta sui redditi, ha frenato l'espansione del fabbisogno di finanziamento delle amministrazioni pubbliche, rinforzando però la tendenza negativa sul mercato del lavoro, cosicché a fine 1992 il tasso di disoccupazione aveva raggiunto il 20%. Onde impedirne un ulteriore incremento, agli inizi di quest'anno il governo ha adottato varie misure di sostegno all'occupazione nel quadro di un bilancio peraltro austero.

Crescita stabile  
in Irlanda...

... e rallentamento  
in Portogallo  
e Spagna

#### *Paesi in fase iniziale di recessione*

In Giappone e in Germania la crescita della domanda e del prodotto si è progressivamente indebolita nel corso del 1992, e alla fine dell'anno entrambi i paesi apparivano ormai entrati in recessione. Nel caso del Giappone le origini possono essere fatte risalire al boom del prezzo delle attività nella seconda metà degli anni ottanta, che diede una forte spinta agli investimenti fissi delle imprese, all'edilizia abitativa e alla spesa in beni di consumo durevoli. Allorché i prezzi delle attività hanno preso a diminuire, si sono palesati gli eccessi del boom, e la fase negativa di diversi cicli di aggiustamento degli stock di beni è ora evidente. La fase di contrazione è iniziata nel settore delle costruzioni residenziali nel secondo trimestre del 1991. Lo scorso anno sono parimenti calati gli acquisti di nuove auto e il tasso d'incremento dei consumi privati è risultato il più basso dal 1981. Questi sviluppi si sono iscritti nel contesto di un indebolimento della fiducia dei consumatori, dovuto in parte alle incertezze politiche e alla minore crescita dei redditi delle famiglie, che a sua volta deriva dalla riduzione del lavoro straordinario e delle gratifiche aziendali, nonché da minori proventi netti per interessi.

Inizio della  
recessione  
in Giappone...

Gli investimenti fissi delle imprese sono diminuiti a ritmo accelerato per tutto il 1992. Dalla metà degli anni ottanta i bassi costi di capitale, unitamente a un mercato del lavoro teso, avevano indotto un aumento cumulativo degli investimenti di razionalizzazione e di ampliamento della capacità produttiva, e alla fine del 1991 la quota degli investimenti non residenziali sul PIL aveva raggiunto il 28%. Molte imprese avevano probabilmente programmato un'espansione della capacità, in previsione di un'ulteriore forte crescita della domanda complessiva. Con il rallentamento dell'attività economica e con l'esaurirsi della fase di bassi costi di finanziamento in seguito al rialzo dei tassi d'interesse e al calo dei corsi azionari, i profitti attesi sono divenuti di difficile realizzazione. In effetti, l'utile operativo nel settore delle società è andato diminuendo nel corso degli ultimi tre anni. Il declino non è dovuto soltanto a

... con un calo  
degli investimenti

un eccesso di capacità produttiva, bensì anche alla maggiore incidenza degli ammortamenti e ad una certa rigidità dei costi salariali insita in un sistema tradizionalmente basato sulla garanzia dell'impiego. Inoltre, con la caduta degli acquisti di beni di consumo durevoli, le imprese hanno accumulato forti giacenze, e proprio la riduzione delle scorte è stata una delle principali cause del regresso della produzione industriale.

Aumento delle  
esportazioni  
nette e degli  
investimenti  
pubblici

In tale situazione lo scorso anno gli unici contributi positivi alla crescita economica in Giappone sono provenuti dai consumi di beni non durevoli, dalla spesa pubblica e dalle esportazioni nette. Queste ultime hanno contribuito, grazie anche alle minori importazioni, in misura di quasi l'1% alla crescita del PIL, e i cospicui guadagni nelle ragioni di scambio hanno allentato le pressioni dei costi nel settore delle imprese. Agli investimenti pubblici è attribuibile circa la metà dell'espansione della domanda interna, sebbene siano aumentati anche i consumi collettivi. I provvedimenti proposti nell'agosto 1992 per un importo equivalente a circa il 2<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% del PIL – diretti in via primaria a stimolare i mercati azionario e immobiliare ed a potenziare le opere pubbliche – assieme a quelli disposti nel bilancio per il 1993 e alle misure adottate nell'aprile scorso, dovrebbero comportare un'ulteriore forte espansione degli investimenti statali nell'anno in corso.

Problemi  
distributivi  
in Germania...

La Germania non ha conosciuto né un ciclo dei prezzi delle attività, né le conseguenze della ristrutturazione dei bilanci di un settore privato indebitato. L'attuale rallentamento economico trae invece le proprie origini da problemi distributivi, in parte connessi all'unificazione. Questi problemi sono emersi nel dibattito fra il governo federale e le amministrazioni regionali e locali sull'allocatione dei costi dell'unificazione, nonché nelle negoziazioni fra datori di lavoro e sindacati sulla distribuzione dei redditi nella Germania occidentale e sui tempi del processo di allineamento delle retribuzioni nella Germania orientale. La mancata soluzione dei problemi distributivi si traduce tipicamente in una più elevata inflazione e da ultimo, allorché questa è contrastata mediante una politica monetaria non condiscendente, in una più lenta crescita del reddito reale e in un aumento della disoccupazione.

...e brusca  
decelerazione  
economica nel  
corso del 1992...

Trainato dagli investimenti fissi delle imprese, nel primo trimestre 1992 il PIL nella Germania occidentale stava ancora crescendo a un tasso superiore al 2%. A circa metà anno, tuttavia, sono emersi segni di debolezza, e durante il secondo semestre l'attività economica è calata a un ritmo eccezionalmente rapido, con una flessione del PIL reale pari al 2% in ragione annua. Nel quarto trimestre la spesa per investimenti in macchine e attrezzature e la produzione industriale risultavano diminuite rispettivamente di oltre il 6% e di più del 5% in raffronto all'anno precedente. Per contro, hanno continuato a crescere i consumi pubblici e privati, questi ultimi soprattutto nel secondo semestre, per effetto della cessazione dell'"imposta di solidarietà" e in previsione dell'aumento dell'IVA a partire dal 1° gennaio di quest'anno. Anche l'edilizia residenziale ha avuto una vigorosa espansione durante l'intero 1992, sotto l'influsso congiunto di un trattamento fiscale più favorevole e della carenza di alloggi causata dall'immigrazione. La brusca inversione di tendenza negli investimenti fissi aziendali va vista nel contesto di saggi di profitto calanti, del basso grado di utilizzo della capacità e di un deterioramento delle aspettative; essa è



probabilmente anche un riflesso della politica di promozione degli investimenti nella Germania orientale attraverso defiscalizzazioni e sussidi.

Nonostante il crescente sottoimpiego delle risorse e i prezzi calanti delle importazioni, lo scorso anno non vi è stato un apprezzabile allentamento delle pressioni inflazionistiche. Il rincaro delle locazioni e le spinte sui prezzi nel settore terziario hanno ampiamente controbilanciato il più favorevole andamento dei prezzi nel settore dei *tradables*. Gli incrementi salariali nominali sono rimasti elevati, mentre la crescita della produttività si è indebolita di pari passo con l'avanzare della recessione. Agli inizi di quest'anno è stato tuttavia raggiunto un accordo che prevede un aumento retributivo del 3% per i dipendenti del settore pubblico, senza che si siano ripetute le agitazioni sindacali del 1992. Stabilendo un riferimento per le contrattazioni in altri settori, tale accordo dovrebbe determinare una sensibile attenuazione delle pressioni dei costi salariali.

Più incerta è la misura in cui influirà sulla dinamica dei salari e dell'inflazione il "patto di solidarietà" concluso di recente. Inizialmente il governo aveva sperato di realizzare un'intesa-quadro fra i datori di lavoro, i lavoratori ed i vari livelli dell'amministrazione per risolvere i problemi distributivi. Tuttavia, il patto finora siglato riguarda soltanto il settore delle amministrazioni pubbliche. Esso prevede in sostanza un incremento dei trasferimenti alla Germania orientale nel 1995, al cui finanziamento contribuirà per la parte a carico dei *Länder* occidentali una più ampia quota sul gettito dell'IVA, mentre il governo federale accrescerà le proprie entrate mediante una sovrattassa del 7½% applicata all'imposta sul reddito e maggiorazioni delle imposte sulla ricchezza. Viene inoltre disposto con effetto immediato un aumento dei crediti in favore della Germania orientale, mentre sono abbandonati i precedenti progetti di finanziare i trasferimenti mediante tagli alle erogazioni sociali.

Mentre la dinamica del prodotto è progressivamente peggiorata nella Germania occidentale, sono emersi segni di ripresa nelle regioni orientali, seppure a partire da livelli estremamente bassi. Trainato dagli investimenti fissi (tabella a fronte), il PIL reale è aumentato di quasi il 7%, malgrado si sia dimezzato il contributo della produzione agricola a causa della siccità. Sono tuttavia ben lontane dall'essere realizzate le condizioni per una ripresa in grado di autosostentarsi. Lo scorso anno la domanda interna è salita a un livello pari a quasi il doppio del PIL, il che è stato reso possibile dall'erogazione di trasferimenti e di sussidi da parte della Germania occidentale per colmare lo scarto esistente nei nuovi *Länder* fra salari e produttività. Dopo l'unificazione sono state chiuse molte aziende in perdita, specie nel settore industriale, e l'occupazione è calata di oltre il 25% nella Germania orientale, facendo lievitare le uscite per sussidi di disoccupazione e per opere pubbliche. Inoltre, sebbene lo scorso anno il prodotto per addetto sia salito al 35% del livello della Germania occidentale, esso rimane ben al disotto del corrispondente rapporto fra le retribuzioni, pari al 63%. Di conseguenza, un'ampia parte delle imprese rimaste operative dipende dai sussidi occidentali per finanziare i costi di produzione correnti.

Al fine di evitare un ulteriore calo della redditività, i datori di lavoro nel settore metallurgico hanno di recente denunciato una precedente convenzione

... ma modesta attenuazione delle pressioni inflazionistiche

Patto di solidarietà per affrontare i problemi di distribuzione del reddito

Inversione di tendenza nella Germania orientale ...

... ma permane la dipendenza da ampi trasferimenti

Andamenti nella Germania orientale: principali indicatori		
	1991*	1992
Consumi reali delle famiglie, variazione %	- 1,9	5,4
In percentuale della domanda interna	52,0	50,3
Saggio di risparmio, in %	6,4	13,0
Investimenti fissi reali, variazione %	14,2	24,0
In percentuale della domanda interna	23,1	26,3
Domanda interna reale, variazione %	10,6	9,0
In percentuale del PIL	192,5	196,5
Prodotto, variazione %		
PIL	-16,5	6,8
Industria di trasformazione	-34,3	- 1,2
Prezzi al consumo, variazione %	13,3	11,1
Salari nominali per addetto, variazione %	32,5	40,5
In percentuale dei salari nella Germania occidentale	47,5	63,2
Produttività, variazione %	- 2,6	21,0
In percentuale della produttività nella Germania occidentale	29,0	34,8
Occupazione, variazione %	-14,4	-11,7
Lavoratori a orario ridotto, variazione %	6,7	-77,1
In percentuale dell'occupazione	22,5	5,8
Tasso di disoccupazione, %	10,4	14,8
* Variazioni sul secondo semestre 1990.		

che prevedeva incrementi retributivi del 26%, offrendo per contro soltanto il 9%. L'esito della controversia è ancora incerto, ma un accordo concluso a livello di *Land*, nonché la revisione degli accordi salariali in altri settori potrebbero essere indicativi di una meno rapida convergenza dei salari e di un certo attenuarsi del bisogno di sussidi.

### Andamenti sul mercato del lavoro nell'attuale ciclo

Disoccupazione  
vicina al  
precedente  
massimo

Lo scorso anno il tasso medio di disoccupazione nell'area OCSE è salito all'8%, superando di quasi due punti percentuali il livello del 1990. Anche se l'aumento risulta assai inferiore a quello avutosi nella recessione dei primi anni ottanta, e sebbene l'occupazione fosse cresciuta vigorosamente durante la fase espansiva del 1983-89, lo scorso anno la disoccupazione si situava al livello del 1982 e solo di poco al disotto del massimo segnato nel 1983. Ciò è indicativo di un incremento della disoccupazione strutturale e frizionale; quest'ultima è in parte dovuta, in Europa, alle ristrutturazioni aziendali attuate in vista del mercato unico e, nell'America del Nord, al processo di automazione nonché all'impatto dei recenti accordi di libero scambio.

Andamento  
stagnante  
nel settore  
dei servizi...

Nelle precedenti recessioni l'occupazione industriale era stata tipicamente la più colpita, mentre i posti di lavoro nel terziario avevano agito da cuscinetto. Nella recente fase contrattiva, invece, la crescita dell'occupazione nel settore dei servizi è quasi ovunque diminuita, e in alcuni casi è divenuta addirittura negativa (tabella seguente). Inoltre, a differenza dei precedenti periodi di recessione, allorché la più bassa crescita dell'occupazione nei servizi era stata limitata ai settori del commercio e dei trasporti, sensibili all'andamento congiunturale, nel presente ciclo le riduzioni hanno interessato anche il



Occupazione per settori in determinati paesi						
Paesi	Settori	1980-85	1985-90	1990	1991	1992 <sup>1</sup>
		variazioni annue in percentuale				
Stati Uniti	Totale	1,5	2,0	0,5	-0,9	0,5
	Industria	-0,2	0,6	-1,2	-4,3	-2,0
	Servizi	2,4	2,6	1,2	0,3	1,7
	Finanziario <sup>2</sup>	2,9	2,5	0,5	-0,8	-0,1
Giappone	Totale	1,0	1,5	2,1	1,9	1,1
	Industria	0,7	1,0	1,6	3,0	1,5
	Servizi	1,7	2,3	3,0	2,2	1,3
	Finanziario <sup>2</sup>	2,5	3,3	2,0	1,1	0,8
Germania <sup>3</sup>	Totale	-0,3	1,4	2,8	1,9	0,5
	Industria	-1,6	0,9	2,8	0,4	-0,8
	Servizi	1,0	2,3	3,2	3,3	1,7
Francia	Totale	-0,4	0,7	1,1	0,0	-0,3
	Industria	-2,8	-0,6	0,1	-1,5	-2,5
	Servizi	1,3	1,7	1,8	1,1	1,0
	Finanziario <sup>2</sup>	1,3	3,9	0,9	0,0	-0,3
Italia	Totale	0,2	0,8	1,8	0,9	-0,6
	Industria	-2,2	0,1	2,8	-0,3	-1,0
	Servizi	3,2	1,8	2,3	2,1	0,4
Regno Unito	Totale	-0,6	1,8	0,4	-3,3	-2,8
	Industria	-3,8	-0,1	-1,9	-7,0	-6,1
	Servizi	1,4	2,8	1,4	-1,7	-1,5
	Finanziario	2,3	3,6	-5,3	-1,8	-3,3
Canada	Totale	0,9	2,3	0,7	-1,8	-0,9
	Industria	-1,4	1,6	-3,4	-7,3	-3,2
	Servizi	2,0	2,8	2,3	-0,3	0,2
	Finanziario	0,9 <sup>4</sup>	3,3	2,4	0,5	-2,2
Per le note e le fonti si veda la tabella a fronte.						

personale amministrativo di imprese industriali e i servizi finanziari. Questo fenomeno, osservabile in diversi paesi, può essere attribuito all'automazione e all'eccesso di capacità nel settore finanziario.

Sullo sfondo di una crescita di più lungo periodo degli impieghi collegati ai servizi, i recenti sviluppi hanno anche inciso sulla distribuzione professionale e geografica dell'occupazione. La disoccupazione del personale impiegatizio è stata assai maggiore che nelle precedenti recessioni. A tale categoria è attribuibile oltre la metà dell'aumento totale dei senza lavoro negli Stati Uniti, e poco meno in Canada. I cali di attività nel settore finanziario hanno anch'essi influito sulla configurazione geografica della disoccupazione. Nei periodi di recessione le differenze regionali tendono tipicamente ad ampliarsi. Nel 1989-92, invece, si è assistito a un notevole livellamento (specie nel Regno Unito e in Australia), in quanto le aree più colpite dalle difficoltà nel comparto finanziario erano anche quelle che avevano i minori tassi di disoccupazione prima della recessione.

Lo scorso anno un'altra caratteristica degna di nota è stata la crescita relativamente lenta delle imprese di piccole e medie dimensioni, che nelle precedenti fasi di ripresa avevano fornito la maggior parte dei nuovi posti di

... e disoccupazione in aumento nelle categorie impiegatizie

Occupazione per settori in determinati paesi (continuazione)						
Paesi	Settori	1980-85	1985-90	1990	1991	1992 <sup>1</sup>
		variazioni annue in percentuale				
Australia	Totale	1,2	3,3	1,6	- 1,8	- 0,5
	Industria	-1,0	1,5	-2,6	- 6,7	- 1,6
	Servizi	2,4	4,0	3,2	0,1	0,1
	Finanziario <sup>2</sup>	5,3	6,2	3,3	- 2,0	0,8
Finlandia	Totale	0,9	0,1	-0,1	- 5,2	- 7,1
	Industria	-0,8	-0,4	-0,3	-10,5	-11,6
	Servizi	2,7	1,7	0,7	- 2,6	- 5,2
	Finanziario <sup>2</sup>	5,2	4,8	1,3	- 1,3	- 3,7
Norvegia	Totale	1,1	0,2	-1,1	- 1,0	- 0,2
	Industria	-0,6	-2,0	-3,2	- 5,3	- 0,9
	Servizi	2,3	1,2	-0,1	1,4	0,5
	Finanziario	6,4 <sup>5</sup>	3,2	-2,6	2,0	0,0
Spagna	Totale	-1,6	3,4	2,6	0,2	- 2,0
	Industria	-4,1	4,5	4,2	- 0,9	- 3,9
	Servizi	0,5	5,4	4,0	3,0	0,1
	Finanziario <sup>2</sup>	2,3	8,8	5,0	7,6	- 0,8
Svezia	Totale	0,3	1,0	0,9	- 1,7	- 4,1
	Industria	-1,3	0,5	-0,1	- 4,7	- 9,7
	Servizi	1,2	1,5	1,8	- 0,3	- 1,9
	Finanziario	2,9	3,5	6,5	- 0,6	- 7,7
Svizzera	Totale	1,1	1,2	1,3	- 0,1	- 2,0
	Industria	-0,2	0,9	0,9	- 1,7	- 3,9
	Servizi	2,3	1,6	1,6	0,8	- 1,0
	Finanziario	-	1,7	2,5	0,5	- 2,5

<sup>1</sup> Dati provvisori. <sup>2</sup> Istituzioni finanziarie, assicurazioni, società immobiliari e servizi alle imprese. <sup>3</sup> Solo Germania occidentale. <sup>4</sup> 1983-85 <sup>5</sup> 1981-85.  
 Fonti: OCSE, Labour Force Statistics; statistiche nazionali.

Crescita lenta  
delle imprese  
di piccole  
dimensioni

lavoro. Questo fenomeno è stato particolarmente marcato negli Stati Uniti, dove tale categoria di aziende impiega i due terzi delle forze di lavoro e negli anni ottanta aveva contribuito per l'80% alla creazione di nuovi impieghi. Il fenomeno è osservabile anche in Canada, in Giappone, nel Regno Unito e in Svezia, e può essere posto in relazione alle più restrittive condizioni del credito bancario. A differenza delle grandi società con accesso al mercato finanziario, le imprese di piccole e medie dimensioni dipendono quasi esclusivamente dai crediti bancari e risentono quindi in modo particolare di un inasprimento delle condizioni di prestito.

Mutamento  
nelle politiche  
di dismissione  
e assunzione  
del personale...

In terzo luogo, molte aziende paiono aver modificato le proprie politiche di gestione del personale. In diversi paesi vi sono chiare indicazioni che le imprese hanno aggiustato più prontamente la consistenza del proprio organico al rallentamento della crescita produttiva, mentre si sono mostrate esitanti ad assumere nuovo personale durante la ripresa. Di conseguenza, quasi la metà della minore crescita dei costi unitari del lavoro nei paesi maggiormente colpiti dalla recessione è attribuibile a una decisa accelerazione nella dinamica della produttività (tabella a pagina 31). Anche in passato si erano osservati improvvisi



aumenti nella crescita della produttività, e la più lenta progressione mostrata dai costi unitari del lavoro costituisce in parte un effetto *una tantum* del ridimensionamento delle forze di lavoro e del più ampio utilizzo di occupati a tempo parziale al fine di ridurre i contributi sociali e previdenziali. Tuttavia, l'accelerazione nella dinamica della produttività potrebbe essere un fenomeno non soltanto temporaneo, poiché il suo inizio ha seguito di poco o ha addirittura preceduto il minimo produttivo, e poiché il mantenimento di riserve di manodopera è stato contenuto. Inoltre, essa non ha riguardato soltanto l'industria, bensì anche i settori dei servizi, di riflesso all'accresciuta concorrenza internazionale e all'automazione. Va infine rilevato che, in un contesto di bassa inflazione, le imprese sono fortemente incentivate a comprimere i costi e ad incrementare la produttività del lavoro.

... accompagnato da una maggiore produttività...

Poiché l'accelerazione nella crescita della produttività è stata particolarmente pronunciata nei paesi in cui la recessione è stata più grave, è prematuro fare ipotesi circa la sua durata. L'aumento delle dismissioni permanenti di manodopera in rapporto a quelle temporanee, pur avendo principalmente natura ciclica, inciderà necessariamente sulle prospettive a breve termine dell'occupazione. Essendo più difficile rimpiazzare posti di lavoro eliminati che reintegrare lavoratori temporaneamente allontanati, il tasso di espansione economica richiesto per generare un'uguale crescita dell'occupazione sarà, per un certo tempo, più alto che in passato. Inoltre, la disoccupazione frizionale potrebbe rimanere elevata, poiché l'assegnazione a nuovi posti di lavoro comporta riallocazione e riaddestramento di personale.

... e da una più bassa occupazione

A livello globale la disoccupazione a breve termine dipenderà altresì dagli sviluppi nei due paesi – Giappone e Germania – che si trovano in una fase iniziale di recessione. Il mercato del lavoro giapponese ha mostrato finora una notevole resilienza di fronte alla più debole crescita della domanda, giacché il tasso di disoccupazione è rimasto praticamente stabile e il rapporto fra offerte di impiego e persone in cerca di lavoro è ancora ben superiore al minimo toccato a metà degli anni ottanta. In Germania, per contro, sono sensibilmente aumentati sia i disoccupati sia i lavoratori a orario ridotto.

Mercati del lavoro in Giappone e Germania

## Ulteriore rallentamento dell'inflazione

Alla fine dello scorso anno l'inflazione dei prezzi al consumo nei paesi industriali era scesa a solo il 3<sup>1/4</sup>%, ossia a un livello che è inferiore di quasi un punto a quello registrato nel 1991 (tabella a pagina 32), e rappresenta il minimo dagli inizi degli anni sessanta. A differenza della decelerazione intervenuta fra il 1990 e il 1991, dovuta prevalentemente all'impatto del calo di prezzo del petrolio, l'andamento dello scorso anno deriva in gran parte dalla dinamica dei prezzi interni e dei salari. In molti paesi è rallentata la crescita dei costi unitari del lavoro, e gli incrementi di prezzo sono stati particolarmente modesti nei settori dei *tradables*. Per contro, i prezzi nei settori non esposti alla concorrenza internazionale hanno tardato ad adeguarsi, cosicché si è ampliato il differenziale fra l'aumento dei prezzi dei servizi e quello dell'indice generale (tabella a pagina 33).

Inflazione storicamente bassa...

Un'importante eccezione alla più moderata dinamica dei prezzi è rappresentata dalla Germania. In parte sotto l'influsso degli andamenti salariali in

Variazioni nella crescita dei costi di lavoro unitari, salari, produttività e tassi di disoccupazione <sup>1</sup>					
Paesi	Costi di lavoro unitari (CLU)	Salari	Produttività	Tassi di disoccupazione	Per memoria: crescita media dei CLU 1989-91
	variazioni in punti percentuali				
Finlandia	-12,7	-8,8	3,9	7,5	7,1
Svezia	-6,5	-3,9	2,6	2,7	9,0
Australia	-5,5	-4,0	1,5	2,6	6,2
Regno Unito	-5,0	-2,3	2,7	3,0	9,0
Stati Uniti	-4,0	-1,5	2,5	1,3	4,1
Canada	-3,6	-1,0	2,6	2,0	5,4
Svizzera	-3,5	-2,8	0,7	2,0	5,2
Italia	-2,0	-2,0	0,0	0,0	7,1
Francia	-1,5	-0,5	1,0	1,0	2,9
Norvegia	-1,2	-1,6	-0,4	0,6	3,0
Spagna	-0,7	1,0	1,7	2,1	5,5
Belgio	-0,5	-1,6	-1,1	1,3	3,4
Giappone	-0,5	-3,0	-2,5	0,1	1,8
Danimarca	1,0	-1,0	-2,0	1,0	1,0
Paesi Bassi	1,0	0,8	-0,2	-0,4	1,1
Germania <sup>2</sup>	1,5	0,1	-1,4	0,0	2,2
Austria	2,0	0,2	-1,8	0,2	2,3

<sup>1</sup> Variazioni calcolate come differenze fra i tassi di crescita medi del 1990-91 nel settore delle imprese (per la disoccupazione, livelli nell'economia globale) e le cifre provvisorie per il 1992.

<sup>2</sup> Solo Germania occidentale.

Fonti: OCSE, Economic Outlook; stime BRI.

... con differenze a livello di singoli paesi

questo paese, l'inflazione è aumentata anche in Austria ed è scesa soltanto di poco in Belgio. Nei Paesi Bassi, dove si era registrato il più basso tasso medio d'inflazione nel periodo 1985-90, si è progressivamente attenuato l'influsso di fattori speciali (pagina 21). Nei due paesi che perseguono obiettivi espliciti d'inflazione (Canada e Nuova Zelanda) il dato per il 1992 si situa al disotto o in corrispondenza del valore minore della fascia-obiettivo. Un altro aspetto degno di nota è il fatto che la maggior parte dei paesi con monete in deprezzamento sia riuscita a ridurre l'inflazione. Sebbene un effetto frenante sia provenuto dalla debole domanda interna e dal deterioramento del mercato del lavoro, parrebbe altresì che le perdite nelle ragioni di scambio associate al deprezzamento della moneta siano state "assorbite" attraverso una minore crescita dei salari reali e un restringimento dei margini di profitto. Questo fenomeno è osservabile in Italia, Canada, Australia e Finlandia, mentre in Spagna la presenza di un mercato del lavoro rigido continua a mantenere su valori relativamente alti la progressione dei salari nominali.

### Disinflazione, alti tassi d'interesse reali e dilemmi di politica economica in Europa

Data la persistenza delle spinte inflazionistiche, in Germania vi era poco spazio per un pronto allentamento delle condizioni monetarie da parte della banca centrale. A causa dei legami valutari in seno agli AEC, ciò ha condotto a una



crescente tensione fra il vincolo esterno del tasso di cambio e la capacità delle politiche macroeconomiche di contrastare una debolezza della domanda aggregata maggiore del previsto.

Le tendenze mondiali dei tassi d'interesse influiscono sul livello di questi nella maggior parte dei paesi industriali con mercati finanziari aperti. Tuttavia, in un sistema di cambi fluttuanti le difformità nella posizione ciclica e negli orientamenti di politica economica possono nondimeno tradursi in sensibili scostamenti di breve periodo dalle tendenze globali. Andamenti asincroni di questo tipo hanno avuto un ruolo importante nell'attuale fase di rallentamento economico. Come si può osservare nel grafico di pagina 34, i rendimenti tedeschi hanno seguito la tendenza mondiale al ribasso dei tassi d'interesse a lungo termine. A fine 1992 questi risultavano scesi in termini reali di circa 3 punti rispetto al massimo dell'attuale ciclo, e circa la metà di tale calo era attribuibile al movimento dei tassi d'interesse nominali. Si tratta quindi di una flessione ben maggiore di quella di 1 punto registrata negli Stati Uniti dai rendimenti reali a lungo termine durante lo stesso periodo.

Un quadro più differenziato emerge se si guarda ai tassi d'interesse a breve termine. Mentre in Giappone e negli Stati Uniti i tassi reali a breve sono

Tassi d'interesse  
a lungo termine  
in diminuzione...

Inflazione dei prezzi al consumo								
Paesi	1982-89	1990	1991	1992				1993
				Marzo	Giugno	Sett.	Dic.	Marzo
	variazioni percentuali annue, basate sui dati di fine periodo <sup>1</sup>							
Stati Uniti	3,7	6,1	3,1	3,2	3,1	3,0	2,9	3,1
Giappone	1,4	3,8	2,7	2,0	2,3	2,0	1,2	1,2
Germania <sup>2</sup>	1,6	2,8	4,2	4,8	4,3	3,6	3,7	4,2
Francia	4,6	3,4	3,1	3,2	3,0	2,6	2,0	2,2 <sup>3</sup>
Italia	7,3	6,4	6,0	5,4	5,4	5,1	4,6	4,2
Regno Unito	5,3	9,3	4,5	4,0	3,9	3,6	2,6	1,9
Canada	4,3	5,0	3,8	1,6	1,1	1,3	2,1	1,9
Australia	7,4	6,9	1,5	1,7	1,2	0,7	0,3	1,2
Austria	2,7	3,5	3,1	4,1	4,0	3,9	4,2	3,9
Belgio	3,4	3,5	2,8	2,7	2,6	2,3	2,4	2,9
Danimarca	4,7	1,9	2,3	2,6	2,3	2,0	1,5	1,1
Finlandia	5,5	4,9	3,9	2,8	2,7	2,6	2,1	2,7 <sup>3</sup>
Grecia	17,7	22,9	18,0	18,3	15,1	15,3	14,4	16,4
Irlanda	5,0	2,7	3,6	3,7	3,6	2,8	2,3	1,9
Israele	89,6	17,6	18,0	17,3	12,2	8,0	9,4	10,8
Norvegia	6,4	4,4	2,9	2,5	2,5	2,0	2,2	2,5
Nuova Zelanda	9,6	4,9	1,0	0,8	1,0	1,0	1,3	1,0
Paesi Bassi	1,3	2,6	4,9	4,2	4,0	3,4	2,6	2,3
Portogallo	16,1	13,7	9,2	8,5	9,5	9,1	8,4	7,3
Spagna	7,8	6,5	5,5	6,9	6,2	5,8	5,4	4,0
Svezia	6,3	10,9	8,1	2,6	2,1	2,5	1,9	4,9
Svizzera	2,4	5,3	5,2	4,9	4,2	3,5	3,4	3,6
Turchia	50,8	60,4	71,1	78,7	65,8	67,7	66,0	58,0
Media <sup>4</sup>	4,5	5,8	4,1	4,0	3,7	3,5	3,2	3,2

<sup>1</sup> Dati trimestrali per Australia, Irlanda e Nuova Zelanda. <sup>2</sup> Solo Germania occidentale.  
<sup>3</sup> Nuovo indice. <sup>4</sup> Media ponderata in base ai tassi di cambio e ai consumi del 1990.

Differenziale fra le variazioni dei prezzi dei servizi e dell'indice generale dei prezzi in determinati paesi <sup>1</sup>			
Paesi	1990	1991	1992
	in punti percentuali		
Stati Uniti	0,1	0,9	0,9
Giappone	0,0	-0,6	1,1
Germania <sup>2</sup>	0,1	0,2	1,6
Francia	0,7	1,0	2,0
Italia	1,2	1,1	1,6
Regno Unito <sup>3</sup>	0,2	3,5	2,6
Canada	0,9	0,7	0,8
Belgio	-0,3	1,2	1,8
Svizzera	0,8	2,1	2,5
Spagna	1,9	2,8	2,9

<sup>1</sup> Variazioni percentuali della componente servizi dell'indice dei prezzi al consumo, meno variazioni dell'indice generale. <sup>2</sup> Solo Germania occidentale. <sup>3</sup> Esclusi interessi ipotecari.

scesi al 2% o meno – principalmente in conseguenza di precoci e rapide riduzioni dei tassi nominali – in Germania essi sono rimasti fra il 5 e il 6% per gran parte del 1992, e soltanto a partire dal settembre scorso i tassi nominali a breve hanno invertito la loro tendenza ascendente.

... e convergenza  
dei tassi nominali

Gli elevati tassi d'interesse a breve in Germania hanno fortemente influenzato le condizioni sui mercati finanziari dei paesi europei le cui monete sono collegate al marco sia in seno agli AEC sia mediante un ancoraggio unilaterale all'ECU. Dopo la spettacolare riduzione dei differenziali dei tassi nominali rispetto alla Germania avvenuta nei precedenti due anni, all'inizio del 1992 la convergenza dei rendimenti sia a breve che a lungo termine era rallentata nella maggior parte dei paesi europei. Fra il maggio 1990 e il maggio 1992, prima del referendum danese e dell'inizio della crisi valutaria, i differenziali dei tassi d'interesse nominali a breve rispetto alla Germania si erano ristretti in media di 2 punti, facendo registrare le maggiori riduzioni in quei paesi, come Regno Unito, Spagna, Svezia e Norvegia, che nel 1990 avevano tassi decisamente superiori a quelli tedeschi.

Tassi reali  
divergenti...

Nello stesso arco temporale molti dei *partners* della Germania negli AEC e i paesi nordici hanno migliorato la propria posizione in termini di inflazione. Durante gli ultimi tre anni Francia, Danimarca e Belgio hanno avuto un'inflazione mediamente inferiore a quella registrata in Germania. Lo scorso anno persino in Svezia e nel Regno Unito il tasso d'incremento dei prezzi è sceso al disotto del livello tedesco. Poiché nella maggioranza dei paesi questa disinflazione relativa ha più che compensato la riduzione nei differenziali dei tassi d'interesse nominali, i rendimenti reali a breve sono saliti in relazione a quelli tedeschi. Di fronte all'ampliarsi della divergenza congiunturale all'interno dell'Europa è divenuto sempre più palese che il livello elevato dei tassi d'interesse era in conflitto con le condizioni economiche interne.

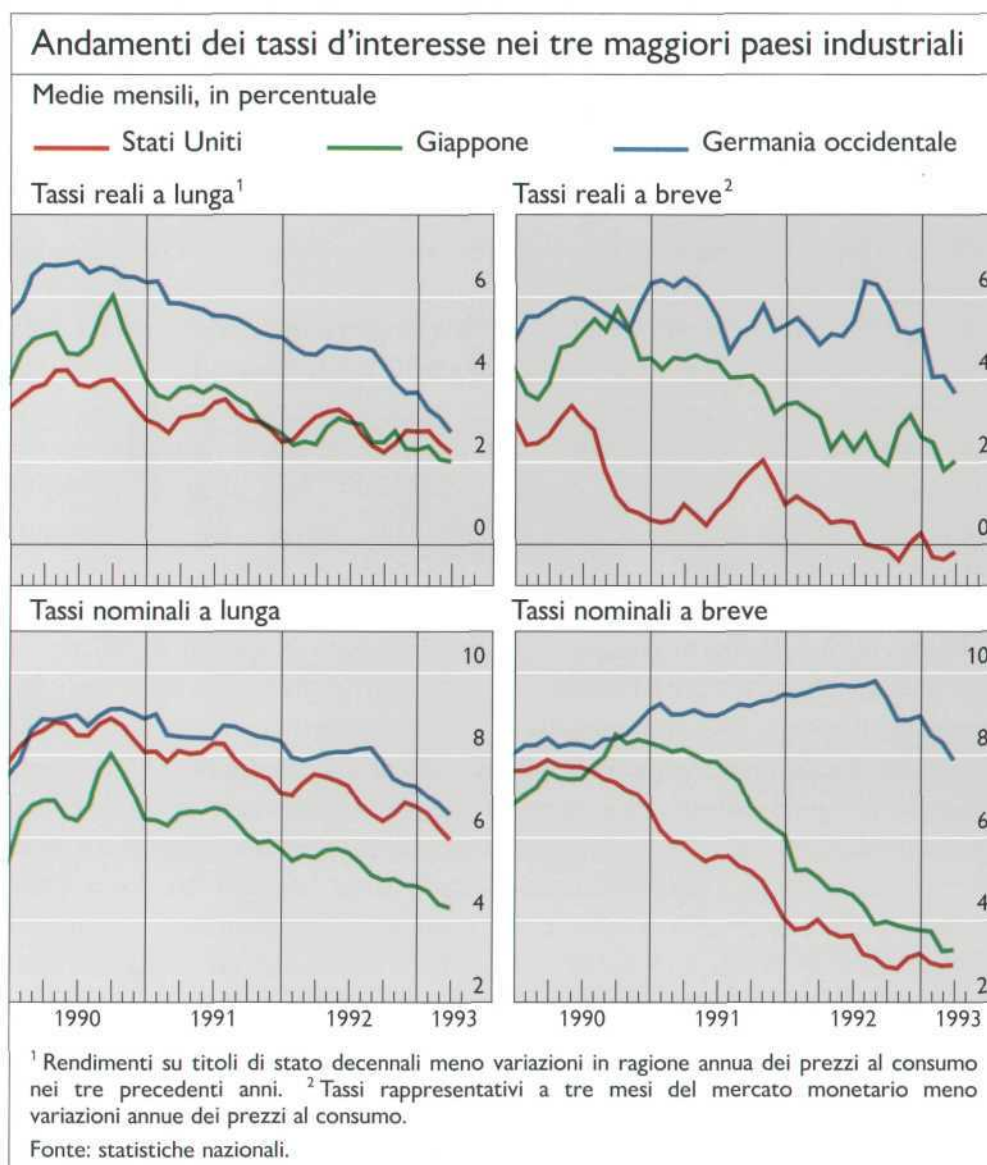
... riconducibili a  
fattori specifici...

La divergenza ciclica in Europa è parzialmente riconducibile a fattori specifici a livello nazionale, che hanno favorito un calo dell'inflazione assai più rapido del previsto e reso più restrittivo l'orientamento della politica monetaria associato al mantenimento di cambi fissi. In Finlandia, Norvegia e Svezia gli



squilibri strutturali e i problemi di ristrutturazione finanziaria hanno esercitato un influsso determinante sugli andamenti congiunturali; anche nel Regno Unito i problemi di bilancio delle famiglie e delle imprese hanno costituito un fattore cruciale. La rapida disinflazione in questi paesi e il calo di prezzo delle attività fanno pensare a un ciclo di "deflazione da debito", in cui gli elevati oneri debitori reali costringono le famiglie e le imprese a decurtare la spesa reale indebolendo ulteriormente l'attività economica e favorendo la disinflazione. In Europa un altro sviluppo asimmetrico è stato quello derivante dagli impulsi di domanda seguiti all'unificazione della Germania. Se da un lato si può stimare che essi abbiano in media innalzato i tassi di crescita dei paesi CEE di circa  $1/2$  punto percentuale sia nel 1991 che nel 1992, è altresì evidente che l'impatto sui singoli paesi si sia differenziato a seconda del grado d'integrazione con l'economia tedesca. Nei paesi più strettamente integrati con la Germania l'impulso positivo in termini di domanda ha sopravanzato gli effetti sfavorevoli dei più alti tassi d'interesse. Per contro, le economie con più deboli legami commerciali hanno parimenti risentito del rialzo dei tassi d'interesse, ricevendo però soltanto un modesto impulso dal lato delle esportazioni.

... e agli effetti dell'unificazione tedesca



Crescente  
divergenza dopo  
il referendum  
danese

Dopo il referendum danese del giugno 1992 la convergenza dei tassi nominali ha subito una brusca inversione. Nella maggior parte dei paesi che hanno dovuto innalzare i tassi d'interesse per difendere la parità di cambio, il livello dell'inflazione è da allora ulteriormente sceso di  $1/2-1$  punto, determinando differenziali di tasso d'interesse reale ancora maggiori. Per contro, fra i tre paesi (Austria, Belgio e Paesi Bassi) con differenziale d'interesse praticamente nullo soltanto i Paesi Bassi hanno fatto registrare un'inflazione sensibilmente più bassa. Per alcuni paesi il livello dei tassi d'interesse reali che sarebbe stato compatibile con l'obiettivo di cambio, in considerazione dei crescenti problemi economici interni, ha influito sulla decisione di svalutare la moneta o di abbandonare il regime di fissità del cambio.

## Politica fiscale e accumulazione del debito pubblico

### *Evoluzione delle finanze pubbliche durante il recente ciclo*

Negli anni ottanta la maggior parte dei paesi industriali decise di orientare le politiche fiscali verso il riequilibrio dei bilanci nel medio periodo. Il mutamento di corso fu determinato dall'ampliarsi dei disavanzi di bilancio e del debito pubblico durante il decennio precedente e condusse, nella seconda metà degli anni ottanta, a un miglioramento del saldo primario nella media dei paesi OCSE. Un'ulteriore conseguenza fu che l'indirizzo della politica fiscale venne sempre più frequentemente valutato in termini di scostamento del disavanzo dall'obiettivo di riequilibrio a medio termine.

Vincoli per la  
politica di  
bilancio durante  
il ciclo attuale...

Nel recente periodo di lenta crescita del prodotto la politica di bilancio ha impartito uno stimolo minore rispetto a precedenti periodi di ripresa. In molti paesi le autorità fiscali sono state vincolate dall'esigenza di ridurre nel medio periodo gli elevati livelli del debito pubblico. Inoltre, nei paesi con un obiettivo di tasso di cambio si temeva che uno scostamento dalla strategia di consolidamento a medio termine avrebbe intaccato la credibilità dell'impegno a perseguire la fissità del cambio e una politica monetaria tesa a contenere l'inflazione. Al tempo stesso, nei paesi in cui le imprese e le famiglie stavano operando una ristrutturazione dei propri bilanci, l'impiego dei tradizionali provvedimenti di stimolo fiscale è stato limitato dalla necessità di impedire un aumento dei tassi d'interesse e dei connessi oneri finanziari.

... ma il deterioramento tuttora notevole...

Nondimeno, come si può osservare nella tabella di pagina 36, nell'arco degli ultimi tre anni in gran parte dei paesi si è avuto un notevole deterioramento delle finanze pubbliche. La recessione economica ha annullato i progressi realizzati in precedenza nei saldi primari attraverso l'impatto degli stabilizzatori automatici sia sulle entrate che sulla spesa. In alcuni paesi tale deterioramento ciclico è stato aggravato dagli effetti degli elevati tassi d'interesse e dei bassi saggi di crescita del prodotto sul servizio del debito pubblico in essere e, in certi casi, da provvedimenti di bilancio discrezionali. Ciò ha talora acuito il problema della sostenibilità delle politiche fiscali in atto, ossia della possibilità di mantenere la tendenza delle entrate e delle uscite senza accrescere il livello del debito in rapporto al PIL. La correzione di stabilizzazione (o *stabilisation gap*) uniperiodale indicata nella tabella mostra di quale entità dovrebbe essere nel prossimo anno l'aggiustamento del saldo primario

... solleva dubbi  
sulla sostenibilità  
del debito



Andamenti della posizione di bilancio e del debito delle amministrazioni pubbliche									
Paesi	1989			1992			Effetto inerziale da interessi <sup>1</sup>	Correzione di stabilizzazione <sup>2</sup>	
	Debito lordo	Posizione di bilancio		Debito lordo	Posizione di bilancio				Debito netto
		Accreditamento netto	Saldo primario		Accreditamento netto	Saldo primario			
in percentuale del PIL									
Belgio	130,5	- 6,4	3,1	135,8	- 7,0	2,9	124,5	6,9	4,0
Italia	97,9	- 9,9	-1,5	107,3	-10,1	0,4	105,7	5,6	5,2
Irlanda	108,0	- 1,1	5,2	96,8	- 2,8	3,5	96,5	1,1	-2,4
Grecia	76,3	-17,7	-9,5	92,3	-10,6	1,0	89,5	4,8	3,8
Canada	69,5	- 3,0	1,8	83,0	- 6,4	-1,0	54,7	2,5	3,5
Paesi Bassi	77,8	- 5,5	-0,5	79,2	- 3,9	1,3	62,0	3,7	2,4
Giappone	70,6	2,5	3,4	66,2	1,8	2,0	4,2	0,1	-1,9
Stati Uniti	54,0	- 1,5	0,5	63,2	- 4,7	-2,5	38,0	0,0	2,5
Danimarca	58,5	- 0,5	3,3	62,4	- 2,5	1,2	29,5	2,9	1,7
Svezia	48,4	5,6	6,0	54,8	- 9,1	-8,6	5,0	3,2	11,8
Austria	56,9	- 2,8	0,3	55,7	- 2,1	1,1	55,5	1,7	0,6
Francia	47,5	- 1,1	1,1	51,3	- 3,7	-1,0	29,7	2,1	3,1
Spagna	47,0	- 2,8	0,3	51,7	- 4,7	-0,8	36,0	1,7	2,5
Germania <sup>3</sup>	43,2	0,1	2,3	44,2	- 3,1	-0,4	24,5	2,0	2,4
Norvegia	42,7	1,6	-0,9	43,4	- 2,8	-4,2	-17,0	-0,1	4,1
Regno Unito	36,8	0,9	3,3	40,5	- 6,4	-4,6	35,5	0,9	5,5
Australia	27,0	1,5	3,3	29,3	- 4,5	-2,9	15,5	0,6	3,5
Finlandia	16,4	2,9	3,3	31,4	- 8,9	-7,8	13,0	2,7	10,5

<sup>1</sup> Rapporto debito netto/PIL nel 1992 moltiplicato per  $(i-g)/(1+g)$ , dove  $i$  = tasso d'interesse medio atteso sul debito netto nel 1993, e  $g$  = tasso di crescita atteso del PIL nominale nel 1993. <sup>2</sup> Effetto inerziale da interessi meno saldo primario/PIL. Una cifra positiva indica il miglioramento del saldo primario necessario per mantenere stabile il rapporto debito netto/PIL. <sup>3</sup> Prima del 1991, solo Germania occidentale.

Fonti: OCSE, Economic Outlook; stime BRI.

per poter stabilizzare il rapporto debito netto/PIL al livello del 1992. Tale misura è costituita da due elementi: il rapporto disavanzo primario/PIL e l'effetto inerziale da interessi. Quest'ultimo determina un aumento del rapporto debito/PIL ogniquale volta il tasso d'interesse medio sul debito supera la crescita nominale del prodotto. Sulla base delle stime correnti dei tassi d'interesse e della crescita nominale del PIL per il 1993, la correzione di stabilizzazione uniperiodale può anche essere interpretata come l'incremento del rapporto debito/PIL che si avrebbe in ipotesi di saldo primario invariato.

I dati della tabella indicano che sulla base delle ipotesi correnti la recente crescita dei rapporti debito/PIL proseguirà nel 1993. Dati gli attuali saldi primari, soltanto Irlanda e Giappone appaiono in grado di evitare un incremento. Nella maggior parte degli altri paesi la stabilizzazione del debito richiederebbe un notevole inasprimento della politica fiscale, in taluni casi al di là di quanto sarebbe realisticamente possibile. L'incidenza relativa dei due fattori di accumulo del debito differisce sensibilmente a seconda del livello di indebitamento. Molti dei paesi con un basso debito pubblico hanno avuto ampi deficit primari nel 1992. Principalmente per effetto di fattori congiunturali,

Aumento dell'incidenza del debito nella maggior parte dei paesi

Andamenti  
recenti nei  
principali paesi

ma anche in seguito a misure di stimolo fiscale, negli ultimi tre anni i loro disavanzi primari si sono accresciuti in media del 4,5%.

Fra i sette maggiori paesi industriali, il Regno Unito ha fatto registrare il più forte deterioramento del saldo primario, a causa della recessione relativamente profonda e di una serie di provvedimenti espansivi. Negli Stati Uniti, in Germania e in Francia si è assistito parimenti al passaggio da un avanzo primario a un disavanzo. Un fattore importante alla base della cospicua crescita del rapporto debito/PIL negli Stati Uniti è stato il pacchetto di misure adottato per il salvataggio del sistema di assicurazione dei depositi e la ristrutturazione del settore delle casse di risparmio. Il deterioramento è tuttavia anche dovuto al crescente disavanzo strutturale, specie per quanto riguarda l'amministrazione federale. In Germania il modesto aumento del debito delle amministrazioni pubbliche non rispecchia appieno i costi di bilancio dell'unificazione, se si considerano gli impegni di spesa che maturano oltre il 1992 e le operazioni finanziarie iscritte fuori bilancio (segnatamente il Fondo per l'Unità, il fondo di liquidazione dei crediti e la Treuhandanstalt). La Francia si trovava in una situazione relativamente favorevole all'inizio della recessione, ma una serie di provvedimenti di sostegno all'occupazione ha portato a un leggero deterioramento del saldo primario. Il Giappone, infine, ha fatto registrare un aumento soltanto modesto del disavanzo pubblico, anche perché la fase contrattiva in questo paese è cominciata più tardi che altrove.

Nell'ambito delle economie minori con un rapporto di debito/PIL medio-basso, l'Austria rappresenta l'unico paese in cui è addirittura aumentato l'avanzo primario, soprattutto in virtù del fatto che il rallentamento economico è iniziato soltanto lo scorso anno. In Danimarca e in Spagna il fabbisogno netto si è per contro ampliato di circa il 2%. I peggioramenti maggiori sono stati registrati nei tre paesi nordici e in Australia. In tutti e quattro i casi la causa principale è stata la grave recessione.

Eccedenza  
primaria nei paesi  
con elevato  
indebitamento...

D'altro canto, la maggior parte dei paesi con un elevato indebitamento pubblico presenta un avanzo primario. Riconoscendo che il costo che comporta un disavanzo primario può essere assai elevato, anche quando esso sia dovuto all'operare degli stabilizzatori automatici, i paesi con elevata incidenza del debito pubblico hanno giudicato necessario neutralizzare quanto più possibile gli effetti degli stabilizzatori automatici per impedire una crescita inerziale cumulativa dei futuri interessi passivi. Dall'autunno dello scorso anno i governi di pressoché tutti i paesi in questione hanno adottato misure di bilancio addizionali per compensare gli effetti delle peggiorate prospettive economiche sul proprio fabbisogno di finanziamento.

... ma pesante  
onere per  
interessi

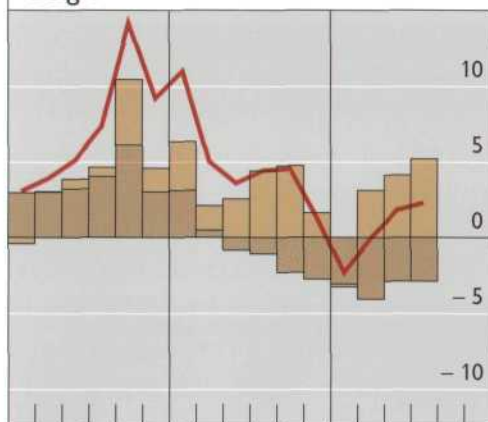
Il recente deterioramento delle finanze pubbliche nei paesi con elevati livelli di debito è principalmente imputabile all'effetto inerziale da interessi. In presenza di un rapporto debito/PIL nell'ordine del 100%, qualsiasi ampliamento del differenziale fra tasso d'interesse medio e crescita nominale del prodotto dà luogo a un aumento equivalente del rapporto. Il pericolo di un notevole effetto cumulativo degli interessi sul debito può essere ravvisato anche in alcuni dei paesi nordici. Sebbene l'incidenza relativa del debito sia ancora bassa, guardando all'esperienza storica di alcuni paesi con elevato indebitamento si può constatare come da un'analoga situazione fosse scaturito



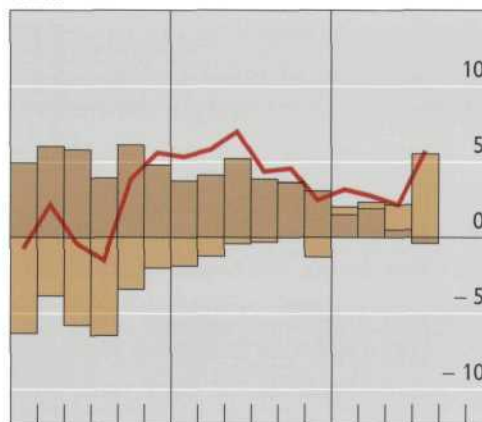
## Variazioni del debito pubblico per fattori di accumulazione

- Variazione del rapporto debito netto/PIL<sup>1</sup>
- Disavanzo primario<sup>2</sup>
- Effetto inerziale da interessi<sup>2,3</sup>

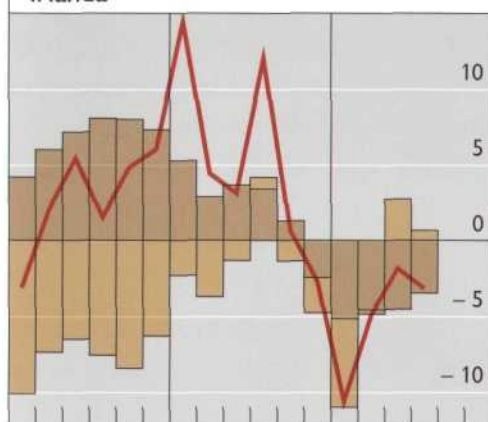
Belgio



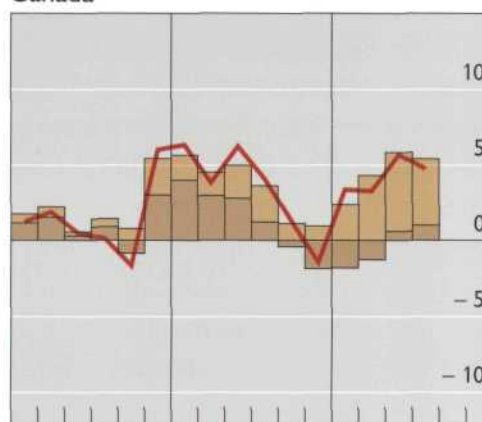
Italia



Irlanda



Canada



Nota: la differenza fra la variazione del rapporto debito netto/PIL e la somma del disavanzo primario più l'effetto inerziale da interessi è dovuta a variazioni di valutazione e discrepanze contabili.

<sup>1</sup> In punti percentuali. <sup>2</sup> In percentuale del PIL. <sup>3</sup> Per la spiegazione si veda la tabella a pagina 36. Un contributo negativo indica che la crescita nominale del PIL supera il tasso d'interesse medio sul debito netto.

Fonte: OCSE, Economic Outlook.

un rapido incremento del debito pubblico in relazione al prodotto. Belgio, Italia e Irlanda mostravano nel 1974 un rapporto debito/PIL del 50–60%. Durante i restanti anni settanta e nei primi anni ottanta tali paesi incorsero in ampi disavanzi primari che causarono un progressivo incremento del rapporto, pur in presenza di una crescita nominale superiore ai tassi d'interesse. In Canada, d'altro canto, dove fino agli inizi degli anni ottanta il rapporto di indebitamento risultava assai basso, si è in seguito assistito a un rapido accumulo di debito pubblico dovuto ad ampi disavanzi primari e ad effetti moltiplicativi degli interessi, in parte quale conseguenza della grave recessione del 1981–82.

Come mostra il grafico precedente, nel corso degli anni ottanta tutti e quattro i paesi, seppure in epoche e con intensità differenti, hanno invertito

Iniziale incremento del debito pubblico...

... seguito da un'inversione nell'orientamento della politica di bilancio ...

... e da diversi ritmi di disinflazione

l'orientamento della politica di bilancio. In Belgio questo mutamento di indirizzo è avvenuto relativamente presto, sebbene nel 1992 tale paese avesse ancora il più alto rapporto debito/PIL, soprattutto a seguito dell'effetto inerziale da interessi. Così come in Canada, in Belgio si è ben presto messa in moto la spirale interessi/debito, determinando fin dai primi anni ottanta un aggravamento della posizione debitoria in quasi ogni esercizio finanziario. In Italia e Irlanda, l'onere degli interessi ha accresciuto il rapporto debito/PIL soltanto a partire dagli ultimi anni. Le differenze nel profilo temporale del processo di disinflazione paiono avere svolto un ruolo importante. In Belgio la disinflazione ebbe inizio nella seconda metà degli anni settanta, allorché il tasso di incremento dei prezzi scese dal 12-13% a meno del 4%. Tuttavia, dato il tardivo adeguamento dei tassi d'interesse nominali alla più bassa inflazione, il differenziale rispetto alla crescita economica nominale subì un sensibile incremento, contribuendo per ben il 4% all'aumento del rapporto debito/PIL nel 1981. In Italia, invece, l'inflazione è rimasta superiore al 10% fino al 1985, e nella seconda metà del passato decennio il differenziale fra tassi d'interesse nominali e crescita si è mantenuto al disotto del 2%. L'ulteriore discesa dell'inflazione e la lenta crescita economica nei primi anni novanta si sono tradotte in un differenziale di ampiezza senza precedenti, che nel 1992 ha contribuito per oltre il 5% al rapporto stimato debito/PIL. In Italia le implicazioni per quanto riguarda la crescita cumulativa del debito in futuro sono particolarmente preoccupanti e rendono necessari miglioramenti del saldo primario. In Canada, alla disinflazione intervenuta a partire dall'adozione dell'obiettivo di inflazione ha fatto riscontro un contributo di pari grandezza e senza precedenti dell'effetto inerziale da interessi all'accumulo di debito pubblico.

I risultati relativamente migliori ottenuti dall'Irlanda a partire dal 1986 sono dovuti a due fattori. L'Irlanda ha optato per un radicale miglioramento del bilancio primario ed è riuscita a limitare l'incidenza degli interessi raccogliendo fondi in valuta estera. Ciò ha consentito al governo di abbassare i costi di finanziamento fintanto che è stato possibile mantenere la parità di cambio in seno agli AEC.

### *Programmi di bilancio per il 1993*

Provvedimenti di stimolo in alcuni paesi ...

Alla luce degli andamenti trattati più sopra, sono assai pochi nelle attuali circostanze i paesi in grado di adottare misure fiscali di stimolo. La nuova amministrazione USA ha proposto una manovra espansiva a breve termine equivalente a meno dello 0,5% del PIL, che ha forti probabilità di essere respinta dal Congresso, congiuntamente a provvedimenti dal lato sia delle imposte sia delle uscite diretti a dimezzare, nell'arco dei prossimi cinque anni, il rapporto fra disavanzo federale e PIL. In Giappone i provvedimenti adottati nell'agosto scorso produrranno i maggiori effetti nella prima metà di quest'anno. Il bilancio per il 1993-94 prevede un ulteriore aumento del 10% della spesa per opere pubbliche, e in aprile il governo ha proposto una nuova manovra di stimolo (la più importante mai adottata) per un importo equivalente a circa il 2<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% del PIL. Nel pacchetto di misure hanno un ruolo preponderante i lavori pubblici e gli investimenti in infrastrutture sociali, ma esso comprende altresì misure volte a promuovere gli investimenti privati residenziali e non, come pure



l'attività delle imprese medio-piccole, nonché iniziative dirette a sostenere l'occupazione, a stabilizzare i mercati finanziari e a rivitalizzare la borsa. Nel Regno Unito le misure adottate dal governo nel novembre dello scorso anno, unitamente alle meno favorevoli prospettive di crescita, hanno innalzato il previsto fabbisogno di finanziamento del 2% in rapporto al PIL. Il bilancio per quest'anno appare sostanzialmente neutrale, mentre è annunciato per il 1994 un aumento delle imposte. Infine, agli inizi di quest'anno il governo australiano ha adottato provvedimenti espansivi dal lato delle imposte e delle uscite che potrebbero far salire il disavanzo federale al 4% circa del PIL.

In Germania il bilancio originario per il 1993 prevedeva una diminuzione del fabbisogno di finanziamento. Tuttavia, in seguito alle revisioni rese necessarie dal peggioramento della situazione economica, le stime più recenti indicano un disavanzo superiore di quasi il 50% a quello inizialmente previsto. In Francia il bilancio per il 1993 si proponeva di limitare il disavanzo a meno del 2½% del PIL nominale. Tuttavia, dopo una revisione dei conti, da cui risultava un disavanzo atteso più che doppio rispetto alle stime iniziali, nel maggio di quest'anno il nuovo governo ha proposto un'ampia gamma di misure dal lato delle uscite e delle imposte e ha rettificato al 4½% l'obiettivo per il disavanzo. Come già detto, in Italia durante i primi tre mesi di quest'anno si è avuto un ampio sconfinamento di bilancio, e sono attualmente in preparazione misure per assicurare l'osservanza degli impegni comunitari. Il Canada ha adottato lo scorso dicembre provvedimenti restrittivi per contenere l'espansione del disavanzo, ma le riduzioni proposte nel bilancio per il 1993-94 sono relativamente modeste.

Diversi paesi minori dell'Europa continentale hanno deciso tagli di spesa o aumenti tributari per attenersi agli obiettivi a medio termine. In alcuni casi le riduzioni delle uscite sono state affiancate da provvedimenti per sostenere l'occupazione o per alleviare le ristrettezze economiche dei disoccupati. In Finlandia e in Svezia il margine addizionale di manovra fornito dalla fluttuazione delle valute potrebbe essere in gran parte neutralizzato dai crescenti disavanzi pubblici. Di conseguenza, in entrambi i paesi si stanno considerando, o sono già state adottate, diverse misure di consolidamento che dovrebbero entrare in vigore nel corso di quest'anno.

... e un deterioramento di natura ciclica in altri ...

... ma consolidamento dei bilanci nella maggior parte dei paesi

### III. Andamenti negli altri paesi

#### Aspetti salienti

Nell'Europa orientale i paesi più avanzati nel processo di riforma hanno potuto cogliere i primi frutti della stabilizzazione macroeconomica e della trasformazione delle loro economie. Nell'ex Cecoslovacchia, in Ungheria e Polonia la contrazione del prodotto pare essersi arrestata nell'ultimo trimestre del 1992 e l'inflazione è regredita. I risultati sono stati più sfavorevoli in quei paesi che avevano perseguito politiche meno energiche e coerenti, e ciò indicherebbe che una risoluta azione di stabilizzazione è una condizione necessaria, sebbene non sufficiente, per creare un'economia di mercato. Politiche incoerenti non consentono agli operatori di mercato di prevedere la direzione in cui procederà la riforma. Questa pare essere la lezione che la Slovenia e gli Stati baltici hanno tratto fino ad oggi dall'esperienza riformatrice. Per contro, la stabilità macroeconomica è risultata sinora irraggiungibile in Russia e nelle altre repubbliche ex sovietiche, in parte a causa del mancato consenso sulle politiche e per effetto di meccanismi monetari che hanno alimentato l'inflazione. In tutti i paesi restano irrisolti problemi sostanziali – come l'aumento dei disavanzi di bilancio e la dipendenza della crescita dalle esportazioni – i quali potrebbero pregiudicare la stabilizzazione macroeconomica e le prospettive di sviluppo. Su un piano più fondamentale, non è stato affrontato in modo sistematico il problema dei finanziamenti bancari ad aziende statali in perdita, benché siano state prese le prime iniziative in tal senso.

Lo scorso anno i paesi in via di sviluppo e le NIEs hanno nuovamente registrato una crescita molto più rapida di quella dei paesi industriali, in gran parte grazie alla vigorosa espansione economica in Asia e, in particolare, in Cina. Il successo del programma di riforme in India si è rispecchiato in un aumento della crescita del prodotto e in un'inflazione calante, sebbene anche la ripresa della produzione agricola abbia svolto un ruolo non trascurabile. Le riforme intraprese negli ultimi anni in America Latina si sono consolidate e l'inflazione è scesa in quasi tutti i maggiori paesi, ad eccezione del Brasile. Tuttavia, la rapida espansione della domanda interna, associata in alcuni paesi a una politica di contenimento delle pressioni inflazionistiche attraverso il tasso di cambio, ha dato adito a preoccupazioni per il considerevole ampliarsi dei disavanzi esterni di parte corrente. Lo scorso anno, la dinamica economica è stata debole in Africa, mentre la ripresa della produzione di petrolio in Kuwait è all'origine della più sostenuta crescita del prodotto nel Medio Oriente. Il susseguirsi per molti anni di andamenti economici divergenti ha fatto sì che la distribuzione del reddito a livello mondiale sia divenuta più disomogenea, specie se si esclude la Cina. I fattori che hanno determinato questo crescente divario non sono ben compresi, ma a una prima analisi parrebbe che le



politiche economiche abbiano svolto un ruolo primario. L'investimento nella qualificazione e istruzione delle forze di lavoro, la promozione del risparmio e degli investimenti, la riduzione dei disavanzi di bilancio del settore pubblico e dell'inflazione, nonché misure volte ad arginare la rapida crescita demografica sembrano costituire le più importanti strategie di sviluppo.

## Andamenti nei paesi dell'Europa orientale

Nel corso del 1992 sono divenute più palesi le differenze nelle politiche e nei risultati economici dei paesi dell'Europa orientale, in netto contrasto con l'anno precedente, quando gli sviluppi erano stati caratterizzati da *shocks* comuni alla maggior parte dei paesi di quest'area. Nei paesi al di fuori dell'ex Unione Sovietica il crollo del sistema di interscambio del Comecon e le variazioni nelle ragioni di scambio avevano contribuito a una forte caduta del prodotto, cui aveva concorso anche l'esigenza di instaurare un migliore equilibrio macroeconomico. L'inflazione annua elevata era ricollegabile all'assorbimento dell'eccesso latente di liquidità in alcuni paesi nonché al diffuso peggioramento delle ragioni di scambio e alla riduzione dei sussidi al consumo. Nel 1992 questi fattori non sono stati più operanti o lo sono stati in misura molto meno significativa, cosicché gli indicatori economici hanno meglio rispecchiato le differenze negli approcci delle politiche e nelle condizioni economiche; solo la siccità ha interessato l'intera area e potrebbe aver causato un calo tra l'1 e il 3% del prodotto totale. Può essere utile distinguere tre gruppi di paesi. Le economie in fase avanzata di trasformazione, che negli ultimi anni avevano mantenuto condizioni monetarie restrittive e politiche di bilancio appropriate, sono riuscite a ridurre il tasso d'inflazione. Questi paesi sono stati altresì in grado di limitare la caduta del prodotto, grazie al rapido sviluppo del settore privato, di riorientare le esportazioni verso i mercati dei paesi industriali e di attrarre investimenti esteri. Un secondo gruppo comprende i paesi che in molti casi hanno avviato le riforme più tardi e in condizioni di partenza più difficili. La contrazione del prodotto in questo gruppo (fatta eccezione per la Slovenia) è stata più pronunciata e la stabilizzazione macroeconomica si è rivelata sinora irrealizzabile o è stata conseguita solo molto di recente. Il terzo gruppo di paesi ha intrapreso il sentiero delle riforme solo da poco tempo. L'assenza di disciplina fiscale e monetaria e il crollo dell'interscambio nell'ex Unione Sovietica (esclusi gli Stati baltici) hanno determinato lo scorso anno un'inflazione elevatissima, una marcata contrazione del prodotto ed enormi squilibri esterni.

Differenze nelle politiche ...

... rispecchiate dagli andamenti delle economie

### *Paesi in fase avanzata di trasformazione*

Nei paesi più avanzati nel processo di transizione (Repubbliche ceca e slovacca, Ungheria e Polonia), la contrazione del prodotto parrebbe essersi arrestata nel 1992 (tabella a fronte). Tuttavia, non è affatto certo che ciò preannunci già l'avvio di un'espansione economica duratura. Finora la crescita ha continuato a dipendere in forte misura dalle esportazioni, che potrebbero aumentare meno rapidamente in futuro. Lo scorso anno i disavanzi di bilancio si sono ampliati in Ungheria e Polonia e in tutti i paesi la moneta nella definizione più ampia è aumentata in termini reali (tabella di pagina 57). Nondimeno, l'inflazione si è

Rallenta la contrazione del prodotto ...

Andamenti del PIL reale <sup>1</sup>					
Paesi	1988	1989	1990	1991	1992 <sup>2</sup>
	variazioni percentuali				
Albania	-1,4	9,8	-10,0	-27,7	- 8
Bulgaria	2,6	-0,3	- 9,1	-16,7	- 8
Cecoslovacchia	2,6	1,4	- 1,4	-14,7	- 7
Repubblica ceca	-	-	- 0,4	-14,2	- 7
Repubblica slovacca	-	-	- 2,7	-15,8	- 6
Croazia	-0,9	-1,9	- 9,3	-28,7	-25
Iugoslavia	-1,3	-1,9	- 8,4	-12,2	-25
Polonia	4,1	0,2	-11,6	- 7,6	1
Romania	-0,5	-5,8	- 7,6	-13,7	-15
Slovenia	-1,9	-2,7	- 4,7	- 9,3	- 7
Ungheria	3,2	-0,2	- 4,0	-11,9	- 5
Media <sup>3</sup>	1,6	-1,0	- 7,6	-13,0	- 9
Ex Unione Sovietica	4,4	2,5	- 2,2	- 9,0	-19
Russia	4,5	1,9	- 2,0	- 9,0	-19
Stati baltici	8,0	4,9	- 3,0	-11,2	-34
Media generale <sup>3</sup>	3,5	1,3	- 3,9	-10,3	-16

<sup>1</sup> Per la Croazia, prodotto sociale lordo; per le Repubbliche ceca e slovacca, PNL; per la Iugoslavia, prodotto materiale lordo (dal 1990, unicamente Serbia e Montenegro); per l'ex Unione Sovietica (compresi la Russia e gli Stati baltici), prima del 1990, prodotto materiale netto (PMN). <sup>2</sup> Dati provvisori e parzialmente stimati. <sup>3</sup> Media ponderata in base al PIL/PMN e ai tassi di cambio del 1990/91.

Fonti: FMI; BERS; Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche; ONU, Economic Commission for Europe; statistiche nazionali.

... e l'inflazione  
regredisce

ridotta sensibilmente (tabella di pagina 46), perché le rivendicazioni salariali sembrano essere state riportate sotto controllo (Polonia) oppure perché il tasso di cambio è stato mantenuto stabile (Cecoslovacchia) o il suo deprezzamento è diminuito (Ungheria). Il settore privato si è sviluppato notevolmente, portando la sua quota sul PIL a quasi la metà in Polonia, a circa un terzo in Ungheria e un quinto in Cecoslovacchia.

Notevole stabi-  
lità in Cecoslo-  
vacchia...

Le Repubbliche ceca e slovacca hanno mantenuto una ragguardevole stabilità macroeconomica lo scorso anno. L'inflazione è stata solo dell'11% e nel primo trimestre del 1993 l'aumento dei prezzi su base mensile è rimasto basso in entrambi i paesi, dopo aver compiuto un balzo in gennaio in seguito all'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto. Questa stabilità va attribuita in ampia misura alla politica di tasso di cambio fisso, che ha limitato le pressioni inflazionistiche nonostante un allentamento delle politiche macroeconomiche: la moneta e il credito sono aumentati in termini reali e la crescita dei salari reali ha portato a una ripresa dei consumi. Un andamento non facilmente spiegabile è il calo della disoccupazione al 5,1% (tabella di pagina 48). Sembra che esso sia dovuto all'effetto congiunto della rapida espansione del settore privato, di una definizione più restrittiva degli aventi diritto a sussidi di disoccupazione e del rinvio di licenziamenti nelle imprese statali. Il fatto che i tassi di disoccupazione più bassi si registrino nelle zone vicine alla Germania fa ritenere che anche l'impiego di manodopera ceca da parte di imprese tedesche svolga un certo ruolo. La crescita estremamente rapida degli scambi bilaterali con la Germania



Repubbliche ceca e slovacca nel 1992		
Voci	Repubblica ceca	Repubblica slovacca
Popolazione (in milioni)	10,3	5,3
Quota sul PIL totale	70	30
Quota sul totale di fonti di energia primaria (1991)	88	12
PIL pro capite (a tassi di cambio correnti, in dollari USA)	2.536	2.113
Mortalità infantile (per 1.000, 1991)	10,4	13,2
Vendite verso l'altra repubblica (% del PIL)*	14	28
Esportazioni verso i paesi industriali (% delle esportazioni)	68	56
Quota sul totale degli investimenti diretti esteri	90	10
Tasso di disoccupazione (% a fine anno)	2,6	10,4
Disavanzo di bilancio (% del PIL)	1,3	4,9
Trasferimenti verso (-) o da (+) l'altra repubblica (% del PIL)	-3,5	+8,3
* Stime basate su un'inchiesta condotta presso imprese, relativa al primo semestre 1992. Fonti: Economist Intelligence Unit; statistiche nazionali; stime BRI.		

indica un aumento degli accordi di lavorazione transfrontaliera. Gli investimenti diretti esteri sono raddoppiati, raggiungendo quasi il 3% del PIL.

Dopo la divisione della Cecoslovacchia in due stati sovrani indipendenti, il 1° gennaio 1993, il governo slovacco, diversamente da quello ceco, ha optato per un approccio più graduale alle riforme: ha rallentato le privatizzazioni e ha ridotto l'impiego di *vouchers*, ha continuato a finanziare su larga scala le imprese e ha perseguito un'attiva politica industriale. Ciò si spiega in parte con le pronunciate differenze esistenti tra i due paesi (tabella precedente). La Repubblica ceca ha un reddito pro capite più elevato, una disoccupazione molto minore e un deficit di bilancio più contenuto, ed ha attratto finora la maggior parte degli investimenti esteri. Si può stimare che lo scorso anno essa abbia trasferito il 31/2% del PIL alla Repubblica slovacca sotto forma di agevolazioni fiscali. Inoltre, la sua industria è più diversificata e orientata ai mercati occidentali. Per contro, l'economia slovacca dipende in misura maggiore dalle importazioni ed esportazioni con i paesi dell'ex Comecon. Dopo la separazione, le riserve in valuta sono calate inizialmente in entrambi i paesi, determinando la dissoluzione della temporanea unione monetaria di febbraio e la rivalutazione della corona ceca nei confronti di quella slovacca negli scambi bilaterali. Nonostante l'unione doganale esistente tra i due paesi, l'interscambio si è contratto fortemente a causa delle difficoltà di pagamento incontrate dalle imprese slovacche dopo le restrizioni applicate al loro approvvigionamento di valuta estera.

L'Ungheria persegue una politica di riforme economiche da diversi anni ed è divenuta simbolo dell'approccio gradualistico alla trasformazione dell'economia. Lo scorso anno il ritmo di attuazione delle riforme si è notevolmente accelerato. Il governo ha cominciato a inasprire seriamente i vincoli di bilancio delle imprese, affrontando la ristrutturazione dei settori industriale e bancario. Sono stati altresì compiuti progressi nel frenare la dinamica dei prezzi. Il rallentamento dell'inflazione al 23% è stato ottenuto in buona parte

... ma la divisione  
del paese ...

... provoca una  
contrazione  
dell'interscambio

Ungheria

riducendo il tasso di deprezzamento del fiorino a circa il 6%, il che implica un apprezzamento reale del cambio. Ciò è stato reso possibile dall'eccedenza della bilancia dei pagamenti correnti, dovuta alla continua crescita delle esportazioni, e dagli afflussi di investimenti diretti esteri, ammontati a circa il 4% del PIL. La contrazione delle esportazioni nel primo trimestre 1993 ha fatto tuttavia sorgere dubbi circa la sostenibilità di questa strategia e ha indotto un deprezzamento del fiorino. Lo scorso anno la politica monetaria è rimasta nell'insieme restrittiva, con tassi d'interesse reali sui crediti alle imprese superiori al 10% e un'espansione del credito interno inferiore a quella del reddito nominale. Le difficoltà nel mantenere sotto controllo il disavanzo di bilancio e l'allentamento della politica monetaria nella seconda metà dell'anno fanno ritenere che un'ulteriore riduzione dell'inflazione sarà difficilmente raggiungibile.

Polonia

La *Polonia* è l'unico paese che nel 1992 è tornato a registrare una crescita del prodotto. Questo risultato è principalmente dovuto al dinamico settore privato, che ha ormai raggiunto dimensioni sufficientemente grandi da compensare la decrescente produzione dell'industria statale. Le autorità hanno avuto anche successo nella loro azione di stabilizzazione, e l'inflazione è scesa al 43%. Un fattore forse più importante per il controllo delle pressioni inflazionistiche di fondo è stato il contenimento dei salari nominali e reali, nonostante un'ondata di scioperi nella seconda parte dell'anno (tabella alla pagina seguente). Il governo è riuscito a limitare al 5% del PIL l'obiettivo per il deficit di bilancio del 1993, malgrado la forte opposizione parlamentare alla riduzione in termini reali delle prestazioni pensionistiche e delle retribuzioni nel pubblico impiego. Gli aumenti di spesa decisi successivamente dal parlamento hanno reso dubbio il conseguimento di tale obiettivo.

#### *Paesi nelle fasi iniziali di trasformazione*

Gli squilibri  
macro-  
economici ...

Nel secondo gruppo la situazione si è caratterizzata per i perduranti squilibri macroeconomici in alcuni paesi (Albania, Bulgaria e Romania) e per i recenti buoni risultati ottenuti nella stabilizzazione da altri (Stati baltici e Slovenia). Tutti questi paesi hanno registrato tassi d'inflazione del 90% e oltre.

In *Bulgaria* le riforme hanno avuto luogo in un contesto esterno sfavorevole e sono state condizionate da un consenso politico molto fragile. Nondimeno, lo scorso anno la spirale inflazionistica ha potuto essere raffrenata mediante la combinazione di una politica dei redditi, che ha mantenuto i salari reali al disotto del livello del dicembre 1991, di una diminuzione del credito interno reale (escludendo gli arretrati interaziendali) e di provvedimenti di bilancio che hanno mantenuto il disavanzo di cassa (esclusi gli interessi maturati ma non pagati sul debito estero) al 5% del PIL. Anche la relativa stabilità del tasso di cambio fluttuante ha fornito un contributo, sebbene abbia comportato un forte apprezzamento in termini reali. Il quadro legislativo per un'economia di mercato è stato a grandi linee approntato, pur con la rilevante eccezione della legge sul fallimento. E' stata approvata una legge sulle privatizzazioni ed è iniziato il processo di consolidamento di numerose banche minori. Tuttavia, nella seconda metà del 1992 il fragile consenso sulla strategia di riforme del governo ha cominciato a incrinarsi. La spesa pubblica è aumentata nell'ultimo trimestre, e in dicembre un nuovo governo ha in parte revocato le severe

... si ampliano in  
Bulgaria ...



misure macroeconomiche adottate da quello precedente. Oltre ad esercitare da allora pressioni in senso espansivo sulla Banca Nazionale, il nuovo governo ha posto un obiettivo dell'8% del PIL per il disavanzo di bilancio relativo al 1993 e intende rafforzare gli interventi finanziari a sostegno delle aziende statali, allentando quindi ulteriormente i vincoli di bilancio.

La Romania ha optato per una "riforma graduale a ritmo veloce". I principali elementi della base giuridica di un'economia di mercato sono stati appresi rapidamente, ma la loro applicazione è stata lenta e incompleta. A livello di gestione macroeconomica, l'approccio graduale ha comportato il mantenimento da parte del governo di un controllo parziale sui prezzi e sull'allocatione di beni essenziali e materie prime. Il tasso di cambio ufficiale è stato mantenuto generalmente al di sopra dei livelli di equilibrio nonostante le esigue disponibilità valutarie, ma ciò non ha impedito una sua rapida flessione. La traslazione sui prezzi di tale deprezzamento è stata deliberatamente ritardata per tutto il 1992, penalizzando le esportazioni verso i paesi industriali. Il disavanzo di bilancio ufficiale è ammontato all'1% del PIL, ma se si tiene conto delle particolari procedure contabili e dei fondi fuori-bilancio, il disavanzo effettivo risulta molto più alto. L'indebitamento interaziendale, che era stato ripianato a

... e restano  
notevoli in  
Romania

Andamenti dei prezzi al consumo (pc) e delle retribuzioni (w)							
Paesi		1988	1989	1990	1991	1992	1993 1° trim. <sup>1</sup>
		variazioni percentuali					
Albania	pc	0,0	0,0	0,0	35,5	226	266 <sup>2</sup>
Bulgaria	pc	1,3	5,5	23,9	474	92	83
	w	7,6	8,8	31,7	153	107	
Cecoslovacchia	pc	0,2	1,4	10,0	57,9	11	
	w	2,1	2,3	3,1	16,7	18	
Repubblica ceca	pc	0,2	1,5	9,7	56,7	11	22
	w	1,9	2,3	3,0	16,7	18	
Repubblica slovacca	pc	0,2	1,3	10,4	61,2	10	19
	w	2,5	2,3	3,1	16,8	18	
Croazia	pc	200	1.200	610	123	669	
Iugoslavia <sup>3</sup>	pc	194	1.240	610	127	8.720	
Polonia	pc	60,2	251	586	70,3	43	40
	w	84,3	276	381	73,1	37	
Romania	pc	2,8	0,8	5,1	166	210	171
	w	2,6	3,9	10,6	121	170	
Russia	pc	0,0	2,4	5,6	92,7	1.353	800
	w	8,8	9,9	14,8	78,6	1.062	
Slovenia	pc	212	1.306	550	118	210	58
	w	166	1.541	379	82,5	199	
Ungheria	pc	15,5	17,0	28,9	35,0	23	25
	w	11,1	17,4	24,3	27,9	26	

Nota: le retribuzioni riguardano tutti i settori in Russia, il settore pubblico in Bulgaria e Slovenia (in quest'ultimo paese sono incluse dal 1992 le imprese private), sei grandi settori in Polonia e il settore industriale in tutti gli altri paesi.

<sup>1</sup> Variazioni rispetto all'anno precedente. <sup>2</sup> Dicembre 1992. <sup>3</sup> Dal 1990 solo Serbia e Montenegro.

Fonti: FMI; BERS; statistiche nazionali.

fine 1991 mediante un'infusione di credito della banca centrale e compensazioni, è tornato ad aumentare, sospingendo il tasso d'inflazione al 210%.

Albania

A seguito dell'acuirsi della crisi economica nel primo semestre del 1992, in agosto l'*Albania* ha intrapreso un programma di stabilizzazione sotto l'egida del FMI. Sono stati liberalizzati i prezzi, il cambio è stato lasciato fluttuare e l'enorme disavanzo di bilancio è stato ridotto al 20% del PIL nella seconda metà dell'anno. Tuttavia, la situazione resta molto precaria e il paese continua a dipendere dagli aiuti alimentari esterni.

Stabilizzazione in  
Slovenia...

La Slovenia e gli Stati baltici hanno perseguito politiche monetarie e fiscali restrittive che hanno condotto a un rallentamento dell'inflazione nel secondo semestre dello scorso anno. La sfida che si pone ora a questi paesi è quella di consolidare la stabilità macroeconomica e di reperire nuovi mercati di sbocco per le loro esportazioni.

In *Slovenia* il prodotto è calato del 7% per effetto dell'ulteriore contrazione degli scambi con le altre repubbliche dell'ex Jugoslavia. La base giuridica e istituzionale per un'economia di mercato è stata creata in tempi brevi. La privatizzazione nel comparto delle abitazioni è proceduta rapidamente e in novembre è stata approvata una legge sulle privatizzazioni di aziende statali. Quest'anno il parlamento ha varato una legge sulla ricapitalizzazione delle banche e sono stati presi i primi provvedimenti per convertire i crediti in sofferenza detenuti dalla maggiore banca della Slovenia in obbligazioni a lungo termine garantite dallo stato. L'indirizzo macroeconomico è stato restrittivo, cosicché il saldo finanziario delle amministrazioni pubbliche è risultato attivo e l'espansione del credito è stata molto minore dell'inflazione. Di conseguenza, nella seconda parte dell'anno il tasso d'inflazione su base mensile è sceso a meno del 3%.

... in Estonia e  
Lettonia

Negli *Stati baltici* il crollo dell'interscambio con l'ex Unione Sovietica, le ingenti perdite nelle ragioni di scambio e la grave penuria di petrolio hanno provocato lo scorso anno una contrazione di circa un terzo del prodotto. Tutti e tre gli stati hanno introdotto una propria valuta e hanno compiuto notevoli sforzi per conseguire la stabilizzazione macroeconomica. L'*Estonia* ha adottato in giugno una nuova moneta, denominata *kroon*, ancorandola al marco tedesco mediante l'operare di un *currency board*. Ciò ha creato le basi per una rigorosa disciplina monetaria, mentre una politica fiscale restrittiva ha condotto a un attivo di bilancio di oltre l'1% del PIL. A seguito di queste politiche, nel primo trimestre del 1993 l'inflazione è scesa a tassi mensili inferiori al 2%. Nel luglio 1992 la *Lettonia* ha introdotto un proprio rublo provvisorio, da sostituire in seguito con il *lat*, e ha ridotto l'espansione monetaria ben al disotto del tasso d'inflazione. Nel primo trimestre 1993 questo era sceso a meno del 5% al mese. Il forte apprezzamento del cambio fluttuante rispecchia l'indirizzo restrittivo delle politiche macroeconomiche, che si è tradotto anche in un livello positivo dei tassi d'interesse reali. La gestione macroeconomica è stata meno restrittiva in *Lituania*, dove l'espansione del credito è stata rapida e i tassi d'interesse reali sono rimasti fortemente negativi.

#### *Gli andamenti nell'ex Unione Sovietica*

La disgregazione  
economica...

La disgregazione politica ed economica ha costituito l'aspetto predominante degli sviluppi dello scorso anno nell'ex Unione Sovietica (esclusi gli Stati baltici)



e in diverse repubbliche dell'ex Jugoslavia. I disordini sociali e i conflitti armati sono stati diffusi, mentre il collasso economico si è evidenziato nella caduta del prodotto e nell'impennata dell'inflazione.

In alcune repubbliche ex sovietiche le tensioni sono sfociate in aperta guerra civile. In altre, tra cui la Federazione russa, sono stati mossi i primi passi verso un'economia orientata al mercato. In tutti questi paesi il retaggio del passato resta comunque il fattore dominante. Le gravi perturbazioni dovute al collasso del sistema di pianificazione centralizzata sono state una delle cause principali del cattivo andamento del prodotto e del crollo dell'interscambio (Capitolo IV).

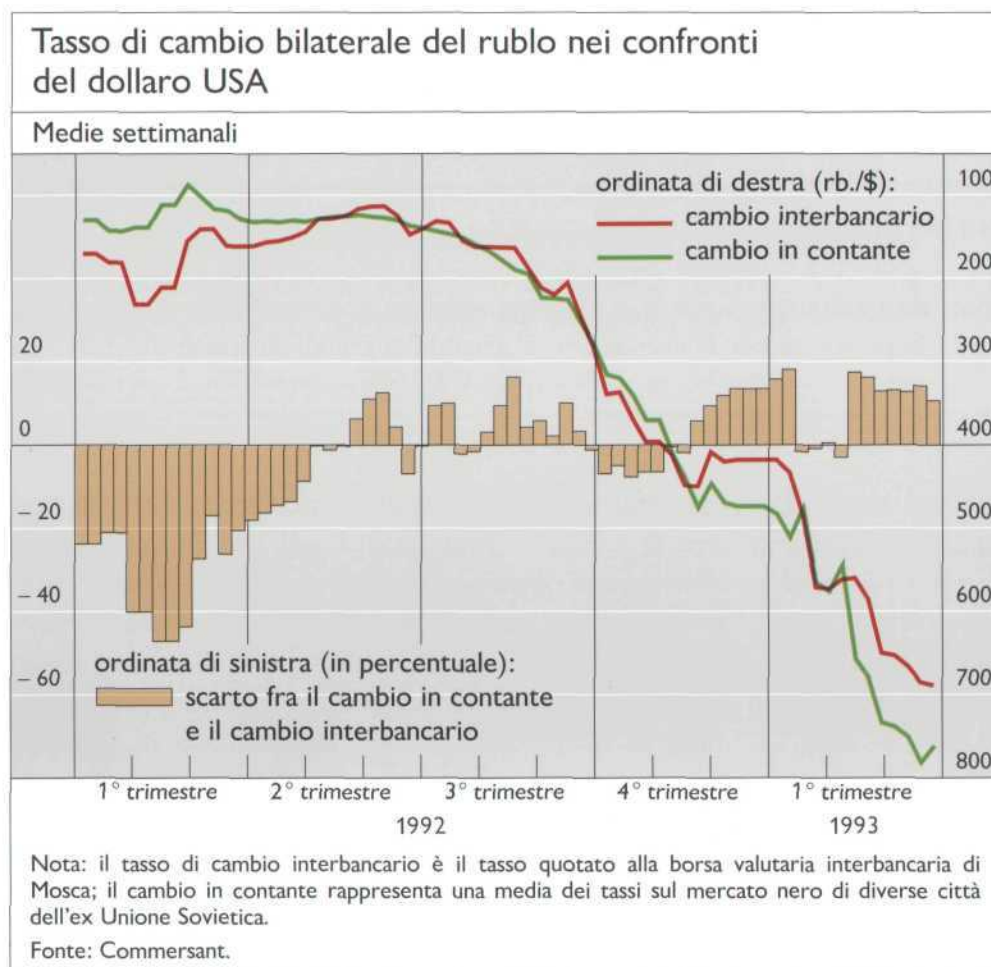
... ha comportato una caduta del prodotto...

All'eredità del passato va anche ricondotta in parte l'accelerazione dell'inflazione. Poiché tutte le banche centrali potevano emettere crediti nella stessa valuta, ciascuna era incentivata ad espandere il credito rapidamente al fine di vantare titoli su risorse all'interno dell'area valutaria. I paesi che perseguivano politiche orientate alla stabilità rischiavano di perdere risorse reali in cambio di attività cartacee sempre più deprezzate. Risulta infatti che la Russia abbia accumulato crediti verso altre repubbliche fino a luglio, quando ha infine introdotto stringenti massimali sui conti di corrispondenza presso la banca centrale russa. Nel primo trimestre 1992 si è determinata una carenza di liquidità dovuta alla liberalizzazione dei prezzi e alle politiche creditizie espansive in atto in altre repubbliche, a cui si è aggiunta l'impossibilità di emettere banconote. Ciò ha determinato un ampio sconto del cambio in contante rublo contro dollaro (grafico a fronte) e l'emergere di disparità nel valore del rublo russo nelle diverse repubbliche, implicando la dissoluzione di fatto dell'area del rublo. Per ovviare alla stretta di liquidità, l'Ucraina ha introdotto propri *coupons*, abbandonando l'area del rublo in novembre.

... mentre lo scadente coordinamento monetario...

La Russia ha liberalizzato la maggior parte dei prezzi nel gennaio 1992 ed ha mantenuto un orientamento macroeconomico relativamente restrittivo nella prima metà dell'anno. Il disavanzo di bilancio dell'amministrazione pubblica

Tassi di disoccupazione					
Paesi	1989	1990	1991	1992	1993 1° trim.
	in percentuale delle forze di lavoro, a fine periodo				
Albania	1,9	2,1	5,1	12,5*	
Bulgaria	0,0	1,5	10,8	15,6	16,0
Cecoslovacchia	0,0	1,0	6,6	5,1	
Repubblica ceca	0,0	0,6	4,1	2,6	2,9
Repubblica slovacca	0,0	1,6	11,8	10,4	12,0
Polonia	0,1	6,3	11,8	13,6	14,2
Romania	0,0	0,4	3,0	8,4	9,6
Russia	0,0	0,0	0,1	1,4	
Slovenia	2,9	4,7	10,1	13,4	13,5
Ungheria	0,4	1,9	7,5	12,3	13,4
Nota: per la maggior parte dei paesi i dati si riferiscono solo alla disoccupazione ufficialmente registrata.					
* Stima.					
Fonti: BERS; statistiche nazionali.					



...e le politiche  
economiche  
condiscendenti...

...alimentano  
l'inflazione

per questo periodo può essere stimato in circa il 10% del PIL, mentre il disavanzo di cassa è ammontato al 3% soltanto, giacché il governo ha onorato solo in misura limitata il servizio del debito esterno e ha rinviato il pagamento di salari e altre erogazioni. Nel secondo trimestre dell'anno si sono intensificate le pressioni sul governo per un allentamento delle politiche. Le imprese avevano cercato di eludere le politiche restrittive accumulando arretrati, che in giugno avevano superato il livello del credito bancario interno. Il parlamento ha inoltre votato a favore di nuove prestazioni sociali. I tentativi di stabilizzazione finanziaria sono stati infine abbandonati nel terzo trimestre, allorché gli arretrati accumulati dalle imprese sono stati ridotti accelerando l'espansione del credito, e il disavanzo pubblico di cassa è aumentato decisamente. Di conseguenza, il tasso d'inflazione mensile è salito a circa il 30% a fine anno e si è mantenuto da allora a livelli elevati. Ciò si è tradotto in un ulteriore deprezzamento del tasso di cambio.

Nel febbraio di quest'anno il nuovo governo ha presentato un programma per fronteggiare la crisi, incentrato sul contenimento del disavanzo di bilancio entro il 5% del PIL e sulla riduzione dell'inflazione mensile al 5% entro la fine del 1993. Il conseguimento di quest'ultimo obiettivo presuppone un controllo dell'espansione monetaria in Russia, che potrà essere ottenuto solo se sarà rispettato il limite posto al disavanzo pubblico e se saranno inaspriti i vincoli di bilancio per le imprese. Un'ulteriore condizione da cui dipende la



stabilizzazione macroeconomica è che le altre repubbliche cessino l'erogazione di crediti in rubli con la quale viene esercitata una sorta di signoraggio a spese della Russia. Ciò significa che esse dovrebbero passare ad emettere moneta propria oppure accettare la banca centrale russa come emittente unica di base monetaria. La mancanza di progressi in questa direzione potrebbe sfociare nell'iperinflazione.

Sebbene la situazione macroeconomica permanga avversa, alcuni progressi sono stati compiuti. Sono in atto privatizzazioni su scala minore e sono state poste le premesse per la dismissione di aziende di grandi dimensioni.

#### *La situazione del debito estero*

Il debito estero dell'ex Unione Sovietica, della Polonia e della Bulgaria ha continuato a condizionare pesantemente le scelte di politica economica. Mentre sono stati raggiunti accordi con i creditori ufficiali nell'ambito del Club di Parigi, i negoziati su riduzioni del debito e del relativo servizio verso banche commerciali hanno compiuto solo modesti progressi, e le posizioni sono rimaste distanti.

Il debito estero dell'ex *Unione Sovietica*, compresi gli arretrati, può essere stimato in circa \$80 miliardi, di cui oltre la metà nei confronti di creditori ufficiali. Nell'aprile 1993 il Club di Parigi ha ristrutturato il debito ufficiale, riducendo di \$15 miliardi il relativo servizio per il 1993, che scende così a meno di \$2 miliardi. Se le banche commerciali creditrici accordassero alla Russia analoghe condizioni di ristrutturazione, il totale del servizio del debito per il 1993 ammonterebbe approssimativamente a \$3,5 miliardi. Il governo russo ha segnalato la propria capacità e volontà di corrispondere tale importo.

Ristrutturazione  
del debito  
ufficiale...

La ripartizione del debito federale tra gli stati succeduti all'ex *Iugoslavia* non è stata finora regolata. Lo scorso anno solo la *Slovenia* ha assicurato parte del servizio del debito ad essa direttamente attribuibile e ha raggiunto un accordo con il Club di Parigi relativamente alla sua quota di debito ufficiale.

Nel marzo 1993 la *Polonia* ha concordato un programma *standby* con il FMI. Esso riveste particolare importanza perché i due quinti della riduzione del 50% del debito concessi dal Club di Parigi nell'aprile 1991 erano subordinati al conseguimento, entro la fine del 1993, di risultati soddisfacenti nel quadro di un programma del Fondo. L'accordo triennale allargato con il FMI era stato sospeso nel 1992 a causa dello sconfinamento degli obiettivi di bilancio. Subordinato a un programma del FMI è anche un eventuale accordo con il Club di Londra delle banche creditrici, verso le quali la Polonia presenta un debito di circa \$12 miliardi. L'accordo con il Club di Parigi prevede che la Polonia ottenga dalle banche commerciali creditrici un alleggerimento del debito di dimensioni analoghe a quelle concesse dai creditori ufficiali, ma le banche hanno mostrato una crescente riluttanza ad accettare una riduzione così elevata in considerazione delle migliorate condizioni economiche del paese.

... ma scarsi  
progressi nei  
negoziati con le  
banche

La *Bulgaria* ha onorato in minima parte il servizio del suo ingente debito estero che ammonta a circa \$13 miliardi, risparmiando così quasi l'8% del PIL sui pagamenti in conto interessi per il solo 1992. Essa ha raggiunto un accordo con i creditori ufficiali nell'ambito del Club di Parigi su una ristrutturazione pluriennale del debito con un periodo di grazia di sei anni. L'85% circa del

debito totale di questo paese è verso banche commerciali. In settembre il governo ha ripreso il pagamento di un quarto degli interessi maturati e in novembre ha concordato con le banche uno schema generale di riduzione del debito.

#### *I problemi comuni a tutti i paesi*

Pur con crescenti differenziazioni, quattro principali difficoltà continuano ad assillare tutti i paesi dell'Europa orientale, e fanno ritenere che la stabilità macroeconomica resterà fragile e la crescita del prodotto modesta.

Problemi  
irrisolti: crescenti  
disavanzi di  
bilancio...

Anzitutto lo scorso anno le posizioni di bilancio si sono deteriorate nella maggior parte dei casi, confermando tendenze già delineatesi (tabella seguente) e analizzate nella Relazione dello scorso anno. Nelle ex economie pianificate le riforme non sono neutrali in termini di entrate e tendono anzi a peggiorare nel breve periodo le posizioni di bilancio a causa di vari fattori quali: profitti calanti delle aziende statali e arretrati d'imposta come conseguenza della severa stretta di liquidità; ritardi nell'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto; difficoltà nel trasferire le imposte sui redditi dal settore statale a quello privato senza ridurre le aliquote effettive e senza subire un calo del gettito in seguito all'evasione fiscale. Dal lato delle uscite, il controllo della spesa è risultato difficile a causa dell'esigenza di tutela sociale. In diversi paesi i trasferimenti a disoccupati e pensionati hanno accresciuto la quota della spesa sul PIL.

... dipendenza  
dalla crescita  
delle esporta-  
zioni...

In secondo luogo, nei paesi dell'Europa orientale la crescita del prodotto ha continuato a dipendere fortemente dalle esportazioni verso i paesi industriali, le quali lo scorso anno hanno infatti fornito un consistente contributo positivo alla crescita economica. Le ragioni del buon andamento delle esportazioni sono state la capacità produttiva resasi disponibile in seguito alla caduta della domanda interna e delle esportazioni verso i paesi dell'ex Comecon, i bassi costi del lavoro e l'accresciuto, benché ancora limitato, accesso al mercato della Comunità europea (Capitolo IV). Tuttavia, non è affatto certo che la rapida espansione delle esportazioni possa continuare fino a quando avrà preso avvio un processo di crescita in grado di autosostentarsi. Gli andamenti del primo trimestre 1993 segnalano in effetti un netto rallentamento della dinamica delle esportazioni.

Saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche					
Paesi	1988	1989	1990	1991	1992
	in percentuale del PIL				
Albania	-0,2	-5,5	- 3,7	-45,0	-17,1
Bulgaria	-5,6	-1,4	- 8,5	- 3,6	- 5,2
<i>Compresi interessi arretrati sul debito estero</i>	-5,6	-1,4	-12,7	-14,9	-13,0
Cecoslovacchia	-1,5	-2,4	0,1	- 2,0	- 1,6
Polonia	0,0	-7,4	3,5	- 6,2	- 7,2
Romania	5,9	8,4	1,0	1,9	- 1,1
Slovenia	0,9	0,3	- 0,3	2,6	0,3
Ungheria	0,0	-2,1	0,9	- 4,6	- 7,2

Fonti: BERS; Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche; OCSE; ONU, Economic Commission for Europe; statistiche nazionali.



In terzo luogo, nei paesi che hanno raggiunto un certo grado di stabilità macroeconomica la politica monetaria e l'intermediazione finanziaria sono state ostacolate dal fatto che i prezzi al consumo sono aumentati molto più rapidamente di quelli alla produzione. All'inizio del processo di transizione ciò era dovuto all'eliminazione dei sussidi al consumo e al graduale innalzamento dei prezzi dell'energia per le famiglie ai livelli del mercato mondiale, con la conseguenza che l'indice dei prezzi al consumo sovrastimava l'inflazione di fondo. Lo scorso anno, l'ampliarsi del divario era attribuibile principalmente ai servizi. Poiché il ritmo di aumento dei prezzi al consumo ha superato largamente quello dei prezzi alla produzione, il mantenimento di un livello moderatamente positivo dei tassi d'interesse sui depositi ha comportato elevatissimi oneri finanziari reali per le imprese mutuarie. Ciò ha contribuito alla debole dinamica del prodotto e ha depresso gli investimenti, già calati notevolmente nel 1991 (tabella seguente).

... alti tassi  
d'interesse  
reali ...

Infine, non è ancora iniziata realmente la liquidazione delle aziende di stato disestate. In certa misura ciò riflette considerazioni di ordine sociopolitico in una situazione in cui la disoccupazione è già elevata, la mobilità del lavoro è bassa e intere città o regioni possono dipendere da uno o due datori di lavoro. Un'altra causa è l'assenza di strumenti e istituzioni idonei al compito di liquidare le aziende in perdita. In questo ambito i governi fanno crescente affidamento su un ruolo maggiore del settore bancario. La necessità di ristrutturare o liquidare aziende statali potrebbe limitare drasticamente la crescita raggiungibile nei prossimi anni.

... e ristruttu-  
razione delle  
imprese

#### *Controllo aziendale e vincoli di bilancio rigidi*

Nell'Europa orientale la flessione cumulativa del prodotto negli ultimi tre anni è stata sensazionale, andando da un quinto in Ungheria e Polonia al 50% in Albania, Bulgaria e Romania. Sebbene vi siano notevoli difficoltà di misurazione e le statistiche ufficiali sovrastimino la contrazione effettiva a causa dell'insufficiente rilevazione del settore privato in rapida espansione, non vi è dubbio che il tenore di vita di ampi strati della popolazione sia diminuito. In varia misura ciò ha indebolito il consenso alle riforme. La loro sostenibilità a livello politico dipende dall'aspettativa di un ritorno alla crescita economica in un futuro non troppo remoto. A sua volta ciò implica un alto saggio di risparmio e il suo investimento in attività redditizie con un potenziale di crescita. Il risparmio è

Investimenti fissi lordi					
Paesi	1988	1989	1990	1991 <sup>1</sup>	1992 <sup>2</sup>
	in percentuale del PIL				
Bulgaria	26,1	25,2	20,4	11,3	13
Cecoslovacchia	25,2	25,1	25,0	18,2	20
Polonia	22,5	16,4	19,1	19,6	19
Romania	28,0	29,6	20,0	13,1	13
Slovenia	20,1 <sup>2</sup>	19,1 <sup>2</sup>	18,0	18,9	17
Ungheria	21,0	19,9	17,8	17,8	18

<sup>1</sup> Dati parzialmente stimati. <sup>2</sup> Stime.  
 Fonti: FMI; Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche; statistiche nazionali.

L'ulteriore finanziamento di imprese in perdita era inevitabile...

stato tradizionalmente elevato nell'Europa orientale, e quello delle famiglie è persino aumentato negli ultimi anni. Tuttavia, molta parte di esso è stata incanalata verso imprese in perdita.

Nella fase iniziale di trasformazione ciò era inevitabile. I cambiamenti profondi, straordinari e inattesi intervenuti nello scenario economico – la perdita dei tradizionali mercati di esportazione, il totale riassetto della struttura dei prezzi, l'improvviso emergere della concorrenza delle importazioni e le politiche macroeconomiche restrittive – hanno reso non redditizie molte imprese. All'indomani di questi rivolgimenti, l'ulteriore erogazione di credito bancario alle imprese e l'accumulazione di arretrati interaziendali hanno agito da valvola di sicurezza per impedire la totale paralisi dell'economia. Ciò era accettabile per tre ragioni. In primo luogo, non vi era una base di riferimento per giudicare quali imprese fossero in grado di sopravvivere a medio termine, date le incertezze a riguardo dei mercati di esportazione e dei prezzi relativi. In secondo luogo, l'inadeguatezza dei sistemi di segnalazione e contabili rendeva difficile la valutazione delle posizioni finanziarie delle imprese. Infine non esistevano strumenti operativi per affrontare una diffusa situazione di insolvenza e le esigenze di ristrutturazione aziendale. Il credito bancario e aziendale a una clientela consolidata rappresentava l'unico modo di guadagnare tempo.

... ma ora compromette le prospettive di crescita

Tuttavia, il perdurare di questa prassi è destinato a pregiudicare le prospettive di crescita. Nondimeno, nell'Europa orientale la riduzione o eliminazione dei finanziamenti di emergenza si è rivelata difficile a causa delle pressioni politiche connesse alla crescente disoccupazione e del fatto che banche e imprese sono legate da un rapporto di dipendenza reciproca attraverso i crediti in sofferenza. In un primo tempo si era pensato che l'imposizione di più rigidi vincoli di bilancio sarebbe stata facilitata dalla rapida attuazione delle privatizzazioni, ma le difficoltà incontrate nel realizzarle hanno ridimensionato siffatte aspettative. I governi hanno finito con l'accettare che nell'immediato futuro una parte consistente delle imprese restasse in mano pubblica. Conseguentemente si è fatta più forte la necessità di rendere stringenti i vincoli di bilancio per le imprese migliorando il controllo aziendale. A questo riguardo la riforma del sistema bancario e il rafforzamento della base di capitale delle imprese sono stati considerati importanti strumenti di azione.

Il ruolo delle banche nell'inspire i vincoli di bilancio...

#### *Le banche nei paesi in fase avanzata di trasformazione*

In diversi paesi si è agito nel senso di attribuire alle banche il compito di imporre vincoli di bilancio rigidi, fornendo loro gli strumenti per l'esercizio di un maggior controllo aziendale. L'obiettivo era quello di spezzare l'inefficiente legame di mutua dipendenza tra banche e imprese, nonché di eliminare i perversi incentivi a erogare crediti, ricapitalizzando le banche, migliorando la gestione delle banche stesse attraverso organi di supervisione, meccanismi di controllo interno e programmi di privatizzazione e infine rafforzandone la posizione contrattuale nei confronti delle imprese con un perfezionamento delle norme in materia fallimentare e altre disposizioni di legge.

... e l'esigenza di una loro ricapitalizzazione

Un'importante questione ha riguardato il metodo di ricapitalizzazione delle banche. Sono stati presi in considerazione due modelli di base. Il primo consiste nel rimuovere le sofferenze dai bilanci delle banche sostituendole con



obbligazioni di stato. Tale metodo presenta il vantaggio di eliminare gli incentivi perversi delle banche a concedere crediti a mutuatari insolventi. Tuttavia, il problema di questo approccio sta nel successivo trattamento delle sofferenze, molte delle quali potrebbero essere recuperabili almeno in parte. Se i prestiti fossero trasferiti a un'agenzia governativa, i debitori non sarebbero incentivati a rimborsarli, giacché questa istituzione non costituirebbe in ogni modo una fonte potenziale di futuri finanziamenti. Per giunta, una siffatta agenzia potrebbe non avere motivazioni sufficienti a intentare efficacemente azioni di recupero contro le imprese inadempienti. Un'alternativa potrebbe consistere nel fornire alle banche il capitale necessario sotto forma di titoli di stato per costituire accantonamenti a fronte delle sofferenze o per ammortizzarle, mantenendo però questi crediti nel portafoglio delle banche stesse. Ciò incoraggerebbe le banche a ristrutturare il debito delle aziende potenzialmente in grado di sopravvivere e a procedere esecutivamente allorché tale ristrutturazione desse scarse speranze di successo. Il principale argomento avanzato contro questa soluzione, in aggiunta al rischio di *moral hazard*, è che le banche non dispongono della competenza necessaria per valutare e ristrutturare le imprese. E' stato anche sostenuto che la ristrutturazione di grandi aziende statali è troppo importante sotto il profilo politico per essere affidata alle banche commerciali. Una possibilità è quella di assegnare a un'agenzia governativa i casi più importanti, lasciando alle banche gli altri. In pratica, entrambe le soluzioni hanno trovato applicazione. L'Ungheria ha trasferito le sofferenze a una banca separata; in Polonia sono le banche stesse a dover gestire i propri crediti in sofferenza, con l'aiuto di sostanziali ricapitalizzazioni; e nell'ex Cecoslovacchia è stata adottata una combinazione di queste due strategie.

In materia di riforma bancaria l'Ungheria ha adottato i provvedimenti di più vasta portata, che hanno messo chiaramente in evidenza la debolezza di fondo del sistema bancario e le sue implicazioni per l'economia. Ciò non significa che in questo caso i problemi fossero maggiori che in altri paesi, ma piuttosto che essi sono stati portati alla luce prima e che si stanno ricercando attivamente soluzioni. Lo scorso anno l'Ungheria ha accelerato il ritmo delle riforme con l'emanazione di due leggi. Anzitutto, una nuova legge sul fallimento prescrive che le imprese in mora da oltre novanta giorni sul rimborso di debiti in scadenza devono chiedere l'apertura del fallimento o rischiano di essere messe in liquidazione dai creditori. Lo scorso anno le imprese coinvolte sono state circa 14.000. In secondo luogo, la nuova legge bancaria impone alle banche di conseguire, entro la fine del 1994, un rapporto dell'8% tra capitale proprio e attività ponderate in base al rischio, nonché di classificare l'intero portafoglio prestiti e di effettuare accantonamenti a fronte di crediti non esigibili. La concomitante adozione delle nuove leggi fallimentare e bancaria ha messo in evidenza la fragilità di fondo dell'economia ungherese. I prestiti di dubbia esigibilità e le sofferenze sono passati da una quota del 7,1% a fine 1991 al 13,6% nel settembre 1992 (tabella di pagina 55).

Le banche hanno reagito al nuovo contesto economico inasprendo i criteri di erogazione del credito e le procedure interne di approvazione dei fidi, nonché ampliando i margini di interesse al fine di generare fondi per accantonamenti a fronte di prestiti di qualità deteriore. Ciò ha determinato una

Riforma bancaria  
in Ungheria...

Indicatori della situazione del sistema bancario in Ungheria		
Voci	1991	1992
Crediti in sofferenza <sup>1</sup>		
In percentuale delle attività	3,9	9,3
In percentuale dei prestiti in essere	7,1	13,6
Entrate fiscali provenienti dalle banche (imposte e dividendi)		
In percentuale delle entrate di bilancio delle amministrazioni pubbliche	3,4	0,1
In percentuale del PIL	1,9	0,1
Differenziale fra tassi attivi e passivi (in punti percentuali) <sup>2</sup>	4,4	11,2
Banche maggiori	6,1	12,9
Banche minori	3,0	9,3
Espansione del credito alle imprese, variazione percentuale	18,7	1,9 <sup>3</sup>
<sup>1</sup> Crediti il cui servizio non è stato onorato da almeno sessanta giorni; prestiti a mutuatari che hanno registrato perdite nei due anni precedenti o che sono sottoposti a operazioni di ristrutturazione o liquidazione e crediti altrimenti classificati in sofferenza da istituzioni finanziarie. Per il 1992, settembre. <sup>2</sup> Prestiti e depositi a un anno o meno, a fine anno. <sup>3</sup> Dodici mesi terminanti a novembre. Fonte: statistiche nazionali.		

forte caduta dei flussi di finanziamento bancario alle imprese. A differenza di quanto avvenuto in passato, la riduzione del nuovo credito bancario non è stata controbilanciata da un forte aumento degli arretrati interaziendali. Ciò fornisce forse l'indicazione più chiara del reale inasprimento dei vincoli di bilancio. I maggiori accantonamenti hanno ridotto le entrate di bilancio provenienti dalle imposte sui profitti e dai dividendi nella misura del 2% del PIL, contribuendo a gran parte dell'ampliamento del disavanzo di bilancio, salito al 7% del PIL. Il governo ha risposto introducendo uno schema di consolidamento volto a ricapitalizzare le banche, trasferendo i prestiti più rischiosi a un'apposita banca a capitale statale in cambio di titoli di stato remunerati a tassi di mercato. Esso ha anche contribuito alla creazione di un istituto destinato a garantire prestiti bancari alle imprese medio-piccole, che per mancanza di garanzie adeguate avevano ridotto il ricorso al credito bancario. Sono allo studio emendamenti alla legge fallimentare al fine di correggerne le distorsioni che privilegiano la liquidazione di imprese.

... in Polonia ...

In Polonia il parlamento ha approvato una legge destinata ad ampliare il ruolo delle banche nelle ristrutturazioni aziendali, rafforzando le procedure fallimentari. Oltre a ciò è stato istituito un meccanismo per la conversione di crediti in partecipazioni azionarie e la negoziazione di crediti in sofferenza. Sono stati altresì predisposti schemi di ristrutturazione extragiudiziale per le aziende indebitate. Quest'anno sarà attuato un importante programma di ricapitalizzazioni bancarie, per il quale il governo, oltre ad apprestare fondi di bilancio, ha già richiesto ai sottoscrittori di avallare la riallocazione del fondo di stabilizzazione valutaria, di \$1 miliardo, reso disponibile nel 1989 ma non ancora utilizzato. Il rafforzamento della base di capitale consentirà alle banche di effettuare accantonamenti a fronte di crediti in sofferenza e di svolgere un ruolo attivo nelle ristrutturazioni aziendali. I più rigidi controlli sulle nove maggiori banche da parte della proprietà, ossia il Ministero delle finanze,



e i controlli esterni hanno già contribuito a comportamenti più prudenti nell'attività creditizia. La creazione di organi di supervisione composti da dirigenti esterni con mandato non rinnovabile, in aggiunta alle iniziative intraprese a riguardo dei crediti in sofferenza, stimati in un quarto del totale, ha parimenti ridotto le pressioni sulle banche a favore della concessione di crediti.

Le Repubbliche ceca e slovacca avevano affrontato il problema delle sofferenze nel 1991. Allora i prestiti a lungo termine per il finanziamento di scorte, concessi a bassissimo tasso d'interesse, rappresentavano oltre il 40% del portafoglio delle due maggiori banche commerciali. Con coefficienti patrimoniali inferiori al 2%, la loro solvibilità era in pericolo, allorché i tassi d'interesse salivano. Il governo ha preso due provvedimenti. In primo luogo, ha trasferito circa i due terzi di questi prestiti, insieme alle corrispondenti passività, per un ammontare pari all'11% del PIL, a un'apposita banca di consolidamento. In secondo luogo, alle istituzioni creditizie sono state assegnate per la loro ricapitalizzazione ulteriori obbligazioni di stato per un valore equivalente al 5% del PIL. Le ristrutturazioni aziendali sono state tuttavia rinviate. I casi di fallimento sono destinati presumibilmente ad aumentare nella Repubblica ceca, e ciò metterà alla prova la capacità delle banche di svolgere un ruolo costruttivo nella ristrutturazione e nel controllo delle aziende. La loro capacità di esercitare un migliore controllo sulle imprese si è rafforzata grazie alle precedenti privatizzazioni su vasta scala, in cui imprese statali erano state cedute in cambio di *vouchers* distribuiti alla popolazione a un prezzo pressoché simbolico. I tre quarti delle azioni di 1.491 imprese medio-grandi privatizzate lo scorso anno sono concentrati in fondi d'investimento, per la maggior parte di proprietà delle banche. Ciò significa che le banche sono ad un tempo creditori e azionisti delle aziende e sono quindi in grado di esercitare su di esse una sorveglianza più stretta e di influenzarne le strategie gestionali.

... e nelle  
Repubbliche  
ceca e slovacca

#### *Le difficoltà nella riforma del sistema bancario*

I governi hanno compiuto progressi nel migliorare l'intermediazione finanziaria e nel creare le basi per un'espansione del credito alle imprese private medio-piccole in fase di rapido sviluppo. Tuttavia anche il settore pubblico ha assorbito più credito, poiché sono aumentati i disavanzi di bilancio (tabella a fronte). Dovendo scegliere fra mutuatari privati a rischio e titoli di stato esenti da rischio, le banche hanno optato per questi ultimi. Ciò ha ritardato l'acquisizione da parte delle banche di esperienze specifiche in materia creditizia e ha ridotto il volume del credito disponibile al settore privato, dove i rendimenti sociali possono essere particolarmente elevati nella fase di transizione verso l'economia di mercato. Questa esperienza mostra quanto sia importante mantenere sotto controllo i disavanzi di bilancio dello stato ai fini dello sviluppo di un efficiente sistema bancario capace di assecondare l'attività del settore privato e di rivitalizzare l'investimento.

Permangono  
difficoltà  
rilevanti:

l'assorbimento  
di credito  
da parte  
delle finanze  
pubbliche...

La ricapitalizzazione delle banche è destinata ad accentuare le tensioni a livello di finanza pubblica. La creazione di strumenti debitori dello stato, con cui rimpiazzare i prestiti inesigibili, è un'operazione puramente contabile. Tuttavia i costi per interessi potrebbero far aumentare le uscite e i disavanzi di bilancio forse nella misura del 2% del PIL nei paesi più avanzati. Il pericolo che

... i costi  
di ricapitalizza-  
zione...

l'espansione del debito pubblico divenga insostenibile ha indotto i governi a ricercare fonti alternative per finanziare il programma di ricapitalizzazione. L'Ungheria ha impegnato a tale scopo parte dei futuri proventi delle privatizzazioni e la Polonia si è rivolta a sottoscrittori esteri per un'assistenza a integrazione delle risorse di bilancio.

... il ritmo a cui possono essere inaspriti i vincoli di bilancio ...

I governi riconoscono l'importanza di rendere più stringenti i vincoli di bilancio delle imprese. La difficoltà sta nella scelta del ritmo giusto. Il pericolo nel procedere lentamente è che non mutino gli incentivi nella misura in cui il settore privato mette in dubbio la determinazione del governo. D'altra parte, un repentino inasprimento dei vincoli potrebbe non essere credibile, in quanto il rapido aumento della disoccupazione solleverebbe dubbi circa la sua sostenibilità politica. Esso sarebbe anche poco efficace, poiché le imprese hanno bisogno di tempo per rafforzare lo stock di capitale e per riqualificare il personale.

I paesi maggiormente avanzati hanno cercato di contemperare questi aspetti prendendo provvedimenti per irrigidire i vincoli di bilancio, ma permettendo

Andamenti degli aggregati creditizi e monetari					
Paesi e aggregati	1988	1989	1990	1991	1992
	variazioni percentuali, a fine anno				
<b>Bulgaria</b>					
Credito interno totale	10,7	4,2	25,6	148,0	50
Al settore non statale	6,1	8,0	10,7	112,5	31
Moneta ampia	10,3	10,5	14,8	124,8	50
Moneta ampia reale	8,9	4,7	- 7,3	- 60,6	- 16
<b>Cecoslovacchia</b>					
Credito interno totale	7,3	7,6	9,7	18,0	16
Al settore non statale	3,1	- 1,9	1,4	20,3	18
Moneta ampia	11,5	3,5	0,1	27,3	20
Moneta ampia reale	10,8	1,9	- 15,2	- 17,1	8
<b>Polonia</b>					
Credito interno totale	46,8	220,9	193,9	97,5	60
Al settore non statale	38,8	193,7	262,6	62,3	26
Moneta ampia	63,9	526,3	155,5	44,4	58
Moneta ampia reale	- 3,4	- 15,3	- 26,9	- 10,0	9
<b>Romania</b>					
Credito interno totale	- 1,2	9,3	22,7	116,5	33
Al settore non statale	5,1	- 0,3	- 15,6 <sup>1</sup>	101,1	39
Moneta ampia	10,2	6,3	22,0	101,2	71
Moneta ampia reale	7,2	5,5	- 13,0	- 37,7	- 43
<b>Ungheria</b>					
Credito interno totale	5,4	16,8	11,8	7,1	11
Al settore non statale	5,8	17,2	20,1	0,1	5 <sup>2</sup>
Moneta ampia	3,0	15,3	28,9	27,7	29
Moneta ampia reale	- 10,3	- 2,4	- 5,9	- 3,4	6

Nota: il credito al settore non statale comprende le imprese statali; la moneta in senso ampio corrisponde sostanzialmente a  $M_3$ ; la moneta ampia reale è corretta mediante il deflatore dei prezzi al consumo.

<sup>1</sup> Non raffrontabile con il credito totale interno (discontinuità nella serie). <sup>2</sup> Stime.

Fonti: FMI; statistiche nazionali.



al tempo stesso alle banche di continuare a mutuare fondi a società insolventi per la capitalizzazione degli interessi e per le spese di esercizio. Uno dei compiti da affrontare è ora quello di liberare le banche da tale obbligo. Un ulteriore passo da compiere consiste nel migliorare la gestione delle banche stesse sotto il profilo aziendale, riducendo i controlli statali attraverso privatizzazioni almeno parziali. Solo allora le banche saranno in grado di esercitare un rigoroso controllo aziendale e di concedere più crediti a favore di imprese redditizie.

... e le privatizzazioni bancarie

## Tendenze recenti nei paesi in via di sviluppo e nelle NIEs

Lo scorso anno la crescita del prodotto nei paesi in via di sviluppo (PVS) e nelle economie di recente industrializzazione (NIEs) si è accelerata a quasi il 5% (tabella a fronte), in quanto la più sostenuta attività economica in Asia e nel Medio Oriente ha più che compensato un certo indebolimento in Africa e nell'America Latina. Il tasso medio d'inflazione è salito a oltre il 100%, ma ciò è dovuto quasi per intero agli sviluppi avutisi in Brasile. Gli altri paesi latino-americani sono riusciti per lo più a ridurre l'inflazione, e la dinamica dei prezzi è migliorata anche in Asia e nel Medio Oriente. Nella maggior parte delle aree lo scorso anno gli squilibri di parte corrente si sono ampliati (tabella di pagina 62). Nell'America Latina la forte crescita delle importazioni associata a un ulteriore peggioramento delle ragioni di scambio (tabella di pagina 64) ha determinato un deciso passaggio in disavanzo della bilancia commerciale e, con esborsi per interessi sostanzialmente invariati, il saldo passivo delle partite correnti è salito a \$ 33 miliardi. Tendenze meno pronunciate, ma sostanzialmente affini, si sono osservate in Africa e in Asia, mentre nel Medio Oriente un aumento nel volume delle esportazioni nette ha contribuito a stabilizzare la bilancia commerciale. La principale ragione che spiega la flessione del disavanzo corrente nei paesi del Medio Oriente è la riduzione dei trasferimenti che nel 1991, a causa del conflitto del Golfo, erano ammontati a quasi \$ 25 miliardi. A livello aggregato, il volume delle esportazioni è aumentato dell'8<sup>1</sup>/<sub>2</sub>%, per l'intensificarsi degli scambi intraregionali, specie nel Sud-Est asiatico, grazie all'influsso della Cina, ma anche nell'America Latina. Tuttavia, dato il vigore della domanda interna rispetto a quella dei paesi industriali, la dinamica delle importazioni è stata ancor più sostenuta. Pertanto, il miglioramento nel saldo dei trasferimenti è stato più o meno compensato dal deterioramento prevalentemente ciclico della bilancia commerciale.

Crescita più sostenuta, minore inflazione ma aumento degli squilibri esterni

### Le NIEs

Dopo diversi anni consecutivi di rapida espansione, nel 1992 la crescita del prodotto delle NIEs ha segnato una flessione. Questa è stata particolarmente pronunciata nella *Corea del Sud*, dove la domanda interna si è progressivamente indebolita nel corso dell'anno in seguito a un inasprimento delle politiche (che ha comportato fra l'altro restrizioni alle concessioni edilizie e al credito alle imprese) tendente a contrastare il rafforzarsi delle pressioni inflazionistiche. Il volume degli investimenti fissi privati è addirittura diminuito, dopo che nel periodo 1985–1991 era andato mediamente aumentando di oltre il 16%. A causa della più debole domanda interna e della crescita sostanzialmente

Sensibile rallentamento nella Corea del Sud...

Crescita del PIL e inflazione nei PVS e nelle NIEs								
Paesi e gruppi di paesi	PIL reale				Prezzi al consumo			
	1984-89	1990	1991	1992	1984-89	1990	1991	1992
	media				media			
variazioni percentuali								
Africa	3,1	1,7	1,6	1,1	17,2	17,0	32,0	40,0
Nigeria	5,8	8,2	4,5	3,6	24,0	7,4	13,0	45,0
Paesi sub-sahariani	2,8	0,9	0,5	0,4	20,5	26,0	65,0	73,0
Sudafrica	1,5	-0,5	-0,4	-2,0	15,7	14,4	15,3	14,5
Medio Oriente	-0,5	5,5	2,1	6,0	11,6	7,5	13,0	12,5
Egitto <sup>1</sup>	6,9	2,6	2,3	0,7	18,8	16,8	19,8	13,6
Iran <sup>2</sup>	-4,1	11,7	8,1	6,5	20,2	7,6	17,1	25,0
Asia	7,1	5,8	5,2	6,9	8,3	7,5	8,5	7,5
Cina	9,2	4,8	7,7	12,8	12,8	2,1	3,0	6,5
Filippine	2,2	2,7	-0,7	0,0	9,5	14,1	18,7	9,0
India <sup>1</sup>	6,1	5,5	1,2	4,2	7,7	9,0	13,9	11,8
Indonesia	5,3	7,1	6,6	5,9	6,8	7,5	9,2	7,5
Malaysia	4,5	9,8	8,7	8,0	1,3	2,6	4,3	4,7
Tailandia	8,6	10,0	8,2	7,4	3,2	5,9	5,7	4,0
NIEs	8,6	6,8	7,1	5,3	3,3	7,0	7,6	6,0
America Latina	2,4	0,7	2,9	2,3	266,0	1.568	193,0	355,0
Argentina	-1,3	0,0	8,9	8,7	444,5	2.314	171,7	25,0
Brasile	4,5	-4,0	0,9	-0,9	391,5	3.118	428,0	982,0
Cile	6,2	2,1	6,0	10,4	20,5	26,0	21,8	15,5
Messico	1,0	4,4	3,6	2,6	77,3	26,7	22,7	15,5
Perù	-0,5	-4,4	2,6	-2,7	371,5	7.482	409,5	73,5
Venezuela	2,0	6,9	10,4	7,3	30,5	40,8	34,2	31,5
Tutti i paesi <sup>3</sup>	3,7	3,7	3,5	4,6	86,0	469,0	67,0	115,0

<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, Economic Commission for Latin America and the Caribbean; statistiche nazionali.

immutata delle esportazioni, il saldo netto reale di queste ultime ha contribuito a circa un terzo della crescita complessiva del PIL e al miglioramento del saldo corrente. Anche la dinamica dei prezzi è rallentata con l'attenuarsi delle pressioni da eccesso di domanda, mentre fino al 1992 inoltrato la progressione delle retribuzioni nominali è rimasta relativamente sostenuta, malgrado la politica di contenimento dei salari perseguita dal governo. Nondimeno, la posizione competitiva dell'industria manifatturiera sud-coreana, che si era fortemente deteriorata verso la fine degli anni ottanta, ha recuperato in piccola parte, grazie al più basso tasso di cambio effettivo nominale. Il nuovo governo ha presentato recentemente un piano di stimolo dell'economia mediante l'abbandono della politica monetaria restrittiva e il ricorso a un blocco parziale dei prezzi e dei salari come strumento per contenere il rischio inflazionistico.

L'apprezzamento reale del cambio, dovuto soprattutto a una progressione salariale relativamente rapida, in aggiunta alla crescita lenta dei più importanti



mercati di esportazione e degli investimenti privati è stata la causa principale degli andamenti meno sostenuti nella *Cina di Taipei*, mentre la domanda interna è stata stimolata da ampi investimenti in infrastrutture. A *Singapore* l'attività è rimasta sottotono nel primo semestre 1992, mentre nella seconda parte dell'anno essa ha segnato una netta ripresa dovuta al *boom* mondiale della domanda di *personal computers*. *Hong Kong*, in particolare, ha beneficiato della rapida espansione economica in Cina (si veda più avanti), e il forte impulso derivante dalle esportazioni nette ha fatto salire la crescita del prodotto totale al 5%, il tasso più alto degli ultimi quattro anni. Dopo aver chiuso per sette anni in attivo, il bilancio pubblico per il 1993 di *Hong Kong* configura un disavanzo, imputabile soprattutto agli accresciuti investimenti in infrastrutture.

... e dinamica più contenuta nelle altre NIEs, eccetto *Hong Kong*

#### *Altri paesi in via di sviluppo*

Nel 1992 in *Africa* la crescita del prodotto è scesa in media a solo l'1%. Una grave siccità ha colpito l'agricoltura in ampie regioni di questo continente e anche le tensioni inter-etniche in diversi paesi hanno influito negativamente. Le ragioni di scambio sono peggiorate di oltre il 5%, e in alcuni paesi che avevano da poco avviato programmi di riforma strutturale la crescita economica è stata più lenta. La *Nigeria*, con una quota del 20% sul prodotto totale, ha registrato un'espansione del 3½% del PIL reale. Tuttavia, il forte aumento dell'inflazione – cui hanno contribuito un deprezzamento del 50% della moneta, il crescente divario tra il cambio ufficiale e quello "parallelo" e un tasso di espansione creditizia raddoppiato – insieme al disavanzo di bilancio e a crescenti interessi arretrati su un debito estero che supera ora il 100% del PIL, sta ad indicare che i problemi fondamentali non sono stati risolti. Per contro, la *Tunisia*, che sembra aver tratto beneficio dal severo programma di riforme, ha conseguito una crescita reale dell'8½%. Il *Sudafrica*, il quale partecipa parimenti con il 20% al PIL di quest'area, ha registrato una contrazione del prodotto per il terzo anno consecutivo. Nel presentare il bilancio per il 1993/94, il governo ha contemporaneamente proposto un radicale programma di austerità e di riforme. Per promuovere gli investimenti e la crescita e per ridurre la povertà, il piano prevede una forte riduzione della spesa pubblica e un maggior ricorso alla tassazione indiretta rispetto a quella diretta nel quadro di un bilancio in pareggio. Saranno anche rimossi i controlli valutari e il tasso annuo di aumento dei salari reali sarà contenuto a meno dell'1%, mentre per un periodo transitorio l'occupazione verrà sostenuta mediante provvedimenti a favore del mercato del lavoro.

Crescita lenta e inflazione in aumento in *Africa*

Programma di riforme in *Sudafrica*

La crescita nel *Medio Oriente* ha segnato una netta accelerazione, ma circa la metà di questo aumento è attribuibile alla ripresa della produzione petrolifera nel *Kuwait* e alla stabilizzazione del prodotto in *Irak*; entrambi i paesi avevano registrato forti flessioni nel 1990–91. La crescita si è indebolita in *Iran*, dove il programma di riforme ha segnato il passo e le importazioni sono salite fortemente. L'Egitto ha conseguito un tasso di espansione inferiore all'1% ma ha compiuto progressi nel ridurre l'inflazione. Nonostante il ritardo nel contenere il deficit di bilancio e nell'attuare le riforme economiche, le condizioni contemplate nell'accordo concluso con il FMI sono state soddisfatte, attivando una riduzione del debito ufficiale.

Ripresa nel *Medio Oriente*...

... e sviluppi  
dinamici in Asia

Anche in *Asia* l'espansione del prodotto è aumentata, grazie al dinamismo del commercio intraregionale e alla vivace domanda interna. Vi sono state tuttavia marcate differenze all'interno dell'area. La crescita è calata rispetto a livelli elevati in paesi (come Indonesia, Malaysia e Thailandia) nei quali erano state poste in essere politiche restrittive per fronteggiare le crescenti pressioni inflazionistiche. Al tempo stesso l'attività si è notevolmente rafforzata in India e, particolarmente, in Cina; in effetti, l'accelerazione nella crescita aggregata è dovuta esclusivamente a questi due paesi.

Forte ripresa  
in India favorita  
dalle politiche  
di riforma

L'*India*, che nel 1991 aveva registrato una flessione del reddito pro capite dovuta all'inasprimento delle politiche nel quadro di un'azione coordinata per scongiurare una crisi di liquidità, lo scorso anno ha conseguito una netta ripresa. Questo risultato è stato ottenuto grazie anche alle più favorevoli condizioni climatiche, ma soprattutto in virtù delle recenti riforme economiche e del successo riportato nel ridurre l'inflazione. Ulteriori provvedimenti di riforma, tra cui l'abolizione del doppio sistema dei cambi e una notevole riduzione dei dazi all'importazione – in particolare su beni capitali e materie prime – in aggiunta agli accresciuti investimenti pubblici, dovrebbero imprimere quest'anno ulteriore slancio alla domanda interna e migliorare la posizione concorrenziale degli esportatori. Uno sviluppo preoccupante è il recente aumento del disavanzo delle partite correnti, in quanto le importazioni sono aumentate rapidamente in risposta ai provvedimenti di liberalizzazione, mentre le esportazioni hanno risentito negativamente della caduta della domanda interna nell'ex Unione Sovietica. Con il 70% delle forze di lavoro impiegate nell'agricoltura, il successo delle politiche di riforma e il sostegno pubblico a tali riforme potrebbero essere messi in pericolo anche da avversità climatiche.

Vigorosa  
espansione  
economica  
in Cina, con  
ampie disparità  
tra settori  
e regioni...

Lo scorso anno il PIL reale della *Cina* è aumentato di quasi il 13% (più del doppio del tasso programmato), sospinto dalla vigorosa dinamica degli investimenti e delle esportazioni. I dati aggregati mascherano tuttavia andamenti alquanto differenziati a livello di settori e di regioni. La crescita della produzione agricola ha ristagnato, poiché i redditi degli agricoltori hanno risentito di un'evoluzione sfavorevole dei prezzi alla produzione in rapporto ai costi delle materie prime. Nel settore industriale, due terzi delle aziende statali hanno registrato perdite che continuano a pregiudicare il successo delle politiche di riforma. Le aziende pubbliche non sono soggette a vincoli di bilancio rigidi e hanno ottenuto lo scorso anno sovvenzionamenti pari al 2% del PIL, nonché crediti bancari per finanziare le perdite. Oltre ad accelerare l'espansione del credito, tali perdite riducono i margini a disposizione della banca centrale per la manovra dei tassi d'interesse come strumento operativo, poiché un aumento dei tassi farebbe salire ulteriormente il fabbisogno di finanziamenti bancari e di sussidi delle aziende statali. Vi sono state altresì pronunciate differenze a livello regionale, con il rischio di un grave surriscaldamento congiunturale nelle regioni costiere e viceversa una crescita ancora lenta nelle regioni interne. Per quanto concerne i conti con l'estero, sebbene l'espansione delle importazioni abbia superato quella delle esportazioni, la bilancia corrente è rimasta in attivo. Sono inoltre aumentati gli afflussi di capitali, e per la prima volta gli investimenti diretti hanno rappresentato la principale componente.



La dinamica dei prezzi si è accelerata lo scorso anno, ma parte dell'incremento ha rispecchiato la deregolamentazione dei prezzi di oltre 600 prodotti. Il considerevole aumento del risparmio delle famiglie – salito a oltre il 25% del PIL secondo alcune stime – ha esercitato un influsso moderatore; metà dell'espansione di  $M_2$ , pari al 30%, è derivata dai depositi vincolati e a risparmio. Nondimeno, nel corso del 1992 si sono avute crescenti indicazioni di un deciso rafforzamento delle pressioni inflazionistiche. La moneta si è indebolita fortemente (Capitolo IV) e il disavanzo del settore pubblico è salito a quasi il 4% del PIL. Inoltre, nelle città maggiori i prezzi sono saliti a un tasso doppio rispetto alla media nazionale, e ciò è indicativo di una lenta risposta dal lato dell'offerta e di una certa frammentazione dei mercati. Agli inizi di quest'anno, sulla scia di un ulteriore rafforzamento della crescita economica, l'inflazione è salita all'8½% e sono state prese talune misure per frenare il *boom* degli investimenti.

... e crescenti  
pressioni  
inflazionistiche

Nonostante il crescente rischio di un surriscaldamento dell'economia, i risultati della Cina dopo l'adozione delle riforme reggono piuttosto bene al confronto con gli andamenti nell'Europa orientale e, soprattutto, con quelli della vicina *Mongolia*, un altro paese ex socialista. Pur avendo ottenuto aiuti esteri per un totale di \$130 pro capite, nell'arco degli ultimi due anni l'economia si è contratta di circa il 20%, mentre i prezzi sono aumentati di quasi il 500%.

Nell'America Latina si sono avuti chiari segni di un ulteriore consolidamento delle recenti politiche di stabilizzazione e di riforma strutturale, anche se la crescita del prodotto è diminuita. In Messico e Venezuela l'espansione economica è rallentata, ma le principali cause del più debole andamento economico dell'intera area sono state la contrazione del prodotto in Brasile, Cuba e Perú, la scarsità dei raccolti dovuta alle sfavorevoli condizioni climatiche e la dinamica relativamente debole delle esportazioni. Inoltre, le importazioni hanno segnato un forte aumento e le ragioni di scambio si sono ulteriormente deteriorate, portando il calo cumulativo dal 1984 a oltre il 20%.

Stabilizzazione  
nell'America  
Latina ...

Il risultato più evidente ottenuto dalle politiche di stabilizzazione è stato il netto regresso dell'inflazione in quasi tutti i paesi, tranne che in Brasile. Alla fine dello scorso anno metà dei paesi di quest'area registrava incrementi dei prezzi del 15% o meno. Pur originando da differenti provvedimenti di politica

... con un netto  
regresso  
dell'inflazione ...

Bilancia delle partite correnti nei PVS e nelle NIEs									
Gruppi di paesi	Partite correnti			di cui:					
				commercio			pagamenti netti per interessi		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992	1990	1991	1992
in miliardi di dollari USA									
PVS	-18,8	-80,3	-75,5	59,7	17,9	-12,5	89,2	84,3	79,6
Africa	-2,4	-3,9	-7,8	9,1	8,2	2,4	14,4	14,3	14,2
Asia	-6,5	-6,6	-21,2	-8,1	-10,4	-18,4	21,6	22,6	22,3
NIEs	14,4	9,3	7,8	7,5	3,0	1,9	4,3	4,0	4,2
Medio Oriente	-3,1	-51,4	-13,1	32,2	10,3	10,0	14,4	11,8	11,4
America Latina	-6,8	-18,4	-33,4	26,6	9,9	-6,5	38,8	35,6	31,7

Fonti: FMI, World Economic Outlook; statistiche nazionali.

economica, il miglioramento è stato particolarmente rilevante in tre paesi – Argentina, Perú e Nicaragua – che solo pochi anni fa erano ancora alle prese con un'iperinflazione. L'azione di risanamento dei bilanci pubblici e le politiche monetarie restrittive hanno concorso in misura considerevole alla più favorevole dinamica dei prezzi. In diversi paesi con monete in apprezzamento un influsso moderatore è provenuto anche dai severi vincoli sull'andamento dei prezzi nei settori produttivi esposti alla concorrenza internazionale. D'altra parte, così come nei paesi industriali, l'inflazione è rimasta relativamente alta nei settori non esposti e il conseguente spostamento nei prezzi relativi ha contribuito al deterioramento del saldo con l'estero.

...ma con un  
ampliamento  
dello squilibrio  
esterno

L'ulteriore ampliarsi dei disavanzi correnti dell'America Latina costituisce motivo di preoccupazione. Sotto l'impatto della nuova crescita delle importazioni e del summenzionato deterioramento delle ragioni di scambio, il saldo dell'interscambio è passato da attivo in passivo e il disavanzo delle partite correnti ha raggiunto il massimo livello dal 1982. Gli afflussi di capitali hanno permesso alla maggior parte dei paesi di accrescere le riserve in valuta e di finanziare le importazioni. Vi è stato un ulteriore aumento degli investimenti diretti, di riflesso alla maggiore fiducia degli investitori esteri nelle politiche in atto. Una larga parte degli afflussi complessivi è peraltro costituita da impieghi a breve, attratti dagli alti tassi d'interesse reali e dall'esuberanza dei mercati azionari.

Il Brasile  
costituisce  
un'eccezione  
notevole

Il discostarsi del *Brasile* dalle più favorevoli tendenze riscontrabili nel resto dell'America Latina è divenuto ancora più evidente lo scorso anno, in quanto il tasso d'incremento dei prezzi si è accelerato in un contesto sempre più recessivo. Dopo avere registrato una certa ripresa nella prima metà del 1992, dovuta in parte allo sblocco di attività finanziarie congelate nel quadro di un precedente programma di stabilizzazione, nel secondo semestre il prodotto è calato in un clima di crescente incertezza politica. Il deprezzamento del cambio e un accentuarsi dello squilibrio di bilancio hanno concorso a un tasso mensile di aumento dei prezzi del 20–25%, mentre veniva mantenuta una politica monetaria restrittiva che ha condotto a tassi d'interesse reali elevati e ad ampi afflussi di capitali. Diversamente dalla maggior parte dei paesi dell'America Latina, il Brasile ha fatto registrare un miglioramento del saldo con l'estero, che ha rispecchiato la debole domanda interna e il rafforzamento della sua posizione di competitività nei confronti dei *partners* commerciali di quest'area, dovuto al fatto che gli incrementi salariali relativamente alti sono stati più che compensati dal deprezzamento della moneta.

Ulteriore  
consolidamento  
in Argentina

Le politiche di stabilizzazione adottate dall'*Argentina* nel 1990 si sono ulteriormente consolidate lo scorso anno, con un calo dell'inflazione al 18% a fine 1992, il livello più basso da oltre venti anni. Pur con un certo indebolimento nella seconda metà dell'anno, la crescita del PIL reale ha raggiunto l'8<sup>3</sup>/<sub>4</sub>%. Gli investimenti fissi sono aumentati di circa il 35% e i consumi sono rimasti sostenuti malgrado il ristagno dei salari reali. Come conseguenza della politica basata su un cambio fisso con il dollaro USA, quale principale strumento per ridurre l'inflazione, lo scorso anno le esportazioni sono calate, mentre il livello delle importazioni si è quasi raddoppiato, provocando un significativo deterioramento della bilancia commerciale. In contrasto con gli anni precedenti,



Indicatori del commercio estero dei PVS e delle NIEs				
Gruppi di paesi	Periodi	Esportazioni reali	Importazioni reali	Ragioni di scambio
		variazioni medie annue, in percentuale		
PVS	1985-90	8,5	6,3	- 2,4
	1991	7,6	9,1	- 3,7
	1992	8,5	10,5	- 1,6
Africa	1985-90	3,7	0,3	- 4,8
	1991	1,7	- 3,0	- 5,5
	1992	1,4	3,3	- 5,5
Asia	1985-90	11,6	11,5	0,7
	1991	11,3	11,2	- 0,3
	1992	11,1	11,9	- 0,4
NIEs	1985-90	11,6	16,5	3,2
	1991	11,8	14,4	0,4
	1992	10,7	12,1	- 0,4
Medio Oriente	1985-90	7,3	- 1,3	- 7,0
	1991	3,0	3,6	- 11,6
	1992	6,9	3,6	- 3,9
America Latina	1985-90	4,3	4,7	- 2,8
	1991	4,2	16,5	- 4,0
	1992	4,3	17,9	- 0,6

Fonti: FMI, World Economic Outlook; statistiche nazionali.

quando gli squilibri esterni erano principalmente imputabili ai disavanzi di bilancio, lo scorso anno tale squilibrio ha costituito la contropartita del disavanzo finanziario del settore privato, giacché il bilancio del settore pubblico ha chiuso in attivo.

Messico e Cile, che sono stati tra i primi paesi di quest'area ad adottare politiche di stabilizzazione e di aggiustamento, hanno entrambi ridotto l'inflazione a circa il 15% lo scorso anno, ma per il resto hanno presentato andamenti assai difforni. In Messico la domanda interna finale, trainata dai consumi delle famiglie e dagli investimenti fissi privati, si è accresciuta del 7%. Tuttavia, per effetto del decumulo di scorte, della debole domanda di esportazioni e dell'ulteriore deterioramento della competitività, la crescita del prodotto è scesa a circa il 2½%. Il disavanzo dei pagamenti correnti ha superato il 7% del PIL; a questo livello le esportazioni dovrebbero aumentare a un tasso quasi doppio di quello delle importazioni semplicemente per evitare un suo ulteriore ampliamento. Da quando è stato concluso il primo accordo su salari e prezzi nel 1987, il tasso di cambio effettivo reale si è apprezzato di circa il 50%; nell'intento di migliorare la posizione concorrenziale delle imprese, lo scorso anno la banca centrale ha aumentato gli aggiustamenti giornalieri del cambio con il dollaro USA. In Cile, per contro, la crescita reale del prodotto è salita a oltre il 10%, portando a oltre il 45% l'aumento cumulativo del reddito pro capite dalla recessione del 1982. Nello stesso periodo, il tasso di disoccupazione è sceso dal 20% a solo il 5%. Gli afflussi di capitale hanno ecceduto il disavanzo dei pagamenti correnti e, quale ulteriore segno di fiducia degli

Ampio disavanzo  
nei conti  
con l'estero  
del Messico...

... e andamenti  
sostenuti in Cile

investitori internazionali, il Cile è stato il primo paese latino-americano ad ottenere una valutazione di *investment-grade* per il proprio debito.

Il problema  
della povertà

Il Cile è stato anche uno dei primi paesi latino-americani ad adottare provvedimenti per alleviare la grave situazione delle categorie a più basso reddito. Nonostante i recenti progressi, quasi un terzo della popolazione vive tuttora in condizioni di povertà e lo scorso anno le erogazioni socio-assistenziali in senso lato sono salite a due terzi della spesa pubblica complessiva. In altre regioni dell'America Latina le condizioni dei poveri sono ancor più sconcertanti; metà circa delle famiglie percepisce redditi al disotto del livello di povertà e quasi un quarto vive in condizioni caratterizzate da "povertà estrema". Le disuguaglianze in termini di reddito sono pronunciate anche in altre aree in via di sviluppo, benché in diversi paesi dell'Asia una crescita economica sostenuta si sia accompagnata a una più equa distribuzione dei guadagni. Di conseguenza, oltre che dal rafforzamento delle posizioni con l'estero, il consolidamento dei recenti progressi nell'America Latina può dipendere anche dall'adozione di politiche volte a ridurre le disuguaglianze di reddito e ad aumentare il tenore di vita delle classi più povere.

### Distribuzione del reddito a livello mondiale e crescita economica a medio termine

Le ampie disparità regionali nella crescita economica lo scorso anno hanno proseguito una tendenza osservata durante tutti gli anni ottanta, ossia una vigorosa espansione in Asia cui si contrappone una crescita lenta e redditi pro capite decrescenti in Africa e in America Latina. Se si considera che la dinamica dei redditi in queste due ultime aree è stata molto più debole anche di quella dei paesi industriali e che la maggior parte dei paesi con livelli di reddito pro capite estremamente bassi è concentrata in Africa, tale tendenza suscita due interrogativi. Anzitutto, in che misura la distribuzione del reddito mondiale è divenuta più disomogenea? E, in secondo luogo, come si spiegano le pronunciate differenze nella crescita economica tra i singoli paesi?

#### *L'evoluzione nella distribuzione del reddito mondiale*

Le tendenze nella  
distribuzione  
del reddito  
mondiale...

La distribuzione del reddito mondiale è presentata nella tabella seguente. Come mostra la colonna (a), il 20% della popolazione mondiale a più basso reddito pro capite percepiva solo il 5% del reddito mondiale nel 1960 e la sua quota è andata costantemente calando. Dopo un moderato recupero negli anni sessanta, la quota di reddito della fascia del 20% a più alto reddito (esclusivamente paesi industriali) è parimenti regredita nel tempo, ma si manteneva ancora in prossimità del 63% nel 1990. Il solo gruppo che ha segnato un miglioramento è quello compreso nel terzo quintile (40–60%), che negli ultimi due decenni ha quasi raddoppiato la sua quota.

...e il ruolo  
della Cina

Questo avanzamento è dovuto per intero ai risultati eccezionali della Cina, dove si concentra quasi il 20% della popolazione mondiale e che occupa tutto il terzo quintile. Dall'inizio delle riforme economiche nel 1977–78, l'aumento del reddito pro capite della Cina è stato in media di quasi il 7% l'anno, rispetto a solo l'1½% nel periodo precedente. Se si esclude la Cina (colonna



Distribuzione del reddito mondiale per gruppi di popolazione													
Gruppi di popolazione	Quota di reddito mondiale suddivisa per quintili di popolazione, Cina compresa (colonna a) ed esclusa (colonna b)										Variazione 1960-90 in punti percentuali		
	1960		1969		1979		1987		1990				
	a	b	a	b	a	b	a	b	a	b	a	b	
1° quintile	5,0	3,9	4,2	3,3	3,3	2,6	3,4	2,9	3,4	2,9	-1,6	-1,0	
2° quintile	6,2	4,9	5,2	4,0	5,9	3,7	6,1	3,6	6,0	3,7	-0,2	-1,2	
3° quintile	7,3	9,6	6,0	8,8	7,0	9,3	10,6	8,8	11,5	8,4	4,2	-1,2	
4° quintile	17,9	23,3	18,5	24,8	18,9	25,8	17,1	22,0	16,3	20,4	-1,6	-2,9	
5° quintile	63,7	58,3	66,1	59,1	64,9	58,6	62,7	62,7	62,8	64,6	-0,9	6,3	
Per memoria:	rapporti										5,8		7,4
20°/o a più alto reddito rispetto al 20°/o a più basso reddito	12,7	14,9	15,7	17,9	19,7	22,5	18,4	21,6	18,5	22,3			
20°/o a più alto reddito rispetto all'80°/o a più basso reddito	1,8	1,4	1,9	1,4	1,8	1,4	1,7	1,7	1,7	1,8			
Nota: le elaborazioni sono basate su medie nazionali e non tengono conto delle disparità di reddito nell'ambito dei singoli paesi.													
Fonti: Summers, R. e Heston, A. (1991): "The Penn World Table (Mark 5): an expanded set of international comparisons, 1950-88", Quarterly Journal of Economics, pp. 327-348; FMI, International Financial Statistics; World Bank World Tables; stime BRI.													

(b) della tabella), si osserva un chiaro accentuarsi dell'ineguaglianza, con i paesi più ricchi che migliorano la loro posizione rispetto a tutti gli altri gruppi, e soprattutto rispetto al quintile più povero.

L'accresciuta disuguaglianza emerge anche chiaramente dalla distribuzione del reddito per aree geografiche, riportata nella tabella di pagina 67. La posizione relativa dell'Africa, che include la maggior parte dei paesi nel primo quintile della tabella precedente, è andata costantemente peggiorando, e quella dell'America Latina, rimasta sostanzialmente stabile fino al 1980, ha subito un forte deterioramento nel decennio seguente. L'Asia, per contro, ha registrato un netto progresso, specie negli anni ottanta, allorché l'espansione del reddito è rallentata molto meno che in altre regioni. Oltre agli sviluppi eccezionali riguardanti la Cina, sul miglioramento registrato in Asia hanno influito anche le quattro NIEs, che nel 1990 avevano raggiunto un reddito pro capite inferiore solo del 17°/o al livello dei paesi industriali.

Tendenze a livello regionale

#### *Le determinanti della crescita: un'analisi di massima*

Gli andamenti presentati nelle tabelle precedenti mettono in discussione l'assunto alquanto diffuso secondo cui i paesi poveri guadagneranno generalmente posizioni rispetto alle economie più progredite attraverso il travaso di tecnologia e gli afflussi di capitale. In realtà, il grafico di pagina 68 pare indicare, piuttosto, che altre condizioni devono essere soddisfatte affinché tali paesi siano in grado di beneficiare dell'apporto di tecnologie. Quelli che non posseggono le infrastrutture o la manodopera qualificata necessarie ad attrarre investimenti esteri e ad assorbire le moderne tecnologie rimangono prigionieri della povertà.

Determinanti fondamentali della crescita

Il grafico considera i contributi relativi dei fattori che influenzano le variazioni del reddito pro capite, impiegando un ampio schema analitico che comprende le determinanti generalmente accettate della crescita, come la quota degli investimenti sul PIL, il tasso di crescita demografica, l'indice di scolarità e il livello del reddito pro capite del 1960 rapportato a quello degli Stati Uniti (per una descrizione più dettagliata si rimanda alla nota del grafico). Quest'ultima variabile è anche impiegata come indicatore di convergenza ed è inclusa nella maggior parte delle analisi sulla crescita in base all'assunto secondo cui i paesi che partono da livelli di reddito bassi dovrebbero conseguire tassi di crescita maggiori dei paesi con redditi iniziali più elevati. Queste determinanti fondamentali della crescita sono state integrate da fattori più correlati alle politiche, tra cui il tasso d'inflazione, la quota della spesa pubblica sul PIL e varie stime sul grado di apertura.

Determinanti per ampie categorie di reddito ...

Osservando il riquadro superiore del grafico si può notare come la convergenza sia ampiamente circoscritta al gruppo a reddito elevato, in cui figurano quasi esclusivamente i paesi industriali. Nel gruppo di paesi a medio reddito, che comprende gran parte della regione latino-americana, sembra che vi sia stata una convergenza solo modesta, mentre l'indice di scolarità e la quota degli investimenti sul PIL hanno fornito un contributo positivo. Nello stesso tempo, in quest'ultimo gruppo gli andamenti sono stati influenzati negativamente dalla crescita demografica. Una quota elevata della spesa pubblica sul PIL pare essersi accompagnata a distorsioni nell'allocazione delle risorse. Nel gruppo a basso reddito, in cui prevalgono i paesi dell'Africa, la convergenza pare essere assente, mentre la scolarità ha stimolato la crescita. Tuttavia, la causa principale dei risultati relativamente scadenti di questo gruppo è l'elevato tasso di espansione demografica, che potrebbe aver ridotto la crescita dei redditi pro capite di ben l'11½% l'anno.

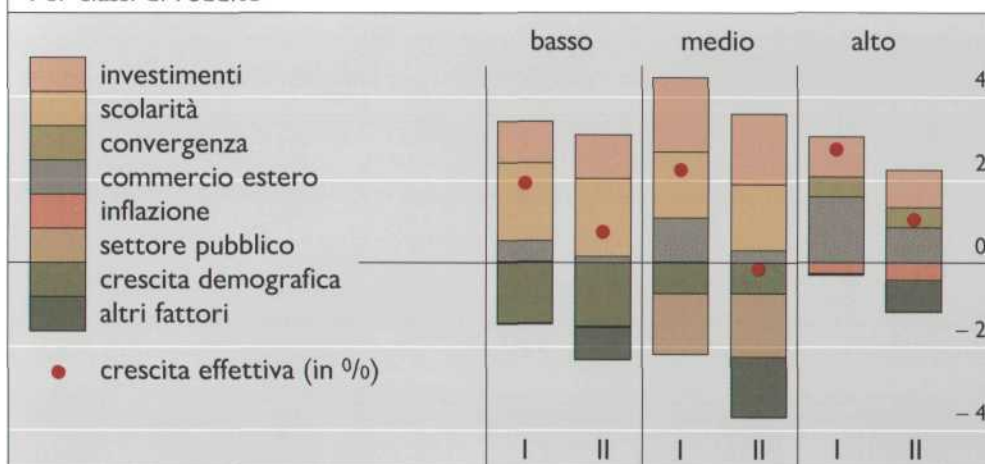
Distribuzione del reddito per aree geografiche				
Paesi	1960	1970	1980	1990
	Reddito pro capite in rapporto alla media dei paesi industriali			
America Latina	0,41	0,38	0,40	0,29
Africa	0,17	0,14	0,14	0,11
Asia	0,25	0,26	0,31	0,35
Cina	0,14	0,12	0,13	0,20
NIEs	0,31	0,40	0,59	0,83
Totale paesi in via di sviluppo	0,25	0,24	0,24	0,20
Per memoria:	Variazione media del reddito pro capite nel decennio			
America Latina	—	3,0	3,1	—0,8
Africa	—	2,2	2,0	—0,3
Asia	—	3,5	3,4	2,7
Cina	—	2,2	3,5	6,9
NIEs	—	6,3	6,7	5,6
Totale paesi in via di sviluppo	—	2,9	2,4	—0,1
Nota: medie annue non ponderate per paese, basate sulle stesse fonti statistiche della tabella precedente, ma con l'esclusione dei paesi produttori di petrolio del Medio Oriente.				



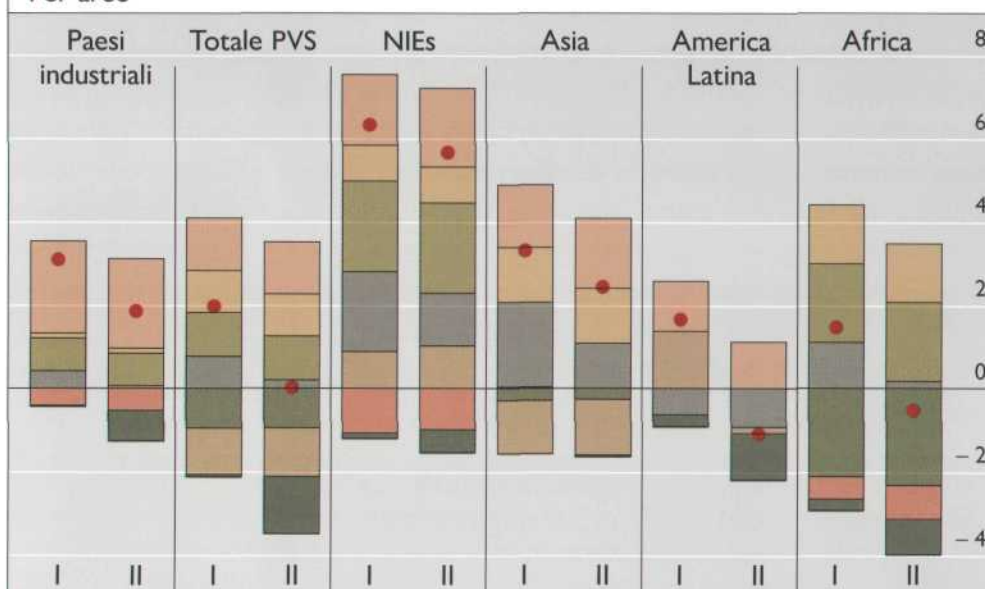
## Variazioni del reddito pro capite per fattori determinanti

In punti percentuali rispettivamente per i periodi 1960–90 (I) e 1980–90 (II)

Per classi di reddito



Per aree



Nota: i contributi relativi dei fattori sono stati ottenuti regredendo la crescita del PIL pro capite sulle variazioni medie di: quota degli investimenti sul PIL; tasso di crescita demografica; percentuale di popolazione iscritta alle scuole primarie o secondarie; reddito pro capite del 1960 in rapporto a quello degli Stati Uniti (convergenza); crescita delle esportazioni (o quota del commercio estero sul PIL); tasso medio di inflazione; quota della spesa pubblica sul PIL (o crescita reale della spesa pubblica). Le stime sono basate sul reddito pro capite, in termini di potere d'acquisto, riferito a 113 paesi (di cui 88 sono classificati come paesi in via di sviluppo e 25 come paesi industriali) nel periodo 1960–90. Studi recenti di natura analoga hanno identificato complessivamente 50 diversi fattori che influiscono significativamente sulla crescita. Di conseguenza, sebbene l'elaborazione sia limitata a componenti in merito alle quali esiste ampio consenso, inevitabilmente i risultati presentano un margine di arbitrarietà.

Fonti: si veda la tabella a pagina 66.

Un'interpretazione alternativa della crescita nei paesi a reddito medio-basso potrebbe essere che una convergenza vi è stata, sebbene mascherata da sviluppi peculiari ai paesi di una data regione. Questa possibilità è presa in considerazione nella parte inferiore del grafico impiegando lo stesso schema analitico. Per l'insieme dei paesi in via di sviluppo la crescita media nel periodo 1960–90 è stata inferiore di oltre 1 punto percentuale a quella dei paesi

... e per gruppi di paesi

industriali, ma la ragione di questa differenza negativa non sta nella mancanza di convergenza, giacché questo fattore ha contribuito per più di 1 punto alla crescita media. La scolarità e il commercio estero hanno svolto un ruolo maggiore che nei paesi industriali, mentre il contributo della formazione di capitale è stato pari solo alla metà. Ciò che più conta, l'alto tasso di crescita demografica ha diminuito di un intero punto percentuale l'aumento del reddito pro capite, avendo notevolmente ridotto la quota della popolazione in età lavorativa e avendo aumentato le pressioni su risorse già scarse.

Un'altra causa della più lenta crescita nei paesi in via di sviluppo è la pronunciata recessione negli anni ottanta, durante la quale il reddito pro capite era ristagnato. Sebbene il rallentamento delle esportazioni abbia rappresentato una causa importante, per i paesi in via di sviluppo considerati come gruppo non è facile spiegare altrimenti la decelerazione, poiché l'intensità del fenomeno si è notevolmente differenziata a seconda delle regioni.

Ragioni della  
forte crescita  
in Asia

I paesi dell'Asia sono riusciti a mantenere tassi di crescita relativamente elevati nel corso degli anni ottanta, e le ragioni principali di questi risultati complessivamente migliori paiono essere state l'elevata quota degli investimenti, la vigorosa crescita delle esportazioni e un alto indice di scolarità. Analogamente ad altri paesi asiatici, le NIEs hanno registrato un rallentamento delle esportazioni, che sono state tuttavia in grado di compensare in parte con l'aumento degli investimenti e una minore inflazione. Esse sono inoltre riuscite a conseguire un contributo positivo della spesa pubblica alla crescita, evitando elevati disavanzi di bilancio e le connesse distorsioni allocative. Tuttavia, il fattore che maggiormente spiega la migliore prestazione delle NIEs è l'assenza di effetti avversi prodotti dalla crescita demografica, cui va aggiunta la capacità di questi paesi di avvalersi delle tecnologie avanzate, come evidenzia il contributo di oltre 2 punti percentuali fornito dal fattore convergenza.

Oscillazioni e  
politiche destabi-  
lizzanti nell'Ame-  
rica Latina

Gli andamenti relativi all'America Latina sono stati caratterizzati da ampie oscillazioni. Negli anni sessanta e settanta i paesi di quest'area erano riusciti a conseguire un tasso medio di crescita di oltre il 3%, soprattutto in virtù dello stimolo impartito alla domanda dalle politiche fiscali espansive. Il conseguente aumento delle importazioni e degli squilibri con l'estero era stato finanziato da afflussi di capitali che avevano permesso di superare le conseguenze negative di un'inflazione elevata. Tuttavia, il prezzo di politiche orientate al brevissimo termine è stato pagato negli anni ottanta quando, a causa della crisi debitoria e delle misure di consolidamento volte a ridurre i disavanzi di bilancio, il contributo del settore pubblico è divenuto negativo e il reddito pro capite è diminuito dell'1%. A ulteriore conferma di politiche principalmente orientate al breve periodo e verso gli aspetti interni, anche il commercio estero ha fornito un contributo negativo, in particolare negli anni ottanta.

Influsso sfavore-  
vole della  
crescita  
demografica  
in Africa

Le principali cause della debole crescita in Africa sono l'assenza di qualsiasi apporto dal lato degli investimenti e la rapida crescita demografica. Questi due aspetti non sono probabilmente disgiunti l'uno dall'altro. Quando il reddito pro capite è basso, anche il saggio di risparmio è basso e non sufficiente a finanziare una maggiore attività d'investimento. In pari tempo, se la popolazione aumenta a un tasso di quasi il 3% l'anno e la sua quota in età lavorativa è in diminuzione, la possibilità di far salire il reddito pro capite a un livello in grado di



generare più risparmio è minima. Gli andamenti complessivi hanno anche risentito della crisi degli anni ottanta, quando il tasso medio di crescita è divenuto negativo a causa del netto rallentamento nella dinamica delle esportazioni e di un'inflazione in aumento. D'altra parte, vi è stato un certo progresso, seppure lento, dal lato della convergenza, e anche la scolarizzazione ha fornito un contributo positivo. Tuttavia, l'impatto complessivo di questi due fattori è stato sopravanzato dagli influssi negativi dianzi menzionati.

Per concludere, i più importanti presupposti per la crescita economica e per la riduzione delle esistenti disuguaglianze tra paesi industriali e in via di sviluppo paiono essere elevati risparmi e investimenti, una vigorosa espansione delle esportazioni e un buon livello di istruzione delle forze di lavoro. Una rapida espansione demografica rischia di innescare un circolo vizioso di povertà, ove l'aumento del prodotto è troppo modesto per elevare il reddito pro capite al disopra di quella soglia che genererebbe i saggi di risparmio e di investimento necessari per una crescita maggiore e sostenibile. Ma soprattutto, la crescita dipende dalle politiche economiche. Il grado di scolarità della popolazione dipende in buona sostanza dalle risorse destinate all'istruzione. Ed anche la capacità di assorbire tecnologie avanzate e di attrarre investimenti esteri dipende da molteplici condizioni strutturali e istituzionali collegate alle politiche. Del pari, il risparmio e l'investimento possono essere influenzati dalle politiche attraverso i tassi d'interesse e, in particolare, il risparmio del settore pubblico. Le politiche macroeconomiche svolgono anch'esse un ruolo-chiave, benché sia difficile valutarne con precisione l'influsso. Politiche monetarie e fiscali espansive possono conseguire risultati a breve termine, ma rischiano di ampliare i disavanzi di bilancio e dei conti con l'estero, nonché di alimentare l'inflazione, con conseguenti effetti negativi sulla crescita. Al contrario, le politiche con un orizzonte di medio periodo, atte a promuovere gli investimenti e le esportazioni, hanno maggiori probabilità di successo nello stimolare la crescita e nel ridurre le disuguaglianze di reddito tra i vari paesi così come all'interno di ciascuno di essi.

I presupposti  
della crescita...

... e l'influsso  
fondamentale  
delle politiche

## IV. Il commercio e i pagamenti internazionali

### Aspetti salienti

Gli eventi dello scorso anno evidenziano quanto le economie nazionali siano divenute dipendenti dagli sviluppi esterni, sia finanziari che reali. Attualmente la percentuale della produzione mondiale oggetto di scambio è considerevolmente aumentata anche soltanto rispetto a un decennio fa. I movimenti di capitali sono cresciuti ancora più in fretta, e il valore dei flussi internazionali per investimenti di portafoglio sopravanza adesso quello delle transazioni commerciali aggregate nella maggior parte dei principali paesi industriali.

L'improvvisa fine di un lungo periodo di stabilità dei rapporti di cambio nominali in Europa ha messo in luce in modo sensazionale questo mutamento di fondo. Il cumularsi nel medio periodo di significative variazioni dei tassi di cambio reali intraeuropei aveva già iniziato a influire sui saldi di parte corrente allorché un protratto indebolimento della domanda tedesca di importazioni, a partire dal 1991, ha aggiunto nuove pressioni. Questa tendenza è culminata nell'autunno 1992, quando le incertezze circa la sostenibilità della struttura esistente dei tassi di cambio e d'interesse hanno determinato ingenti flussi di capitali, che hanno costretto cinque paesi ad abbandonare il regime di fissità del cambio. Poiché altri tre paesi hanno svalutato, l'assetto dei cambi europei ha subito il più radicale mutamento da molti anni a questa parte.

Il ristagno della domanda di importazioni nell'Europa continentale è sostanzialmente coinciso con un periodo di ancor maggiore debolezza in Giappone. Di conseguenza, nonostante il forte aumento delle importazioni nei principali paesi anglosassoni – intervenuto peraltro nel contesto di una crescita soltanto esitante – nei paesi industriali l'interscambio è rimasto nel complesso piuttosto sottotono. La debole crescita della domanda, l'aggravarsi della disoccupazione e l'eccesso di capacità produttiva in numerosi settori hanno contribuito a un inasprimento della concorrenza. Inoltre, il nuovo aumento dello squilibrio esterno di Giappone e Stati Uniti nel 1992, nonché l'ampio disavanzo dei paesi europei hanno esacerbato il clima protezionistico. Siffatto contesto macroeconomico è stato ben poco propizio ai negoziati multilaterali sull'ulteriore liberalizzazione del commercio internazionale. I conflitti commerciali si sono acuiti e nell'aprile 1993 il più volte differito "Uruguay Round" non era ancora pervenuto ad alcuna conclusione.

Nel contempo, in varie regioni del mondo si sono potuti constatare i numerosi vantaggi delle politiche di accresciuta integrazione con l'economia mondiale. Ciò è stato particolarmente evidente in Asia, dove la crescita delle esportazioni ha mostrato una buona tenuta nonostante la recessione in Giappone e il ristagno altrove: il commercio e gli investimenti intraregionali si sono in effetti espansi considerevolmente. Un importante aspetto di ciò è che



l'ulteriore rapida integrazione economica della Cina con altre aree del Sud-Est asiatico si è nuovamente accompagnata a un forte incremento degli scambi commerciali cinesi con i paesi industriali.

Nell'Europa orientale, lo scorso anno, è stato il perdurante vigore delle esportazioni a costituire il principale stimolo alla crescita. Alcuni dei paesi baltici, che avevano avviato un analogo processo di internazionalizzazione soltanto nel 1992, hanno adottato con successo provvedimenti drastici volti ad assicurare la stabilità delle loro nuove monete come primo passo per affrancare le proprie economie dalla forte dipendenza nei confronti dell'ex Unione Sovietica. Inoltre, alcuni paesi est-europei hanno attratto un maggior volume di investimenti esteri, in particolare diretti. Così come nel 1991, anche l'America Latina ha beneficiato di consistenti afflussi di capitali, in quanto le precedenti riforme economiche in molti paesi hanno contribuito in misura rilevante a far crescere la fiducia degli operatori esteri e interni e gli elevati tassi d'interesse hanno attratto flussi di fondi a breve. Tuttavia, l'andamento delle esportazioni è stato meno favorevole, frenato in taluni casi dalla sopravvalutazione del tasso di cambio, sicché lo scorso anno il disavanzo corrente dell'area è risultato il più ampio dal 1982.

In netto contrasto con il buon esito dell'aggiustamento altrove, le repubbliche dell'ex Unione Sovietica non sono riuscite ad affrontare efficacemente le questioni basilari di politica economica internazionale. La mancanza di un valore internazionale stabile del rublo e i forti scostamenti dei prezzi interni da quelli mondiali hanno fornito un incentivo a occultare i proventi da esportazioni, e si sono avute ingenti fughe di capitali. Poco si è fatto per creare una base economica per l'interscambio fra le ex repubbliche sovietiche: la politica commerciale, i regimi di cambio e i sistemi di pagamento hanno continuato a essere caratterizzati da una notevole confusione, con transazioni e pagamenti di fatto regolati in base a vari accordi *ad hoc*. Tuttavia, agli inizi del 1993 la riaffermazione ufficiale dell'intento di attuare riforme economiche è stata sostenuta da offerte di significativa assistenza finanziaria dall'estero.

## Il commercio mondiale

### *Andamenti*

Anche lo scorso anno il commercio mondiale è cresciuto lentamente, mentre l'interscambio dei paesi in via di sviluppo (PVS) ha continuato ad espandersi a un ritmo molto più rapido di quello dei paesi industriali. Sebbene l'America del Nord sia emersa solo lentamente dalla recessione, il volume delle importazioni statunitensi e canadesi si è fortemente accresciuto. Tuttavia, il netto rallentamento dell'attività in Giappone e nell'Europa continentale ha limitato la crescita complessiva delle importazioni nei paesi industriali a circa il 4% nel 1992 (valore, questo, che supera comunque il 2½% del 1991); le esportazioni si sono espanse del 3% soltanto in termini reali.

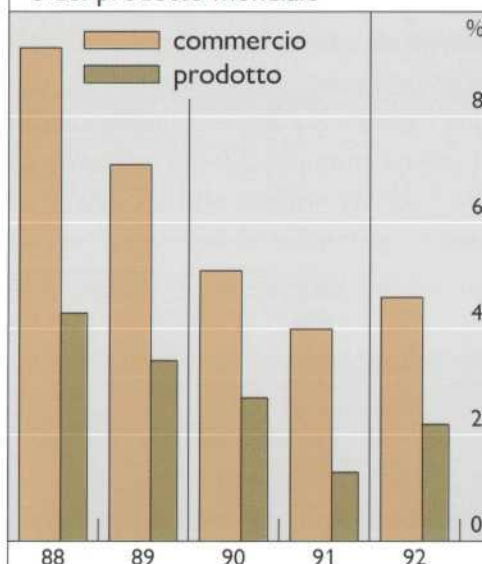
I paesi di recente industrializzazione (NIEs) dell'Asia hanno segnato un incremento di oltre il 12% nel volume delle importazioni, e un aumento dell'11% delle esportazioni. La loro importanza nel commercio mondiale è quindi ulteriormente cresciuta: attualmente essi esportano quanto il Giappone,

Crescita debole dell'interscambio nei paesi industriali ...

... ma sostenuta nei PVS

## Indicatori dell'interscambio mondiale

Crescita in volume del commercio e del prodotto mondiale<sup>1</sup>



Importazioni in volume (1987 = 100; scala semilogaritmica)



<sup>1</sup> Esclusa l'Europa orientale e l'ex Unione Sovietica. Crescita del prodotto misurata dalle variazioni percentuali del PIL reale. <sup>2</sup> Belgio, Francia, Germania occidentale, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna, Svezia e Svizzera. <sup>3</sup> Cina di Taipei, Corea del Sud, Hong Kong, Malaysia, Singapore e Thailandia.

Fonti: FMI; statistiche nazionali.

benché il valore del loro prodotto (a parità di potere d'acquisto) sia meno di un terzo di quello giapponese. Negli altri PVS, le importazioni si sono espanse di quasi il 10% e le esportazioni del 7<sup>1/2</sup>%, e le economie asiatiche (in particolare Cina, Thailandia e Malaysia) hanno accresciuto la loro quota sui mercati internazionali. Nella maggior parte dei paesi dell'America Latina, con la notevole eccezione del Brasile, il vigore della domanda interna e l'apprezzamento del tasso di cambio reale hanno indotto un forte incremento nel volume delle importazioni. Dato che le esportazioni sono aumentate a ritmo molto più lento, il disavanzo corrente della regione si è nettamente ampliato. Il deficit del Messico ha superato i \$ 20 miliardi; per converso, l'eccedenza del Brasile è stata di oltre \$ 5 miliardi. Nel 1992 l'interscambio dell'Europa orientale con i paesi industriali ha continuato a espandersi, mentre quello dell'ex Unione Sovietica si è ulteriormente contratto.

Poiché lo scorso anno l'attività economica mondiale è rimasta relativamente sottotono, i prezzi in dollari dei manufatti sono aumentati solo del 4%. Dopo tre anni di flessione, i corsi delle materie prime non petrolifere si sono stabilizzati su livelli bassi. Le quotazioni delle derrate agricole hanno recuperato leggermente i cali precedenti, mentre quelle delle bevande tropicali sono diminuite per il sesto anno consecutivo. L'eccedenza di capacità produttiva nel settore dell'industria pesante ha continuato a deprimere i corsi dei metalli e dei prodotti minerari. Complessivamente, i prezzi reali delle materie prime non petrolifere (deflazionati con l'indice dei prezzi all'esportazione dei manufatti) sono scesi del 22% dal 1989. Lo scorso anno la produzione petrolifera mondiale ha segnato un leggero incremento, in quanto la forte flessione

Prezzi dell'interscambio mercantile



della produzione russa è stata compensata dall'espansione di quella del Medio Oriente, in particolare del Kuwait; inoltre, la debolezza della domanda ha mantenuto sostanzialmente invariato il prezzo medio del petrolio, nonostante una temporanea ascesa a metà anno. Di conseguenza, lo scorso anno le ragioni di scambio sono migliorate nei paesi industriali di quasi il 2%, mentre nei PVS hanno registrato un deterioramento per il secondo anno consecutivo.

Nell'ultimo quindicennio si è avuta una rapida espansione delle transazioni invisibili. Secondo stime GATT, dal 1980 i servizi commerciali – principalmente turismo, trasporti e comunicazioni, nonché i servizi professionali e tecnici – si sono sviluppati molto più rapidamente dell'interscambio di merci. Lo scorso anno, il valore in dollari dei servizi commerciali ha segnato un incremento dell'8%, rispetto al 5½% dell'interscambio mercantile. Tali servizi rappresentano attualmente quasi il 21% del totale delle esportazioni, con un incremento di circa 4 punti percentuali rispetto al 1980.

Servizi

### *Politiche commerciali*

Il 1992 non è stato un anno positivo per quanto riguarda il sistema commerciale multilaterale. Gli accordi regionali, che in numero insolitamente elevato sono stati oggetto di trattativa o sono entrati in fase di attuazione, contenevano inevitabilmente elementi discriminatori. Quel che è forse più grave, sembrano aver assunto una maggiore importanza gli accordi bilaterali *ad hoc* disciplinanti il commercio. Così pure, la conclusione dell'"Uruguay Round", protrattosi per lungo tempo, si è rivelata difficoltosa e i conflitti commerciali fra i principali paesi industriali si sono esacerbati.

Il quadro normativo di massima del progetto di mercato unico CEE è entrato in vigore all'inizio del 1993, intensificando notevolmente la concorrenza all'interno dell'area. Tuttavia, in molti campi restano da concordare varie direttive comunitarie necessarie per la piena attuazione del progetto, e anche laddove tali direttive sono già in vigore vari paesi non le hanno potute attuare, non avendole ancora recepite nella legislazione nazionale. La bozza di Accordo nordamericano di libero scambio (NAFTA) fra Canada, Messico e Stati Uniti è stata concordata in agosto; se sarà ratificata nella forma attuale, essa promette di incentivare notevolmente il commercio intraregionale. Infine, sono stati conclusi svariati accordi commerciali regionali di minore importanza: nel 1992 ne è stato notificato al GATT un numero molto maggiore che nel 1991. L'impulso alla conclusione di tali accordi è provenuto in parte dal desiderio di un autonomo processo di liberalizzazione nei PVS già caratterizzati da regimi fortemente protezionistici.

Gli accordi regionali...

Comunque, tutti gli accordi commerciali regionali comportano quasi inevitabilmente il rischio di introdurre discriminazioni nei confronti dei produttori più efficienti nel resto del mondo, e taluni aspetti degli accordi più recenti suggeriscono la necessità di una sorveglianza in materia. Il fatto che l'articolo 115 del Trattato di Roma sia stato recepito nel Trattato di Maastricht lascia ai singoli stati membri della Comunità la facoltà di adottare, con il consenso della Commissione, misure protettive *ad hoc* contro le importazioni da paesi terzi. Ciò comporta il rischio che il mercato unico per i paesi membri della CEE non sia sempre tale per i paesi esterni alla Comunità. L'accordo NAFTA, sebbene

... comportano rischi di discriminazione...

sia stato accuratamente redatto in modo da essere compatibile con gli obblighi contemplati dal GATT, definisce in generale le norme d'origine disciplinanti il trattamento preferenziale in termini più restrittivi rispetto alla prassi precedente. Inoltre, la componente locale prevista per le automobili è destinata a passare dal 50 al 62,5%, incoraggiando in tal modo i produttori automobilistici al di fuori dell'America del Nord a produrre maggiormente in quest'area e a esportare meno, presumibilmente a costi inferiori, dalla propria base interna.

...così come gli  
accordi bilaterali

La crescente importanza assunta dai negoziati bilaterali rispetto a quelli multilaterali è stata evidente anche lo scorso anno; per di più, siffatti negoziati si sono talora accompagnati a minacce di sanzioni. L'intesa bilaterale in virtù della quale i produttori statunitensi di semiconduttori avrebbero detenuto entro la fine del 1992 il 20% del mercato giapponese, è stata rispettata, ma soltanto grazie a una decisa accelerazione della sua applicazione nell'ultimo trimestre. Un accordo analogo è stato altresì concluso al fine di aumentare le importazioni giapponesi di componenti per automobili di produzione statunitense entro la metà degli anni novanta. L'accordo CEE-Giappone, che proroga il contingentamento "transitorio" delle esportazioni automobilistiche giapponesi in Europa sino alla fine del decennio, comporta in effetti il mantenimento di barriere fortemente differenziate all'interno della Comunità. Agli inizi del 1993 la vertenza fra Stati Uniti e Comunità europea circa la normativa degli appalti pubblici è culminata nella minaccia di sanzioni da parte statunitense. La controversia forse di più ampia portata ha tratto origine dall'eccedenza di produzione di acciaio a livello mondiale, che ha suscitato in quasi tutti i paesi insistenti richieste di misure protezionistiche. L'Europa, gli Stati Uniti, il Canada, il Giappone, la Cina di Taipei e il Messico hanno imposto restrizioni alle importazioni di acciaio (o di suoi derivati) nell'arco degli ultimi dodici mesi circa, constatando nel contempo che le proprie esportazioni di questi prodotti erano a loro volta oggetto di restrizioni da parte di altri paesi.

Protrarsi del-  
l'Uruguay Round

Le negoziazioni commerciali multilaterali dell'"Uruguay Round" si sono prolungate per più di due anni oltre la scadenza originariamente prevista per la loro conclusione. I progressi compiuti verso un accordo di massima erano nondimeno stati sufficienti a consentire la presentazione, alla fine del 1991, di una bozza di Atto finale. Esso contemplava la più vasta riorganizzazione del sistema commerciale multilaterale sin dalla fondazione del GATT e includeva circa ventotto accordi specifici per quindici settori.

Contenzioso  
sull'interscambio  
agricolo

Tuttavia, nelle successive fasi negoziali le pressioni esercitate da gruppi d'interesse hanno precluso il raggiungimento di un'intesa definitiva. Le divergenze di politica agricola fra i paesi industriali si sono rivelate un ostacolo particolarmente grave. Sebbene rimangano irrisolte varie questioni concernenti altri paesi (ad esempio, quella delle restrizioni quantitative giapponesi alle importazioni agricole), il dissidio fra la Comunità europea e gli Stati Uniti circa il sovvenzionamento delle esportazioni agricole e i prezzi interni di sostegno costituisce, al riguardo, un test di grande rilievo. La controversia si è inasprita a proposito delle esportazioni comunitarie di semi oleosi, uno dei rari prodotti agricoli già inclusi negli accordi del GATT, in merito al quale inoltre gli Stati Uniti avevano già ottenuto in sede GATT l'adozione di due dichiarazioni di disapprovazione delle pratiche comunitarie. Agli inizi di novembre del 1992 gli



Stati Uniti hanno replicato all'interruzione delle trattative bilaterali cercando di ottenere l'assenso del GATT all'imposizione di dazi doganali proibitivi su esportazioni comunitarie per il valore di \$ 1 miliardo. Questa minaccia è stata scongiurata soltanto dopo che nuovi negoziati si sono conclusi con un progetto di accordo USA-CEE sui semi oleosi, non accettato peraltro dalla Francia. In ogni caso, ai primi di maggio del 1993 i protratti negoziati multilaterali sull'intera gamma di problemi non erano ancora sfociati in un accordo definitivo nell'ambito del GATT.

L'incapacità di portare l'"Uruguay Round" ad una conclusione concreta sembra sollevare seri dubbi sul futuro del multilateralismo. E' superfluo sottolineare l'importanza pratica del sistema GATT, che conferisce al multilateralismo un suo contenuto specifico. Gli impegni assunti dai governi in sede GATT contribuiscono infatti a creare un contesto operativo stabile, a rafforzare la concorrenza e a incoraggiare gli investimenti. Essi consentono inoltre di disinnesare il contenzioso in materia commerciale. L'esigenza degli esportatori di ottenere un più agevole accesso ai mercati genera un incentivo a rimuovere le barriere all'importazione, a vantaggio del consumatore. Poiché le concessioni accordate a un paese debbono essere di norma estese a tutte le parti contraenti (in base alla clausola della nazione più favorita, articolo fondamentale dell'Accordo), gli interessi dei paesi più piccoli sono tutelati molto meglio di quanto non accada in ambito bilaterale. E' per questo motivo che tanti paesi hanno aderito all'Accordo negli ultimi anni o si adoperano attivamente per aderirvi. Sarebbe quindi spiacevole che l'emergere di intese realmente globali in sede GATT venisse pregiudicato da un accresciuto ricorso al bilateralismo da parte dei paesi industriali.

Vantaggi del  
multilateralismo

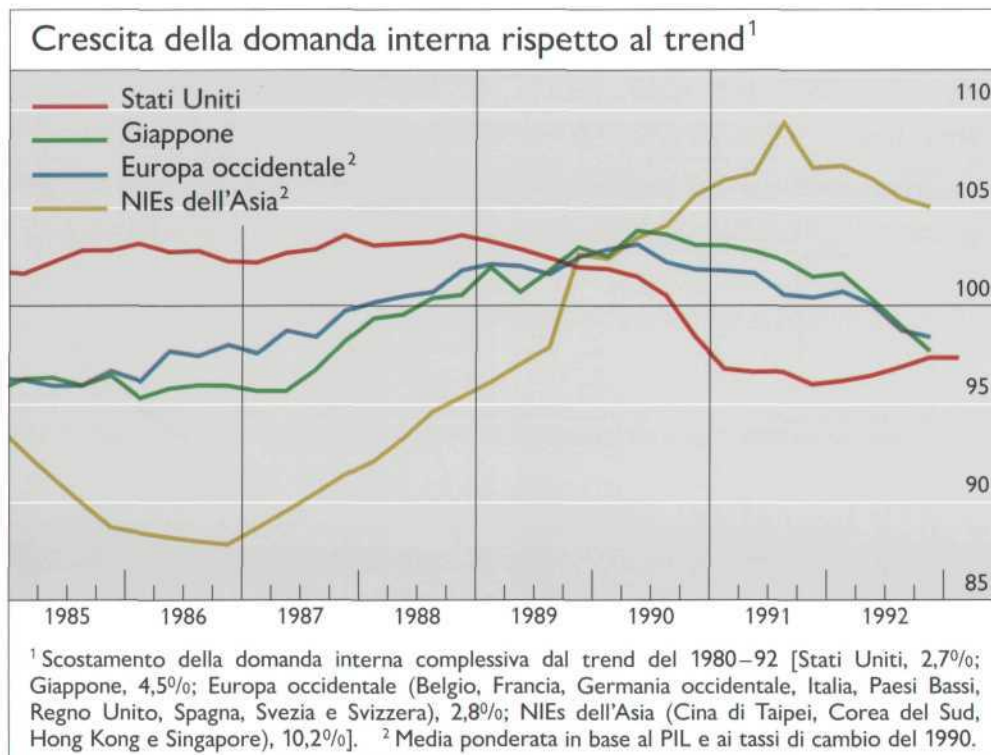
## Andamenti delle partite correnti nei paesi industriali

### *Fattori sottostanti*

Per la prima volta da cinque anni, nel 1992 il disavanzo corrente USA si è ampliato, in quanto il periodo di debole crescita della domanda interna, protrattosi per tre anni, è giunto al termine e il rallentamento economico negli altri paesi industriali si è accentuato. Nondimeno il disavanzo, pari a circa l'1% del PNL, è rimasto comparativamente assai inferiore a quello registrato verso la fine degli anni ottanta, grazie soprattutto al mantenimento di una forte posizione competitiva negli ultimi anni. Sulla base delle tre misure dei tassi di cambio effettivi reali utilizzate nel grafico di pagina 78, risulta chiaro che è stato preservato il netto miglioramento della posizione competitiva statunitense determinato dal deprezzamento nominale del dollaro fra il 1985 e il 1987. L'inflazione dei salari negli USA è rimasta relativamente bassa, e il tasso nominale effettivo del dollaro, nonostante le fluttuazioni, non ha mostrato una tendenza ad un ulteriore deprezzamento dopo il 1987. In sintesi, la variazione nominale ha causato un durevole spostamento reale senza innescare l'inflazione.

Lo spiccato indebolimento della domanda interna prodottosi lo scorso anno in Giappone ha contribuito a portarne l'eccedenza a oltre \$ 117 miliardi, un ammontare record in termini di dollari, superiore al 3% del PNL. Il disavanzo dell'Europa occidentale è salito a quasi \$ 70 miliardi, sebbene la domanda

Posizione competitiva forte negli Stati Uniti ...

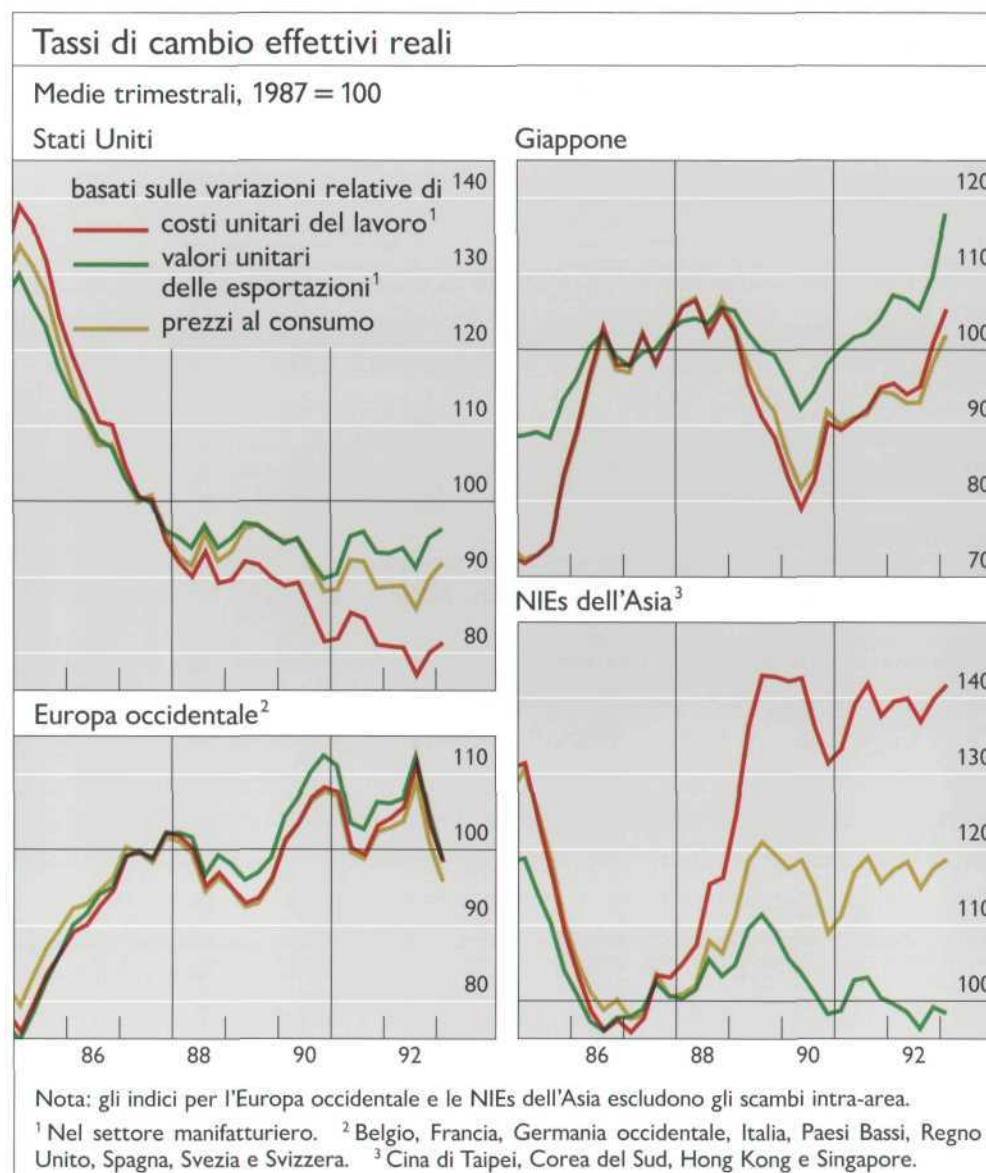


interna nell'Europa continentale sia andata progressivamente indebolendosi nel corso dell'anno. Il perdurare di un ampio disavanzo europeo è dovuto agli effetti dell'unificazione tedesca e, più in generale, al pronunciato deterioramento della competitività complessiva dell'Europa. Un'indicazione dell'entità di questa perdita è fornita dal grafico a pagina 78, che riporta varie misure dei tassi di cambio effettivi reali per l'Europa nel suo insieme, escludendo il commercio intraeuropeo. Ad eccezione di una breve flessione nel primo semestre 1991, contestuale a un temporaneo rialzo del dollaro, nei primi anni novanta il tasso di cambio effettivo dell'Europa ha avuto una tendenza ascendente. A metà 1992, alla vigilia della crisi valutaria europea, i tassi effettivi reali calcolati secondo le diverse basi di prezzo risultavano superare del 15-20% i livelli degli ultimi anni ottanta.

Studi sui livelli *assoluti* di competitività – basati su valutazioni dettagliate della produttività, stimando il prodotto a prezzi internazionali – indicano che i costi unitari del lavoro in Europa sono sensibilmente più elevati di quelli statunitensi, e potrebbero superare i livelli giapponesi. Benché tali studi forniscano misure assai approssimative, da una stima mediana risulta che a metà 1992 i costi unitari medi del lavoro nel settore manifatturiero superavano del 70% quelli statunitensi e del 40% quelli giapponesi. Fra i maggiori paesi europei, la Germania registrava costi particolarmente elevati.

Questa perdita di competitività fa seguito a un decennio di risultati europei già mediocri sui mercati mondiali. Agli inizi degli anni ottanta, i produttori europei detenevano circa il 33% del vasto mercato d'importazione USA dei manufatti finiti; nel 1992 la quota era scesa al 24%, e l'Europa occidentale era stata sopravanzata sia dal Giappone sia dalle economie dinamiche dell'Asia (grafico a pagina 79). Quest'ultimo gruppo di paesi ha inoltre fortemente incrementato la sua presenza nei mercati giapponese ed europeo.



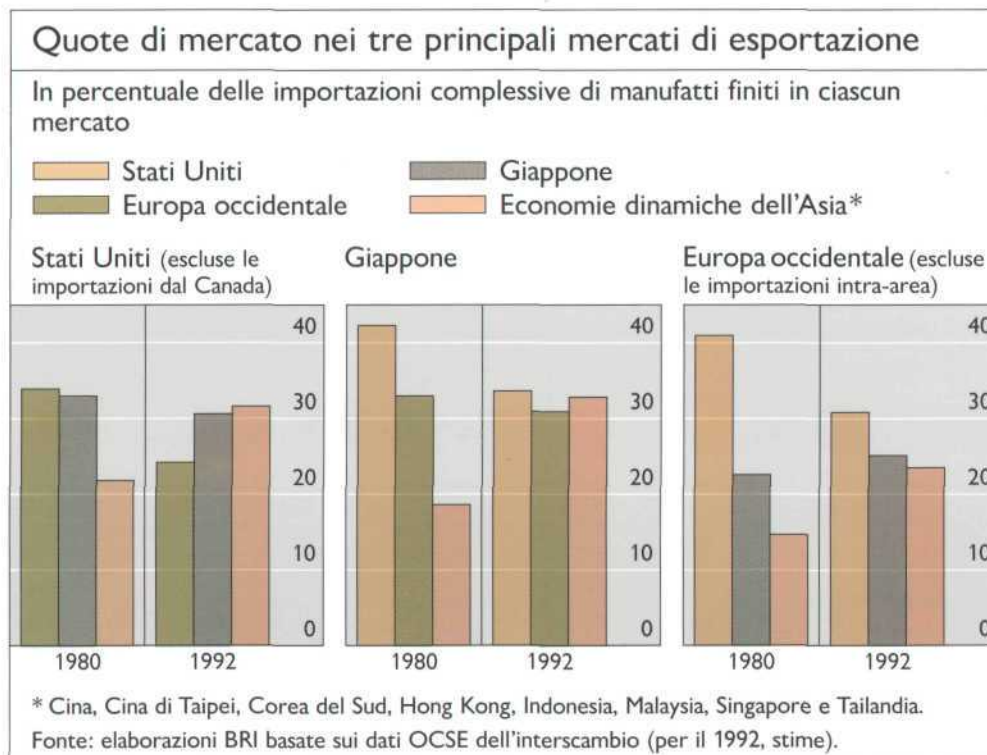


L'ascesa dei paesi asiatici nel contesto economico mondiale è in gran parte dovuta alla combinazione di bassi costi del lavoro e di una rapida crescita della produttività. Poiché in un primo tempo questi vantaggi non avevano influito sui cambi nominali, erano emerse ampie eccedenze correnti: nel 1987 l'avanzo delle NIEs dell'Asia totalizzava oltre il 90% del PIL. Il forte apprezzamento dei tassi di cambio nominali fra il 1987 e il 1989 ha in gran parte eroso questo vantaggio competitivo. Nondimeno, il fatto che l'enorme aumento dei costi unitari relativi del lavoro verificatosi in questo intervallo non si sia riflesso sui prezzi all'esportazione (grafico sopra riportato) sta a indicare che in precedenza i margini di profitto erano assai ampi. Data la fortissima espansione della domanda interna reale negli ultimi anni ottanta, l'avanzo corrente delle NIEs si è sensibilmente contratto.

Le variazioni dei tassi di cambio dall'estate 1992 hanno considerevolmente migliorato la posizione competitiva di quasi tutti i paesi europei nei confronti di quelli extraeuropei, causando inoltre ampi spostamenti nelle posizioni relative all'interno dell'Europa stessa. Fra le principali aree geografiche, il Giappone è il paese che ha registrato il più netto apprezzamento del cambio

NIEs dell'Asia

Recenti variazioni



effettivo reale della sua moneta; per gli Stati Uniti la variazione è stata relativamente modesta, e nelle NIEs dell'Asia la posizione competitiva è rimasta praticamente invariata.

#### Stati Uniti

Ampliamento del disavanzo USA ...

Escludendo i trasferimenti collegati alla guerra del Golfo, il disavanzo corrente USA, che era sceso da \$ 163 miliardi nel 1987 a circa \$ 46 miliardi nel 1991, è risalito lo scorso anno a quasi \$ 63 miliardi. Il disavanzo commerciale è aumentato a \$ 96 miliardi, a seguito del forte incremento del volume delle importazioni dopo due anni di quasi ristagno. Nel 1992 le esportazioni hanno avuto una buona tenuta, in quanto la forte crescita delle vendite ai PVS (segnatamente dell'America Latina) ha compensato la debole domanda nei paesi industriali.

... dovuto all'aumento delle importazioni

Il deterioramento della bilancia commerciale reale è in gran parte imputabile all'interscambio di apparecchiature informatiche. Dopo aver già segnato cospicui incrementi nei due anni precedenti, le importazioni reali di tali prodotti hanno registrato lo scorso anno un tasso di crescita di ben il 45%, ossia doppio rispetto a quello delle esportazioni. Il volume delle importazioni di beni strumentali diversi dai *computers* ha parimenti segnato una forte espansione, che nel 1992 è stata di circa il 13% ed ha sopravanzato di un buon margine quella degli investimenti USA in altri tipi di attrezzature; le importazioni di beni di consumo, dal canto loro, sono cresciute in linea con i consumi privati. La crescita delle esportazioni, sebbene meno vigorosa che negli anni precedenti, ha continuato a superare quella dei mercati esteri, in quanto gli Stati Uniti hanno mantenuto la loro già solida posizione competitiva.

Cresce l'eccedenza della bilancia dei servizi ...

Il deterioramento nel saldo dell'interscambio mercantile USA è stato compensato per circa la metà dall'ulteriore espansione dell'eccedenza dei servizi non dei fattori, ammontata lo scorso anno a \$ 55 miliardi. A prezzi



Stati Uniti: bilancia delle partite correnti						
Voci	1988	1989	1990	1991	1992	
					Anno	4° trim. <sup>1</sup>
	in miliardi di dollari USA					
Partite correnti	- 126,7	- 101,1	- 90,4	- 3,7	- 62,4	- 88,1
Bilancia commerciale	- 127,0	- 115,7	- 108,9	- 73,4	- 96,3	- 103,9
Redditi netti di capitale	12,5	14,4	19,3	16,4	10,0	3,4
Altri servizi	12,7	25,8	32,1	45,3	55,1	51,8
Trasferimenti	- 24,9	- 25,6	- 32,9	8,0	- 31,4	- 39,3
Per memoria:						
importazioni petrolifere	39,6	50,9	62,3	51,2	51,4	55,0
bilancia commerciale non petrolifera <sup>2</sup>	- 76,4	- 55,3	- 39,7	- 22,3	- 46,1	- 48,9
	variazioni percentuali					
volumi esportati	19,3	11,8	7,2	6,5	6,4	6,6 <sup>3</sup>
volumi importati	4,0	4,4	2,2	0,7	11,0	11,0 <sup>3</sup>
ragioni di scambio	1,3	- 1,1	- 2,1	0,6	- 0,6	- 1,2 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Su base annua destagionalizzata.    <sup>2</sup> A valori unitari costanti dell'interscambio in base 1987.  
<sup>3</sup> Variazione sul quarto trimestre 1991.

<sup>1</sup> Su base annua destagionalizzata. <sup>2</sup> A valori unitari costanti dell'interscambio in base 1987.

<sup>3</sup> Variazione sul quarto trimestre 1991.

costanti, tuttavia, l'avanzo della bilancia dei servizi è rimasto pressoché invariato, in quanto le esportazioni, che erano fortemente aumentate negli ultimi anni, si sono stabilizzate.

Nel 1992, i redditi netti da investimenti sia diretti che di portafoglio hanno continuato a diminuire. Nel complesso, essi sono scesi a soli \$ 10 miliardi, un terzo appena degli introiti netti registrati agli inizi degli anni ottanta. Questa flessione rispecchia il rovesciamento della posizione esterna USA, passata da creditoria netta per poco meno di \$ 400 miliardi a fine 1980 a debitoria netta per un ammontare pressoché analogo a fine 1991. Il fatto che i redditi netti USA da investimenti siano nondimeno rimasti di segno positivo per l'intero periodo è in buona parte riconducibile all'ampia discrepanza fra i rendimenti piuttosto elevati sugli investimenti diretti USA all'estero e i rendimenti modesti su quelli esteri negli Stati Uniti. In effetti, nel periodo 1988-92 i rendimenti (a valori di mercato) sugli investimenti diretti esteri negli Stati Uniti sono stati in media leggermente inferiori all'1%, contro il 4½% a metà degli anni ottanta, risultando così assai più bassi di quelli delle imprese a capitale statunitense all'estero (7½% rispetto al 10% nel periodo precedente).

... mentre  
diminuisce quella  
per redditi di  
capitale

### Giappone

L'aumento di \$ 45 miliardi segnato lo scorso anno dall'eccedenza corrente giapponese è da attribuirsi per due terzi all'incremento dell'avanzo commerciale. A seguito dell'apprezzamento dello yen nei confronti del dollaro, le ragioni di scambio sono migliorate, in quanto i valori unitari delle esportazioni sono variati di poco in termini di yen, mentre quelli delle importazioni sono diminuiti di quasi il 7%. Inoltre, il progressivo rallentamento dell'economia giapponese ha causato una flessione dei volumi importati che ha sfiorato il 3½% nell'ultimo trimestre 1992. In termini di dollari, lo scorso anno le importazioni

Eccedenza  
record del  
Giappone...

Giappone: bilancia delle partite correnti						
Voci	1988	1989	1990	1991	1992	
					Anno	4° trim. <sup>1</sup>
	in miliardi di dollari USA					
Partite correnti	79,6	57,2	35,8	72,9	117,6	125,7 <sup>2</sup>
Bilancia commerciale	95,0	76,9	63,5	103,0	132,3	136,1 <sup>2</sup>
Redditi netti di capitale	21,0	23,4	23,2	26,7	36,2	37,1
Altri servizi	- 32,3	- 39,0	- 45,5	- 44,4	- 46,3	- 41,9
Trasferimenti	- 4,1	- 4,2	- 5,5	- 12,5	- 4,7	- 5,5 <sup>2</sup>
Per memoria:						
importazioni petrolifere	25,8	29,8	41,3	37,8	36,4	40,2
bilancia commerciale non petrolifera <sup>3</sup>	48,3	37,7	47,8	47,3	53,6	67,1
variazioni percentuali						
volumi esportati	4,4	4,2	5,7	2,5	0,7	- 2,0 <sup>4</sup>
volumi importati	16,7	7,9	6,0	2,8	- 0,7	- 3,4 <sup>4</sup>
ragioni di scambio	3,0	- 4,2	- 5,9	8,5	8,2	6,6 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> In ragione annua.    <sup>2</sup> Dato destagionalizzato.    <sup>3</sup> A valori unitari costanti dell'interscambio in base 1985.    <sup>4</sup> Variazione sul quarto trimestre 1991.

<sup>1</sup> In ragione annua. <sup>2</sup> Dato destagionalizzato. <sup>3</sup> A valori unitari costanti dell'interscambio in base 1985. <sup>4</sup> Variazione sul quarto trimestre 1991.

di macchinari e attrezzature, che si erano quasi triplicate nel quinquennio precedente, hanno toccato un massimo, mentre quelle dei prodotti ferrosi si sono contratte di quasi un terzo. Questo calo ha interessato tutti i fornitori esteri ad eccezione della Cina, che ha accresciuto di circa un quinto le proprie esportazioni verso il Giappone.

... dovuta  
a cambiamenti  
nella struttura  
delle esporta-  
zioni ...

Anche la crescita delle esportazioni in volume è sensibilmente rallentata, sebbene per talune categorie di prodotti, segnatamente le macchine per ufficio e i semiconduttori, esse abbiano continuato a espandersi rapidamente. Benché il numero delle automobili esportate sia diminuito, il loro valore in dollari si è fortemente accresciuto, essendo proseguito lo spostamento verso modelli più costosi, anche allo scopo di ottemperare alle restrizioni quantitative alle esportazioni dirette. Tutto ciò è indicativo di un cambiamento nella struttura delle esportazioni, con un ruolo crescente dei prodotti a elevato valore aggiunto a scapito di quelli più standardizzati. Le esportazioni di prodotti ferrosi e di articoli elettronici di consumo sono rimaste sottotono. Questo tipo di produzione è stato in gran parte dislocato presso le filiali giapponesi all'estero, in particolare in altri paesi asiatici, dove i costi della manodopera sono molto più bassi. Inoltre, negli ultimi anni le imprese giapponesi hanno rifornito i mercati europeo e nordamericano in misura crescente tramite le loro affiliate locali piuttosto che con esportazioni dirette. Nei primi anni novanta, la produzione delle affiliate giapponesi era salita al 70% della produzione complessiva delle case madri, contro il 30% soltanto nel 1985.

... e all'aumento  
dei redditi  
di capitale

Nel 1992, gli andamenti delle partite invisibili sono stati contrassegnati da un incremento di quasi \$ 10 miliardi nei redditi netti da investimenti di portafoglio. Nell'arco dei sei anni precedenti questi erano quasi quadruplicati, in quanto la posizione creditoria esterna netta del Giappone era passata da \$ 130 miliardi a fine 1985 a quasi \$ 400 miliardi a fine 1991. Lo scorso anno, gli



introiti per interessi e dividendi sono rimasti stabili, ma gli esborsi si sono contratti di quasi \$8 miliardi, a causa del calo dei tassi d'interesse e della forte riduzione delle passività sull'estero delle banche giapponesi negli ultimi anni.

### *Europa occidentale*

Nel 1992 si è assistito in Europa a una netta frattura nelle tendenze del commercio e della competitività, in quanto è subentrata una fase di ristagno e si è concluso il lungo periodo di stabilità dei cambi nominali risalente al gennaio 1987. Poiché negli ultimi anni ottanta gli andamenti dei prezzi e dei costi interni avevano teso a convergere solo lentamente, si erano prodotti forti spostamenti nei tassi di cambio reali delle valute europee. L'assetto che ne era derivato è stato stravolto dai forti movimenti dei cambi nominali intervenuti nell'autunno 1992. Vi sono ovviamente molti modi per misurare i cambi reali, a seconda dell'indice dei prezzi utilizzato, e nell'analisi che segue vengono considerati diversi indicatori al fine di evitare valutazioni potenzialmente distorte. Anche la scelta dell'anno-base è arbitraria, sicché gli indici presentati qui di seguito vanno interpretati quali misure delle variazioni e non dei livelli.

Le variazioni di competitività misurate in termini di prezzi e di costi sono illustrate nel grafico a fronte. Un'importante constatazione di ordine generale è che il recente deprezzamento effettivo delle valute che attualmente fluttuano è stato assai ampio, mentre l'apprezzamento effettivo di quelle che hanno mantenuto le parità con il marco è stato modesto. Ciò è dovuto al generale deprezzamento delle monete europee nei confronti del dollaro e dello yen negli ultimi mesi, nonché al forte peso della Germania nelle misure dei cambi effettivi ponderati per l'interscambio.

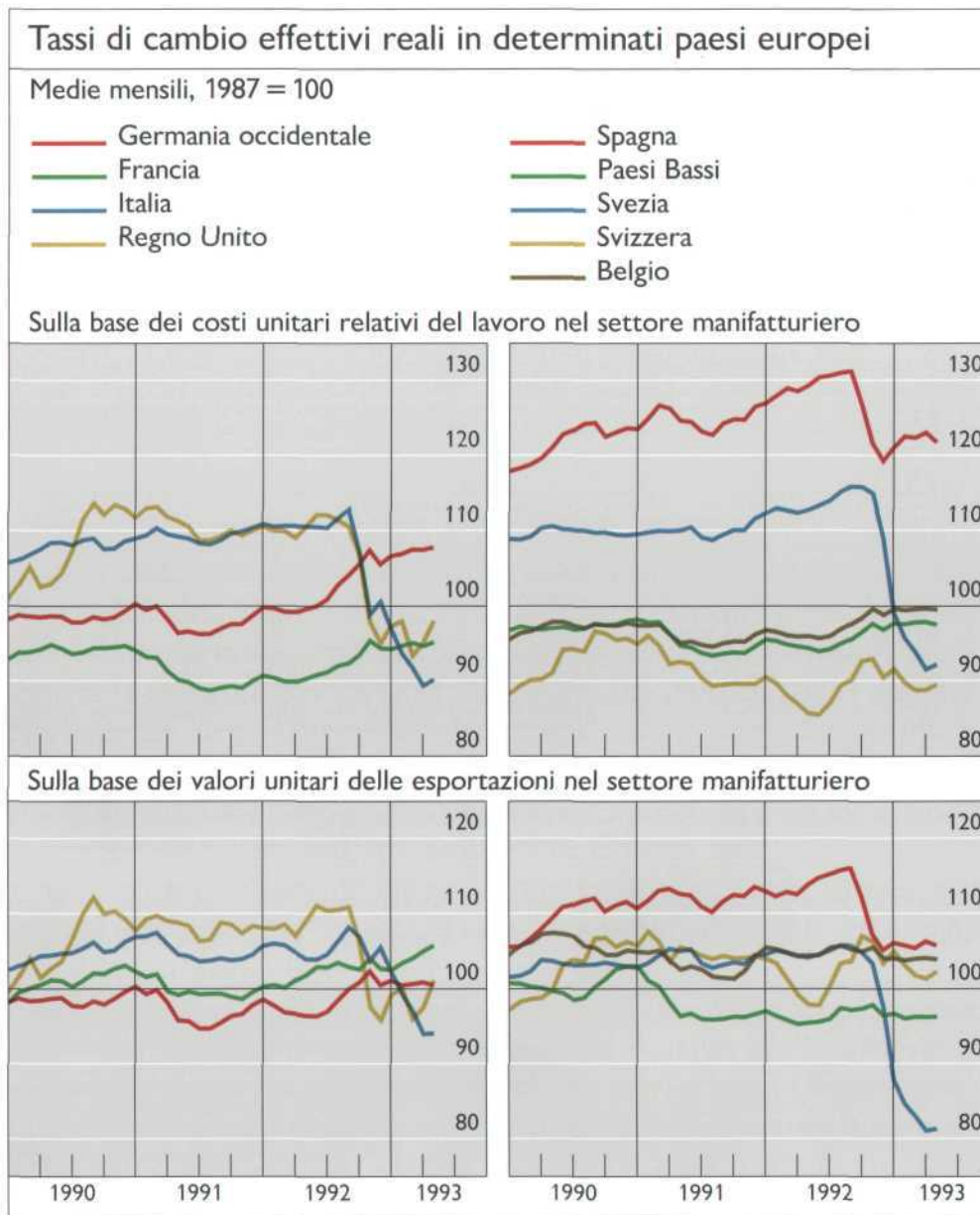
La Germania ha avuto un ruolo primario negli andamenti degli ultimi anni, a causa sia della funzione di ancoraggio svolta dal marco nei meccanismi europei di cambio, sia dell'impatto della riunificazione tedesca sulla domanda di importazioni, che inizialmente aveva in parte mascherato le conseguenze della decrescente competitività di diversi paesi europei. Il saldo esterno di parte corrente della Germania è infine passato da un'ampia eccedenza a un sensibile disavanzo, e il tasso d'inflazione tedesco ha superato la media dei paesi industriali.

Fra gli altri principali paesi europei si possono distinguere due grandi gruppi sulla base delle tendenze delineatesi nell'arco degli ultimi cinque anni. In un primo gruppo (Belgio, Francia e Paesi Bassi), l'inflazione comparativamente bassa e lo stretto legame con il marco hanno preservato, o persino migliorato, la posizione in termini di prezzi rispetto agli altri principali paesi europei. La Svizzera ha ottenuto un risultato simile con un leggero deprezzamento nominale del franco nei confronti del marco, che ha compensato la maggiore inflazione nell'insieme del periodo. Il saldo di parte corrente francese era pressoché tornato in equilibrio agli inizi degli anni novanta, mentre gli altri tre paesi hanno registrato ampie e persistenti eccedenze per diversi anni: oltre il 2% del PIL per il Belgio, circa il 3½% per i Paesi Bassi e il 4½% per la Svizzera (medie nell'ultimo quadriennio). Un secondo gruppo (Italia, Spagna, Svezia e Regno Unito) ha invece registrato un'inflazione superiore alla media,

Progressiva divergenza dei tassi di cambio reali in Europa bruscamente annullata

Ruolo centrale della Germania

I paesi a bassa inflazione diventano più competitivi...



...di quelli  
a inflazione  
elevata...

tradottasi in un sensibile apprezzamento reale delle rispettive monete fino a metà 1992. Tutti e quattro i paesi hanno registrato considerevoli disavanzi di parte corrente. In termini relativi, la Spagna ha avuto il deficit maggiore (oltre il 3% del PIL negli ultimi quattro anni), seguita da Regno Unito (2 $\frac{1}{2}$ % del PIL), Svezia (poco meno del 2%) e Italia (meno dell'1 $\frac{1}{2}$ %).

... sino alla  
drastica  
correzione  
a metà 1992

Gli indici dei prezzi al consumo misurati in marchi, riportati nella tabella di pagina 84, forniscono una misura semplice dei movimenti dei prezzi relativi all'interno dell'Europa. Fra il 1987 e i primi tre trimestri del 1992 (in sostanza prima delle turbolenze sui mercati valutari europei), i prezzi al consumo nei paesi in disavanzo sono saliti, in termini di marchi, fra il 25 e il 45%, mentre nei paesi eccedentari l'incremento è stato del 10–15%. Le forti variazioni dei tassi di cambio intervenute dal settembre 1992 hanno annullato questa discrepanza nel caso di Svezia e Regno Unito. Nel primo trimestre 1993 l'aumento cumulativo dei prezzi in Italia, espressi in marchi, si era ridotto ad appena il 4,3%, in quanto il forte deprezzamento della lira aveva più che compensato



Prezzi al consumo in determinati paesi europei, espressi in moneta comune											
Periodi	Paesi eccedentari <sup>1</sup>					Germania occidentale	Paesi deficitari <sup>1</sup>				
	Belgio	Francia	Paesi Bassi	Svizzera	Media		Italia	Regno Unito <sup>2</sup>	Spagna	Svezia	Media
	in marchi tedeschi, 1987 = 100										
1990	108,4	109,1	104,3	107,0	107,2	106,9	115,4	114,7	130,1	119,8	120,0
1991	112,4	111,5	108,4	112,5	111,2	110,6	121,9	125,7	138,8	131,6	129,5
1992	115,1	114,6	112,4	112,5	113,6	115,0	121,9	123,8	140,6	131,8	129,5
1992 1°–3° trim.	114,8	114,4	111,9	111,9	113,3	114,6	125,5	128,0	143,9	134,7	133,0
1992 4° trim.	116,1	115,0	113,9	114,0	114,8	116,4	110,9	111,0	130,8	123,3	119,0
1993 1° trim.	117,2	116,1	113,6	112,5	114,9	118,4	104,3	109,9	132,8	111,2	114,6

<sup>1</sup> In base alla bilancia delle partite correnti nel 1992.    <sup>2</sup> Escluse le abitazioni.

<sup>1</sup> In base alla bilancia delle partite correnti nel 1992. <sup>2</sup> Escluse le abitazioni.

l'inflazione relativamente più elevata nel precedente periodo di stabilità dei cambi nominali: in base a questa misura, quindi, la competitività italiana è nettamente migliorata rispetto a ciascuno degli altri otto paesi considerati nella tabella. Anche nel caso della Spagna la posizione competitiva è sensibilmente migliorata rispetto al 1991-92, ma non al 1987. Nell'intero periodo l'aumento cumulativo dei prezzi in Germania è stato superiore a quelli registrati nei quattro paesi eccedentari (a causa di una recrudescenza dell'inflazione tedesca), nonché in tre dei quattro paesi deficitari (a causa dei movimenti di cambio).

Il deterioramento della competitività sta cominciando a ripercuotersi sul saldo esterno della Germania. A prezzi costanti, lo scorso anno l'eccedenza commerciale si è ulteriormente contratta. Benché gli esportatori non abbiano più mostrato la tendenza a riorientare le vendite verso i mercati interni, nel quarto trimestre 1992 le esportazioni risultavano calate rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente. La debole domanda estera di beni d'investimento ha inoltre depresso le vendite di macchinari, uno dei settori-chiave delle esportazioni tedesche. Le forniture all'estero di automobili hanno segnato un recupero dopo il forte calo accusato nel 1991, allorché una parte consistente della produzione era stata destinata a soddisfare l'accumulo di domanda nei nuovi Länder, ma hanno poi dato segni di rinnovata debolezza agli inizi del 1993. La dinamica delle esportazioni ha perso ulteriormente terreno rispetto a quella dei mercati d'esportazione, ampliando un divario emerso sin dalla fine degli anni ottanta. Il volume delle importazioni, in forte ascesa sino ai primi mesi del 1991, è quindi rimasto sostanzialmente stagnante, per poi declinare verso la fine del 1992, allorché si è accentuato il rallentamento dell'attività.

I fattori di competitività hanno parimenti iniziato ad aggravare il disavanzo della bilancia dei servizi. L'apprezzamento reale della moneta tedesca ha contribuito ad accrescere la spesa per il turismo, aumentata lo scorso anno del 14% in termini di marchi; poiché gli introiti sono rimasti invariati, il disavanzo è aumentato di \$ 6 miliardi. Un deterioramento analogo ha interessato altre poste della bilancia dei servizi. Sono inoltre diminuiti i redditi netti di capitale, in quanto l'ampliamento del differenziale d'interesse a breve nei confronti degli Stati Uniti ha incrementato gli esborsi più che le entrate.

Anche negli altri paesi europei lo scorso anno è apparso evidente il nesso

Impatto della competitività in Germania

L'inversione di tendenza in Francia...

fra competitività e andamenti della bilancia commerciale e delle partite correnti. Ad eccezione dei Paesi Bassi, la bilancia corrente è ulteriormente migliorata nei paesi a basso saggio d'inflazione. Particolarmente degno di nota è il capovolgimento del saldo corrente in *Francia*, divenuto positivo. Il miglioramento di quasi \$ 10 miliardi è dovuto pressoché interamente al buon andamento della bilancia mercantile, con un'espansione di circa il 6% dei volumi esportati grazie all'acquisizione di nuove quote di mercato da parte degli esportatori francesi. Per contro, la crescita delle importazioni in volume è scesa ad appena l'1%, ponendo così fine al costante aumento della penetrazione delle importazioni, che perdurava da quasi un decennio.

... contrasta con il deterioramento nel Regno Unito...

In netto contrasto con questi andamenti, lo scorso anno quasi tutti i paesi europei che avevano perso competitività negli ultimi cinque anni circa, anteriormente alla crisi valutaria, hanno accusato crescenti disavanzi di parte corrente. In molti casi si sono ampliati i disavanzi commerciali, e gli squilibri correnti, protrattisi per diversi anni, hanno accresciuto i deflussi netti per redditi di capitale. L'ulteriore deterioramento di quasi \$ 6 miliardi del disavanzo mercantile del *Regno Unito* riflette una scarsa competitività e una ridotta capacità produttiva nel settore manifatturiero. Nonostante la ripresa ancora assai esitante della domanda interna, nel primo semestre dell'anno le importazioni si sono espanse fortemente, per poi stabilizzarsi: la loro crescita su base annua è ammontata a oltre il 6% in termini reali, e le importazioni di manufatti sono salite dell'8½%. D'altro canto, le esportazioni di manufatti si sono accresciute solo del 2½%, ossia a un ritmo inferiore a quello medio dei paesi industriali, benché lo scorso anno si siano fortemente ampliati taluni tradizionali mercati d'esportazione dei prodotti britannici e si sia rafforzata la capacità produttiva delle imprese manifatturiere a capitale estero. Anche la *Svezia* ha

... in Svezia...

Germania: bilancia delle partite correnti <sup>1</sup>						
Voci	1988	1989	1990	1991	1992	
					Anno	4° trim. <sup>2</sup>
in miliardi di dollari USA						
Partite correnti	50,7	57,6	46,7	-19,8	-26,0	-33,0 <sup>3</sup>
Bilancia commerciale	78,2	76,2	69,8	21,5	29,5	23,8 <sup>3</sup>
Redditi netti di capitale	5,2	11,8	17,2	18,3	10,8	14,1
Altri servizi	-14,6	-12,4	-17,5	-23,3	-34,2	-38,3
Trasferimenti	-18,1	-18,0	-22,8	-36,3	-32,0	-32,6
Per memoria:						
importazioni petrolifere	14,7	16,1	21,9	23,9	22,9	21,9
bilancia commerciale non petrolifera <sup>4</sup>	57,3	55,9	41,9	6,7	5,2	-4,3 <sup>3</sup>
variazioni percentuali						
volumi esportati	6,4	8,6	4,9	1,4	0,2	-4,5 <sup>3,5</sup>
volumi importati	6,0	7,7	13,9	13,9	0,7	0,6 <sup>3,5</sup>
ragioni di scambio	-0,1	-2,7	1,5	-2,3	2,4	2,8 <sup>5</sup>

<sup>1</sup> Dal luglio 1990, comprende le transazioni con l'estero della Germania orientale. <sup>2</sup> In ragione annua. <sup>3</sup> Dato destagionalizzato. <sup>4</sup> A valori unitari costanti dell'interscambio in base 1980. <sup>5</sup> Variazione sul quarto trimestre 1991.

<sup>1</sup> Dal luglio 1990, comprende le transazioni con l'estero della Germania orientale. <sup>2</sup> In ragione annua. <sup>3</sup> Dato destagionalizzato. <sup>4</sup> A valori unitari costanti dell'interscambio in base 1980. <sup>5</sup> Variazione sul quarto trimestre 1991.



## Bilancia delle partite correnti dei paesi industriali e delle NIEs dell'Asia

Paesi e aree	Partite correnti			di cui:					
				bilancia commerciale			bilancia dei redditi di capitale		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992	1990	1991	1992
in miliardi di dollari USA									
Paesi industriali	-103,7	-20,9	-47,9	-48,5	-1,9	23,5	-5,8	-9,8	-21,0
Stati Uniti	-90,4	-3,7	-62,4	-108,9	-73,4	-96,3	19,3	16,4	10,1
Giappone	35,8	72,9	117,6	63,7	103,0	131,9	23,2	26,7	36,2
Europa occidentale	-13,0	-57,2	-69,6	-19,5	-48,3	-28,7	-9,2	-16,7	-31,8
Francia	-9,8	-6,3	2,9	-13,0	-9,0	1,7	-2,9	-5,1	-7,9
Germania	46,7	-19,8	-26,0	69,8	21,5	29,5	17,2	18,3	10,8
Italia	-14,4	-21,4	-25,4	0,6	-0,9	2,4	-13,4	-16,1	-20,2
Regno Unito	-29,4	-11,6	-21,5	-33,0	-18,3	-24,1	4,0	0,7	5,7
Paesi Bassi	10,2	7,7	6,7	10,3	10,7	10,8	0,8	0,9	0,5
Svezia	-6,9	-3,3	-5,1	2,5	5,1	6,0	-4,6	-4,8	-6,5
Svizzera	8,6	10,4	15,6	-6,8	-5,6	-0,6	14,8	15,0	15,2
UEBL <sup>1</sup>	4,6	4,5	6,3	0,6	-0,1	0,9	0,7	1,4	1,5
Austria	1,2	0,1	-0,3	-7,9	-9,7	-9,7	-1,0	-1,5	-1,3
Danimarca	1,4	2,2	4,6	4,9	4,7	7,1	-5,6	-5,6	-5,8
Finlandia	-7,0	-6,7	-5,1	-0,6	1,1	2,7	-3,7	-4,6	-5,3
Grecia	-3,6	-1,5	-1,9	-12,3	-12,3	-13,7	-1,6	-1,7	-2,0
Islanda	-0,1	-0,3	-0,2	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,2
Irlanda	0,0	1,4	2,8	3,0	3,2	5,7	-5,2	-4,7	-5,4
Norvegia	4,0	5,0	2,9	8,3	8,3	7,6	-2,7	-2,7	-3,6
Portogallo	-0,2	-0,7	-0,2	-6,8	-7,8	-9,5	-0,2	0,1	0,6
Spagna	-15,7	-17,0	-24,8	-29,5	-31,8	-37,3	-3,7	-4,2	-6,2
Turchia	-2,6	0,3	-0,9	-9,6	-7,3	-8,2	-1,8	-1,9	-1,7
Altri paesi industriali	-36,0	-33,0	-33,4	16,2	16,9	16,5	-39,1	-36,3	-35,4
Australia	-15,0	-10,1	-10,4	0,4	3,5	1,5	-14,0	-13,3	-11,2
Canada	-22,0	-25,5	-23,7	8,5	5,0	7,8	-20,8	-19,5	-20,6
Nuova Zelanda	-1,3	0,0	-0,8	1,0	2,0	1,9	-1,7	-1,5	-2,0
Sudafrica	2,3	2,7	1,5	6,3	6,3	5,3	-2,7	-2,0	-1,6
NIEs dell'Asia	14,4	9,3	7,8	7,5	3,0	1,6	4,2 <sup>2</sup>	4,8 <sup>2</sup>	4,6 <sup>2</sup>
Cina di Taipei	10,8	12,0	7,9	14,9	15,8	12,6	3,9	4,4	4,1
Corea del Sud	-2,2	-8,7	-4,6	-2,0	-7,0	-2,2	-1,0	-1,0	-1,2
Hong Kong	3,6 <sup>3</sup>	2,7 <sup>3</sup>	1,6 <sup>3</sup>	0,3	-1,7	-3,9	n.d.	n.d.	n.d.
Singapore	2,2	3,3	2,9	-5,1	-4,1	-4,9	1,3	1,4	1,6

<sup>1</sup> Unione Economica del Belgio-Lussemburgo. <sup>2</sup> Esclusa Hong Kong. <sup>3</sup> Interscambio di beni e di servizi non dei fattori.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

continuato a perdere quote di mercato nel 1992: a seguito di una domanda di importazioni estremamente depressa, il saldo commerciale è leggermente migliorato, sebbene non abbastanza da compensare il disavanzo, in rapida crescita, nei redditi di capitale.

Le sensibili perdite di competitività registrate sino alla metà dello scorso anno non hanno impedito all'Italia di realizzare nel 1992 un'eccedenza commerciale di quasi \$ 2<sup>1</sup>/<sub>2</sub> miliardi. Tuttavia, l'apprezzamento del tasso di cambio reale ... e in Italia

ha stimolato le importazioni (il cui volume si è accresciuto molto più rapidamente della domanda interna) causando un'ulteriore perdita di quote di mercati d'esportazione, sebbene inferiore a quella degli anni precedenti. I fattori di competitività hanno inoltre ulteriormente compresso l'avanzo dei servizi da turismo. In aggiunta, si è avuto un incremento dei pagamenti netti per redditi di capitale sulle passività esterne, che superano attualmente il 10% del PIL. Il disavanzo corrente è salito a \$25 miliardi.

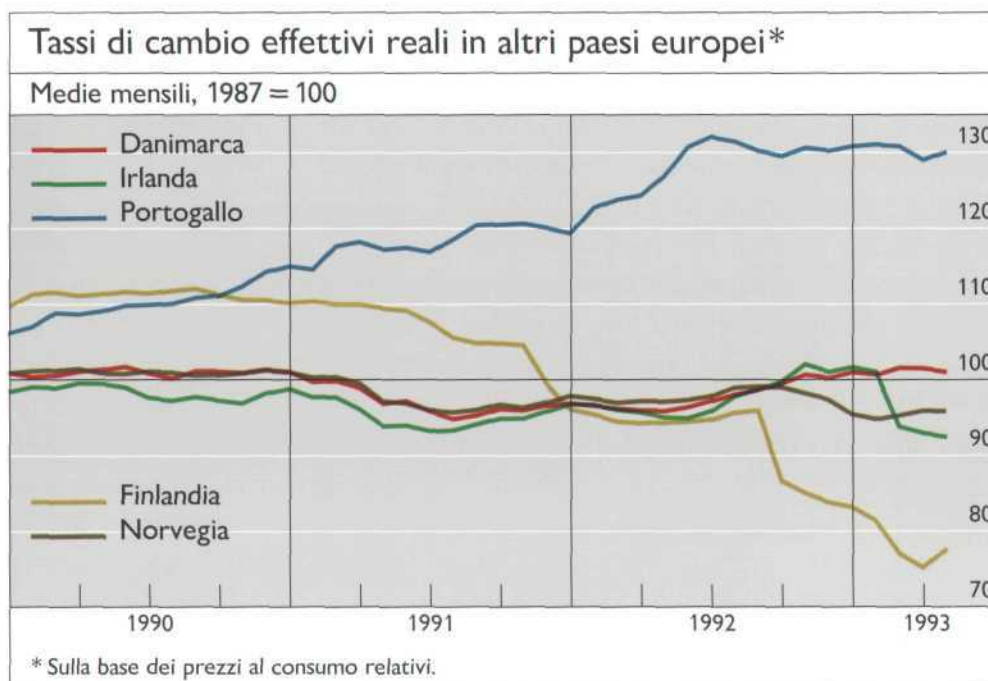
Paesi europei  
minori

Gli andamenti dell'interscambio nei paesi europei minori hanno rispecchiato in alcuni casi fattori piuttosto specifici. Fra i paesi considerati nel grafico seguente, la *Finlandia* ha registrato negli ultimi anni un disavanzo corrente pari a circa il 5% del PIL, imputabile in gran parte al crollo delle esportazioni verso l'ex Unione Sovietica. Il tasso di cambio reale ha segnato un netto ribasso a seguito della svalutazione del novembre 1991 e della libera fluttuazione della moneta dal settembre 1992. Per contro, negli ultimi anni i cambi reali di *Danimarca*, *Irlanda* e *Norvegia* sono rimasti relativamente stabili, e nel 1992 tutti e tre i paesi hanno segnato cospicue eccedenze. Nonostante il netto apprezzamento reale dell'escudo, il disavanzo di parte corrente del *Portogallo* è rimasto contenuto, in quanto la forte espansione dei trasferimenti CEE ha compensato l'ulteriore deterioramento della bilancia commerciale.

#### Altri paesi industriali

Forte espansione  
dell'interscambio

Nonostante l'esitante ripresa della domanda e della produzione, lo scorso anno in *Australia*, *Canada* e *Nuova Zelanda* la domanda di importazioni ha segnato un forte recupero, con incrementi in termini reali compresi fra il 7 e il 10%. Contrariamente a quanto verificatosi nella maggior parte degli altri paesi industriali, i mercati di sbocco per i manufatti di questi paesi hanno avuto un andamento sostenuto. Inoltre, i guadagni di competitività conseguiti dal 1989 hanno ulteriormente sorretto le esportazioni di Australia e Nuova Zelanda. Nel 1992 la crescita in volume delle esportazioni di manufatti di questi due





paesi, nonché del Canada – dove gli incrementi di competitività sono molto più recenti e fanno seguito a un lungo periodo di deterioramento – si è avvicinata al 10%. Le vendite all'estero di derrate agricole e di materie prime sono invece cresciute più lentamente. Nonostante l'eccedenza commerciale, le partite correnti di Canada e Australia sono rimaste fortemente deficitarie, in quanto il servizio dell'ingente indebitamento estero ha comportato in entrambi i casi massicci esborsi all'estero per redditi di capitale.

## Ex economie a pianificazione centralizzata

### *Europa orientale*

Risolute misure di liberalizzazione del commercio e dei prezzi, l'apertura all'investimento estero e l'adozione di tassi di cambio più realistici sono alcuni degli elementi-chiave delle politiche di riforma adottate nell'Europa orientale. I paesi che si trovano in fase avanzata di transizione, e che avevano scelto questo approccio alcuni anni addietro, sono stati premiati dallo spiccato dinamismo delle esportazioni verso i paesi industriali, che anche lo scorso anno si sono fortemente accresciute. Nell'arco dei tre anni sino al 1992, il valore in dollari delle loro esportazioni verso l'Occidente è infatti aumentato di circa l'85%, realizzando così un sensibile ampliamento della loro quota di mercato (tabella a fronte). Per contro, nei primi mesi del 1993 le esportazioni dell'area hanno dato chiari segni di debolezza. Come si è rilevato nel Capitolo III, il radicale riorientamento dell'interscambio è stato determinante nel contenere il recente calo del prodotto. Tuttavia, nel 1992 anche le importazioni dai paesi occidentali sono fortemente cresciute e il disavanzo commerciale dell'area nei confronti dei paesi industriali ha segnato un sensibile deterioramento, che è andato aggravandosi con l'avanzare dell'anno.

Taluni dei fattori del buon andamento delle esportazioni sono comuni a tutti i paesi più avanzati nel processo di transizione. In primo luogo, la domanda interna depressa e la perdita dei mercati tradizionali nei paesi dell'ex Comecon hanno costretto i produttori interni a trovare nuovi sbocchi in Occidente. In secondo luogo, l'Ungheria, la Polonia e le Repubbliche ceca e slovacca hanno beneficiato di un migliore accesso ai mercati dell'Europa occidentale grazie a una serie di accordi commerciali, in particolare l'Accordo di associazione con la Comunità europea e un'intesa analoga stipulata con i paesi EFTA. Tuttavia, nel corso del 1992 e agli inizi del 1993 vi sono state indicazioni che i paesi dell'Europa orientale cominciavano a scontrarsi con barriere protezionistiche: i loro principali prodotti d'esportazione – derrate agricole, ferro e acciaio, tessili e articoli d'abbigliamento – figurano infatti fra quelli più protetti in Occidente. L'imposizione di restrizioni CEE sulle importazioni di acciaio dalla ex Cecoslovacchia ha messo in luce i limiti degli accordi commerciali europei. Inoltre, le clausole d'origine prescritte per i prodotti esportati verso la Comunità europea, nel quadro del trattamento preferenziale concesso dall'Accordo, potrebbero limitare l'attrattiva dell'Europa orientale quale base di esportazione per imprese estere.

I diversi andamenti sul piano della competitività spiegano in gran parte le difformità nella *performance* in termini di esportazioni. In mancanza di dati

*Boom del commercio nei paesi più avanzati nelle riforme...*

*...e loro esportazioni favorite...*

*...dal migliorato accesso ai mercati esteri*

Commercio dei paesi dell'Europa orientale con i paesi industriali									
	Esportazioni			Importazioni			Saldo mercantile		
	1990	1991	1992 <sup>1</sup>	1990	1991	1992 <sup>1</sup>	1990	1991	1992 <sup>1</sup>
	in miliardi di dollari USA								
Ex Unione Sovietica	27,0	28,7	26,7	23,6	27,3	24,6	3,5	1,5	2,2
Ex Iugoslavia	11,5	10,9	8,8	13,8	10,5	8,6	-2,2	0,3	0,3
Altri paesi dell'Europa orientale	22,2	25,7	30,3	22,0	29,5	36,9	0,2	-3,8	-6,6
Bulgaria	1,0	1,2	1,5	1,6	1,7	1,9	-0,6	-0,5	-0,4
Cecoslovacchia	4,7	6,3	8,8	4,9	6,3	10,6	-0,2	0,1	-1,8
Polonia	8,5	9,5	10,7	7,7	12,6	13,5	0,8	-3,1	-2,8
Romania	2,6	2,3	2,3	2,4	2,3	3,1	0,2	0,0	-0,8
Ungheria	5,5	6,4	7,0	5,4	6,6	7,8	0,1	-0,2	-0,8
Per memoria:	1989 = 100								
paesi industriali <sup>2</sup>				121,0	137,0	145,6			
Nota: in base ai dati sul commercio dei paesi OCSE. I dati delle importazioni su base c.i.f. sono convertiti in f.o.b. sottraendo un margine f.o.b./c.i.f. del 4%. L'interscambio della Germania orientale è escluso per il 1990. E' parimenti escluso il commercio bilaterale fra ex Unione Sovietica e Finlandia. <sup>1</sup> In parte stime. <sup>2</sup> Importazioni dei paesi industriali ponderate in base all'importanza quali mercati di sbocco delle esportazioni dell'Europa orientale. Fonte: stime basate su statistiche commerciali OCSE.									

Tendenze differenziate della competitività in ...

... ex Cecoslovacchia ...

... Polonia ...

... e Ungheria

affidabili sui costi unitari del lavoro, il grafico di pagina 90 utilizza misure della competitività basate sia sui prezzi alla produzione dei beni industriali sia sui prezzi al consumo. Come si è esposto più dettagliatamente nel Capitolo III, gli indici dei prezzi al consumo potrebbero tendere a sovrastimare l'inflazione "vera" in un contesto di deregolamentazione dei prezzi. Quale che sia l'indicatore adottato, è chiaro che la ex *Cecoslovacchia*, grazie all'adozione di politiche macroeconomiche stringenti, è il paese che ha avuto maggior successo nel contenere l'inflazione, e quindi nel preservare la propria posizione competitiva. Mantenendo costante il tasso di cambio nominale dal gennaio 1991, essa ha altresì conseguito i migliori risultati nell'accrescere le esportazioni verso l'Occidente, aumentate lo scorso anno del 40% in termini di dollari. Tuttavia, un *boom* delle importazioni, di riflesso al crescente consumo del settore famiglie e all'anticipo di acquisti in previsione di modifiche nei dazi all'importazione, ha provocato un netto deterioramento della bilancia commerciale.

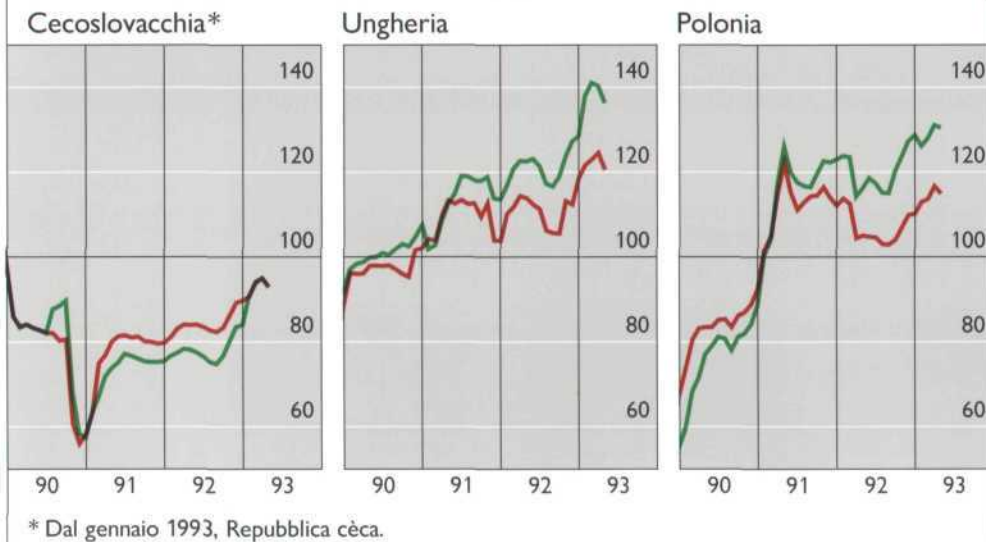
Né la Polonia né l'Ungheria hanno avuto altrettanto successo nel mantenere la propria posizione competitiva. Secondo il metro dei prezzi al consumo, l'inflazione persistente (benché calante) in *Polonia* ha più che controbilanciato lo slittamento progressivo del tasso di cambio e la svalutazione del febbraio 1992. Su tale base, la competitività di prezzo della Polonia si è nettamente deteriorata rispetto ai livelli del 1989 (ossia prima che una massiccia svalutazione dello *zloty* causasse una pronunciata, sebbene temporanea, sottovalutazione di questa moneta). Per quanto il peggioramento appaia molto meno forte se misurato in termini di prezzi alla produzione, si è senz'altro avuta una sensibile erosione della competitività e nel 1992, per il secondo anno consecutivo, la crescita delle esportazioni è stata modesta. In *Ungheria* è continuata la



## Tassi di cambio effettivi reali in alcuni paesi dell'Europa orientale

Medie mensili, 1989 = 100

Sulla base dei prezzi relativi: — della produzione industriale  
— al consumo



perdita di competitività, giacché le autorità hanno seguito una politica di modesti e occasionali deprezzamenti del tasso di cambio che non sono stati sufficienti a compensare il differenziale d'inflazione del paese. L'apprezzamento reale che ne è conseguito sembra aver rallentato nel 1992 la crescita delle esportazioni, che ha dato segno di un più marcato indebolimento agli inizi del 1993. Tuttavia, due svalutazioni di modesta entità, intervenute nel febbraio e nel marzo 1993, preannunciavano una nuova politica di più frequenti aggiustamenti nominali, volti a impedire un ulteriore apprezzamento reale.

Gli andamenti nei paesi che si trovano in una fase meno avanzata del processo di transizione sono stati più differenziati. Le esportazioni della *Romania* verso l'Occidente, dopo essere crollate agli inizi del 1990 con l'abbandono della politica di esportazioni forzate, sono rimaste stagnanti. Nonostante i forti deprezzamenti nominali, il tasso di cambio ufficiale è rimasto sopravvalutato e i vincoli all'esportazione sono stati mantenuti al fine di sorreggere i controlli sui prezzi interni. Per contro, le esportazioni della *Bulgaria* si sono rapidamente accresciute, e il tasso di cambio fluttuante ha persino subito spinte al rialzo, frenate dalla banca centrale con acquisti di valuta estera, per poi ridiscendere tra la fine del 1992 e gli inizi del 1993; data l'alta inflazione, il paese ha subito una forte perdita di competitività nel corso dell'anno.

La divisione fra Repubblica ceca e Repubblica slovacca, nel gennaio 1993, ha portato all'introduzione di nuove monete. Nonostante il mantenimento della parità ufficiale subito dopo la separazione, la corona slovacca utilizzata nel commercio bilaterale è stata ben presto svalutata nei confronti di quella ceca. Fra i nuovi stati emersi dalla ex Jugoslavia, la *Slovenia*, un paese a reddito relativamente elevato e non coinvolto direttamente nel conflitto, aveva introdotto la propria moneta, il tallero, nell'ottobre 1991, lasciandola fluttuare liberamente.

Andamenti contrastanti in Romania e in Bulgaria

Nuove monete

Le riserve valutarie sono state fortemente incrementate dalla vendita di edifici di proprietà statale contro valuta forte (esistevano ampie disponibilità private di marchi); con il mantenimento di una politica monetaria estremamente restrittiva si è inoltre determinato un sensibile avanzo esterno corrente, in quanto le importazioni sono state comprese e le imprese hanno potuto reperire mercati di sbocco soltanto all'estero. In tal modo le riserve sono rapidamente aumentate. Nonostante il forte apprezzamento reale durante gran parte del 1992, l'eccedenza corrente del paese in valuta forte è salita a circa il 6% del PIL.

#### *L'ex Unione Sovietica*

Evoluzione  
dell'interscambio

Nonostante il grave dissesto dell'economia, lo scorso anno il valore in dollari delle esportazioni dell'ex Unione Sovietica verso i paesi industriali ha mostrato una discreta tenuta. Il volume delle esportazioni di petrolio verso questi ultimi sembra essere leggermente aumentato; la flessione del 13% nella produzione petrolifera si è quindi ripercossa principalmente sui consumi interni della Russia e sulle forniture alle altre repubbliche ex sovietiche. Si è peraltro avuto un netto calo nel volume delle importazioni dai paesi industriali. Complessivamente, un'aggregazione dei dati per *partners* commerciali indica che l'avanzo mercantile dell'ex Unione Sovietica nei confronti dei paesi industriali potrebbe essere leggermente aumentato nel 1992.

Mancata stabiliz-  
zazione del rublo

Ciononostante, i tentativi delle autorità di stabilizzare il valore esterno del rublo non hanno dato alcun esito. Nel primo semestre 1992 il valore della moneta, fortemente deprezzato sul mercato ufficiale interno, è stato sorretto da interventi delle autorità e da alcuni provvedimenti di stabilizzazione macroeconomica. In effetti, in questo periodo il rublo si è apprezzato (grafico a pagina 49). A metà anno, il governo russo aveva unificato i vari tassi di cambio e annunciato la sua intenzione di stabilizzare il valore esterno della moneta. Nel contempo il Gruppo dei Dieci si dichiarava disponibile a contribuire a un fondo di stabilizzazione del rublo dell'ammontare di \$ 6 miliardi. Tuttavia le autorità non hanno infine attuato l'annunciato programma di stabilizzazione macroeconomica. Il disavanzo di bilancio si è aggravato in modo allarmante e la banca centrale ha massicciamente aumentato la concessione di crediti. L'inflazione si è accelerata, e il rublo è crollato da circa Rb. 135 per dollaro a fine giugno 1992 a Rb. 415 a fine dicembre e a Rb. 886 a metà maggio 1993.

Fuga di capitali

Il collasso del rublo ha naturalmente reso gli esportatori assai riluttanti a cedere alle autorità il prescritto 50% delle disponibilità in valuta forte. Gli incentivi a occultare parzialmente o del tutto gli introiti da esportazioni erano considerevoli, e si è avuta un'ingente fuga di capitali verso valute forti (detenute in conti presso banche russe o depositate all'estero). Secondo le statistiche bancarie della BRI, i depositi dell'ex Unione Sovietica presso le banche dichiaranti sono aumentati nel 1992 di \$ 5,8 miliardi; questo incremento è avvenuto per lo più nel secondo semestre dell'anno, contestualmente al crollo del rublo. A causa della grave carenza di riserve ufficiali in valuta, la Russia non è stata in grado di onorare il servizio del debito; come menzionato nel Capitolo III, un vasto programma di alleggerimento e di ristrutturazione del debito è stato concordato agli inizi del 1993.



Solo alcuni dei nuovi stati sono finora riusciti a fronteggiare le conseguenze economiche della disintegrazione politica dell'Unione Sovietica. La portata delle trasformazioni necessarie era invero impressionante, in quanto decenni di rigida pianificazione centrale avevano lasciato in eredità una struttura di scambi e pagamenti reciproci ben lontana da ciò che si intende per commercio internazionale nel resto del mondo. L'ossessione dei pianificatori per le economie di scala aveva incoraggiato una specializzazione estrema, determinando una forte dipendenza dal commercio fra le repubbliche, che spesso assorbiva fino alla metà della produzione interna dei vari stati. Gli scambi reciproci assumevano la forma di complessi accordi in compensazione, i prezzi relativi non avevano alcuna correlazione con il mercato mondiale, e i sistemi di regolamento erano poco più che il riflesso contabile del piano.

La disgregazione politica...

Questo retaggio aveva lasciato aperti quattro gravi problemi di politica economica internazionale. In primo luogo, l'interscambio doveva essere posto su una base commerciale e i prezzi, in particolare, dovevano essere adeguati a quelli mondiali se si voleva dare agli operatori economici locali un "segnale" appropriato sulle opportunità disponibili nei mercati internazionali. In secondo luogo, dovevano essere elaborati meccanismi atti a far sí che lo scambio di beni fosse governato dai vantaggi comparati e non dallo stato. In terzo luogo, si doveva decidere la natura dei regimi di cambio da applicare al commercio fra le repubbliche. Infine, dovevano essere apprestati schemi per i pagamenti commerciali sino all'introduzione della convertibilità delle monete. Nel corso del 1992 scarsi progressi sono stati compiuti nel risolvere questi problemi.

...rende indispensabili riforme di politica economica

La più lampante distorsione dei prezzi è rappresentata dalla sottovalutazione dell'energia, che non è stata annullata dai forti incrementi reali durante il 1992. L'impatto dei ripetuti, forti rincari in rubli dell'energia è stato in gran parte neutralizzato dall'ampio deprezzamento della moneta: nell'ultimo trimestre dell'anno la Russia forniva petrolio agli altri stati a circa un terzo dei corsi mondiali, nonostante la grande variabilità dei prezzi da un paese all'altro e nel corso del tempo. Per quanto le repubbliche non russe siano state in tal modo poste al riparo dal totale deterioramento delle ragioni di scambio, insito nel passaggio ai prezzi mondiali, esse hanno nondimeno registrato ampi disavanzi nel commercio con la Russia.

Necessità di adeguare i prezzi dell'energia a quelli mondiali...

Quanto al secondo problema, buona parte dell'interscambio ha di fatto continuato ad assumere la forma di commercio di stato, presentandosi spesso come poco più che una versione ridotta del sistema vigente sotto l'economia pianificata. Nonostante l'abolizione del sistema dei cambi multipli, le importazioni centralizzate delle materie prime fondamentali sono tuttora fortemente sovvenzionate.

...di abolire i sussidi alle importazioni...

Salvo che negli Stati baltici, il terzo problema, ossia quello inerente al regime dei cambi, è stato eluso, in quanto la maggior parte dei nuovi stati ha continuato a utilizzare il rublo. Nell'insieme essi hanno ceduto alla tentazione di gonfiare l'emissione interna di rubli per "acquistare" beni da altre repubbliche; una conseguenza inevitabile, questa, dell'emissione multipla e non coordinata di una singola moneta. Nel secondo semestre 1992, tuttavia, determinate restrizioni ai trasferimenti fra banche corrispondenti nelle diverse repubbliche hanno creato *de facto* diverse unità monetarie fra i vari depositi di rubli interni.

...nonché di adottare un regime dei cambi realistico...

... e un sistema di pagamenti efficace

Infine, nonostante le numerose discussioni e proposte, non è stato messo a punto alcunché di sistematico per organizzare i pagamenti dell'interscambio. Si sono piuttosto stipulati accordi *ad hoc*, principalmente per consentire alle repubbliche non russe di finanziare ampi disavanzi, affinché le imprese russe potessero essere pagate per le loro esportazioni, perpetuando così il vecchio sistema. Tuttavia, agli inizi del 1993 è stato concluso un accordo per istituire un meccanismo di compensazione per i pagamenti fra le repubbliche basato sul rublo e demandato a una "banca interstatale". Il progetto della struttura di questa nuova istituzione pare comportare facilitazioni creditizie piuttosto limitate e contemplare la possibilità di tassi di cambio flessibili.

Nuove monete introdotte con successo in Estonia...

Soltanto nei paesi baltici l'adozione di nuove valute è stata sorretta da provvedimenti macroeconomici volti a preservarne il valore. Nel giugno 1992 l'Estonia ha introdotto la corona: un *currency board* detenente attività in valuta estera, ne deve assicurare l'ancoraggio al marco tedesco. Tale sistema, se sostenuto da politiche adeguate, è in grado di ripristinare rapidamente la fiducia nella valuta nazionale persino in situazioni difficili; inoltre, investendo in attività estere fruttifere di interesse, il *currency board* può beneficiare di almeno parte dei diritti di signoraggio connessi all'emissione di moneta. La restituzione dell'oro estone prebellico e di taluni altri attivi ha costituito la base di dotazione iniziale: l'offerta interna di moneta può essere ulteriormente incrementata soltanto nella misura in cui aumenteranno le attività esterne dell'ente valutario, a seguito di un avanzo corrente o di afflussi di capitali. Una politica monetaria molto restrittiva ha mantenuto assai elevati i tassi d'interesse sui depositi in corone estoni e ha indotto afflussi di valuta forte.

... e Lettonia

Come misura transitoria (in presenza di un'inflazione ancora alta), nel luglio 1992 la Lettonia ha dichiarato il rublo lettone come sola moneta avente corso legale. Benché l'approccio di questo paese abbia differito da quello dell'Estonia, in quanto si è consentito al tasso di cambio di fluttuare, sono state mantenute politiche fiscali e monetarie egualmente stringenti. Una volta imbrigliata la precedente forte spinta inflazionistica, e ottenuta una chiara stabilizzazione della moneta sui mercati valutari, le autorità hanno avviato il processo di sostituzione del rublo lettone con una nuova moneta definitiva, il *lat*. Dopo l'uso iniziale di *coupons* denominati in rubli, la Lituania intende introdurre una nuova moneta a metà 1993.

Il successo delle politiche di stabilizzazione sia in Estonia che in Lettonia, nonostante l'adozione di diversi regimi di cambio, indica che le politiche fiscali e monetarie sono di primaria importanza al fine di evitare l'iperinflazione, e che la scelta specifica fra cambi fissi e fluttuanti è secondaria. Nonostante questi successi, le economie in questione devono tuttora far fronte a un immane compito di aggiustamento esterno nel cercare di affrancarsi dalla pesante dipendenza economica nei confronti della Russia e di riassorbire il fortissimo incremento dei prezzi dell'energia in termini reali.

## Le NIEs dell'Asia e la Cina

Lo scorso anno il ritmo d'espansione dell'interscambio nelle NIEs dell'Asia è rimasto pressoché invariato, e i volumi delle esportazioni e delle importazioni



sono cresciuti di oltre il 10%; tuttavia, gli andamenti nelle quattro economie in esame si sono sensibilmente differenziati. La domanda interna è infatti rimasta sottotono nella Corea del Sud ed è decelerata a Singapore, mentre ha segnato un'accelerazione nella Cina di Taipei e a Hong Kong, dando luogo ad apprezzabili differenze nel vigore della domanda di importazioni.

Espansione dell'interscambio nelle NIEs dell'Asia...

La relativa debolezza della domanda interna, l'apprezzamento reale del cambio e la domanda stagnante in taluni mercati-chiave hanno causato lo scorso anno un netto calo nella crescita reale delle importazioni ed esportazioni di *Singapore*. L'importante settore dei servizi di questo paese – soprattutto turismo e trasporti – ha continuato a originare un'ampia eccedenza, che ha compensato parzialmente l'ampliarsi del disavanzo nell'interscambio mercantile. Un indebolimento ancor più marcato della domanda interna nella *Corea del Sud* ha fatto scendere la crescita delle importazioni da oltre il 17% nel 1991 a meno del 2% nel 1992. Peraltro, la migliorata competitività sembra avere stimolato le esportazioni, che sono aumentate del 10% in termini reali, a un ritmo pressoché analogo a quello dell'anno precedente ma ben superiore a quello del volgere del decennio, allorché gli esportatori avevano dovuto far fronte a tre anni di rapido apprezzamento reale. Il disavanzo corrente della Corea del Sud si è quindi sensibilmente contratto.

... con sensibili differenze fra i vari paesi

Con la progressiva integrazione delle economie di Cina, Hong Kong e Cina di Taipei, il peso di questo gruppo nel commercio mondiale si è ulteriormente accresciuto, e lo scorso anno le esportazioni complessive verso i paesi industriali sono ammontate a circa \$ 137 miliardi. Gli investimenti diretti di Hong Kong e la sua posizione quale mercato aperto hanno fortemente contribuito alla trasformazione economica della Cina. Più di recente, l'allentamento delle interdizioni politiche ha consentito l'intensificarsi dei rapporti fra la Cina e la Cina di Taipei.

Ulteriore integrazione fra...

Le esportazioni dalla *Cina di Taipei* verso la Cina (tramite Hong Kong) sono salite lo scorso anno a oltre \$ 6,3 miliardi; dato che le importazioni dalla Cina continentale sono rimaste invariate, la Cina di Taipei ha segnato un'eccedenza bilaterale di oltre \$ 5 miliardi. Le sue esportazioni verso il Giappone e la Comunità europea si sono contratte, essendosi notevolmente indebolita la domanda in questi mercati, mentre quelle verso gli Stati Uniti si sono espanse. Nel contempo, la domanda interna in termini reali è cresciuta di oltre il 9%, ossia a un ritmo leggermente più rapido rispetto al 1991, e il volume delle importazioni è aumentato del 17%. L'avanzo di parte corrente è ammontato a \$ 8 miliardi, il livello più basso da otto anni.

... Cina di Taipei...

All'interscambio con la Cina è altresì ascrivibile gran parte del dinamismo segnato lo scorso anno dalle esportazioni di *Hong Kong*. I massicci investimenti di questo paese negli ultimi anni hanno notevolmente accresciuto la capacità produttiva in Cina e sostenuto la rapida espansione dell'interscambio bilaterale: le riesportazioni dalla Cina sono raddoppiate dal 1989, mentre le esportazioni interne sono rimaste pressoché invariate (tabella a fronte).

... Hong Kong...

Secondo le statistiche sulle importazioni dei paesi industriali, le esportazioni della *Cina* sono salite nel 1992 a \$ 63 miliardi, un importo quasi doppio rispetto a quello segnato solo tre anni prima. Questo ulteriore aumento delle esportazioni e il *boom* degli investimenti assai più forte del previsto – a sua volta ad esse collegato – hanno contribuito a una crescita del PIL di circa

... e Cina

Cina: commercio estero						
	1980	1985	1989	1990	1991	1992 <sup>1</sup>
	in miliardi di dollari USA					
Partite correnti	0,7	-11,4	-4,3	12,0	13,3	6,4
Bilancia commerciale	-0,1	-13,1	-5,6	9,2	9,6	5,2
<i>Per memoria:</i>						
<i>interscambio con i paesi industriali<sup>2</sup></i>						
<i>saldo commerciale</i>	-5,2	-11,4	9,8	18,8	24,8	30,0
<i>esportazioni</i>	8,1	13,2	34,1	40,0	50,9	63,1
<i>importazioni</i>	13,3	24,6	24,3	21,1	26,1	33,1
<i>esportazioni di Hong Kong</i>						
<i>esportazioni dall'interno</i>	13,7	16,7	28,7	29,0	29,7	30,2
<i>riesportazioni dalla Cina</i>	1,7	4,4	24,1	30,9	40,6	52,2
<i>altre riesportazioni</i>	4,4	9,1	20,3	22,3	28,2	37,1

<sup>1</sup> In parte stime. <sup>2</sup> Sulla base delle statistiche commerciali 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%.

Fonti: statistiche commerciali OCSE; statistiche nazionali.

il 13%. Benché anche le importazioni siano notevolmente aumentate, l'eccedenza della Cina nei confronti dei paesi industriali è salita a \$ 30 miliardi. Secondo le statistiche ufficiali cinesi, tuttavia, l'eccedenza commerciale globale si sarebbe dimezzata, scendendo a \$ 5 miliardi.

Permanenza  
delle barriere  
commerciali ...

Come si è esposto più dettagliatamente nella scorsa Relazione annuale, l'integrazione della Cina nell'economia mondiale procede gradualmente da oltre un decennio, sebbene permangano tuttora alcune vestigia del precedente sistema a pianificazione centrale. Due sono gli aspetti di rilievo sotto il profilo delle relazioni economiche internazionali. In primo luogo, il commercio internazionale resta imbrigliato da una pletora di normative e regolamentazioni. Il paese non ha un regime commerciale unificato, le importazioni sono penalizzate da dazi elevati nonché da controlli quantitativi, e benefici speciali per gli esportatori hanno artificialmente incentivato le esportazioni. Tuttavia, di recente sono stati compiuti progressi significativi verso la riduzione delle barriere alle importazioni, in vista della ripresa delle trattative sull'adesione cinese al GATT: questi provvedimenti sembrano aver contribuito all'aumento delle importazioni registrato nel 1992.

... inconvertibilità  
della moneta ...

Il secondo aspetto consiste nella perdurante non convertibilità della moneta. Nel gestire l'apertura dell'economia al mondo esterno, le autorità hanno fatto ricorso a un doppio regime di cambi, mantenendo una parità ufficiale e accrescendo nel contempo la quota delle transazioni in valuta estera incanalate tramite appositi centri di compensazione valutaria, più reattivi nei confronti del mercato. Agli inizi degli anni novanta circa metà delle operazioni in valuta transitavano in effetti per questi centri. Inoltre, le cospicue svalutazioni del tasso di cambio ufficiale (nel dicembre 1989 e nel novembre 1990) e i considerevoli progressi verso la stabilità macroeconomica (con un saggio d'inflazione molto più basso e l'eliminazione del disavanzo corrente) avevano ridotto a meno del 10%, a fine 1991, lo scarto fra parità ufficiale e tassi di swap collegati al mercato.



Tuttavia, questa convergenza – la quale aveva suscitato l'aspettativa che le autorità avrebbero cercato rapidamente di unificare i tassi di cambio – ha subito una brusca inversione di tendenza agli inizi del 1992. Le principali cause sembrano essere state la recrudescenza dell'inflazione e il forte incremento delle importazioni, nonché il timore che la liberalizzazione dell'interscambio necessaria per ottenere l'adesione al GATT avrebbe comportato una forte svalutazione del tasso di cambio ufficiale. Lo scarto fra i due tassi si è ampliato per la maggior parte del 1992 e nei primi mesi del 1993: nel marzo scorso, i tassi sugli *swaps* erano scesi di ben il 40% al disotto del tasso ufficiale e quelli del mercato clandestino erano ancor più bassi. Dato che la stessa parità ufficiale è stata amministrata in modo da scendere sostanzialmente in linea con il differenziale d'inflazione della Cina nei confronti dei *partners* commerciali, ne è derivato un cospicuo deprezzamento reale che ha esacerbato le recenti spinte inflazionistiche.

... e forte deprezzamento reale del cambio

## Principali movimenti di capitali

### Investimenti diretti

Lo scorso anno, il totale degli investimenti diretti esteri in provenienza dai paesi industriali è ulteriormente calato, principalmente a seguito della forte

Struttura globale degli investimenti diretti						
	1976–80	1981–85	1986–90	1990	1991	1992*
	in miliardi di dollari USA, medie annue					
Totale deflussi	39,8	43,6	165,9	226,0	182,2	158,5
Paesi industriali	39,2	42,1	157,4	213,0	171,1	147,1
di cui:						
Stati Uniti	16,9	8,4	24,6	32,7	27,1	35,3
Giappone	2,3	5,1	32,1	48,0	30,7	17,2
Comunità europea	16,9	20,8	74,4	99,4	90,9	82,5
PVS	0,6	1,5	8,5	13,0	11,1	11,4
di cui:						
Asia	0,1	1,1	7,5	11,4	9,5	10,4
America Latina	0,2	0,2	0,6	1,0	0,8	1,0
Totale afflussi	31,8	52,5	145,6	186,0	143,3	133,6
Paesi industriali	25,2	34,9	122,6	156,2	101,8	83,9
di cui:						
Stati Uniti	9,0	19,1	52,5	45,1	11,5	– 3,9
Giappone	0,1	0,3	0,3	1,8	1,4	2,7
Comunità europea	13,5	12,8	54,5	86,0	68,6	70,3
PVS	6,6	17,6	23,0	29,8	41,5	49,7
di cui:						
Asia	2,1	4,9	13,3	18,6	24,0	28,0
Europa orientale	0,0	0,0	0,1	0,3	2,4	3,3
America Latina	4,1	5,0	6,3	7,3	12,0	13,0

\* In parte stime.

Fonti: FMI, Balance of Payments Statistics; statistiche nazionali; stime BRI.

Movimenti di capitali per investimenti di portafoglio nei paesi industriali						
	1976-80	1981-85	1986-90	1990	1991	1992*
	in miliardi di dollari USA, medie annue					
Totale deflussi	15,0	60,6	185,0	152,8	274,0	238,0
di cui:						
Stati Uniti	5,3	6,5	13,6	28,8	45,0	48,6
Giappone	3,4	25,0	85,9	39,7	74,3	34,4
Regno Unito	2,3	13,6	26,1	29,2	51,6	47,3
altri paesi						
della Comunità europea	3,8	10,4	44,4	47,2	69,2	92,3
Totale afflussi	31,9	77,8	184,6	154,9	374,6	308,5
di cui:						
Stati Uniti	5,2	29,4	44,7	- 0,9	51,2	65,0
Giappone	5,1	12,6	26,9	34,7	115,3	8,2
Regno Unito	2,3	3,5	22,1	9,4	28,7	29,6
altri paesi						
della Comunità europea	9,7	18,5	57,3	85,0	123,6	168,9
Per memoria:						
acquisizioni di titoli azionari	5,0	12,4	24,4	- 18,0	79,0	20,0
di cui:						
Stati Uniti	1,8	3,4	4,9	- 14,5	9,2	- 11,2
Giappone	1,0	2,1	- 11,6	- 13,3	46,8	8,7
Regno Unito	0,5	1,4	10,1	2,6	5,4	9,4
altri paesi						
della Comunità europea	1,1	2,4	13,2	7,0	10,9	8,1
* In parte stime.						
Fonti: FMI, Balance of Payments Statistics; statistiche nazionali.						

Diminuzione  
degli investimenti  
diretti giapponesi

contrazione degli investimenti giapponesi (tabella di pagina 96). Il massiccio flusso degli investimenti giapponesi negli ultimi anni – l'investimento diretto cumulativo è ammontato a oltre \$ 175 miliardi nel periodo di *boom* fra il 1987 e il 1991 – pare aver fruttato un rendimento molto esiguo. Le statistiche giapponesi di bilancia dei pagamenti indicano il totale degli introiti da investimenti diretti per il 1992 in \$ 7,7 miliardi; un importante fattore depressivo è stato esercitato dalle ulteriori perdite registrate sugli investimenti negli Stati Uniti (pari a circa \$ 2 miliardi secondo le statistiche della bilancia dei pagamenti USA). Gli Stati Uniti hanno recuperato la loro posizione di principale paese investitore, e ad essi è ascrivibile circa un quarto dei deflussi complessivi dai paesi industriali nel 1992. Gli investimenti statunitensi in America Latina sono saliti a oltre \$ 11 miliardi, contro \$ 8½ miliardi nella Comunità europea.

Per contro, lo scorso anno gli investimenti esteri negli Stati Uniti, che avevano superato i \$ 50 miliardi annui nella seconda metà degli anni ottanta, hanno assunto segno negativo a seguito della liquidazione di investimenti precedenti. Nonostante la recessione, gli investimenti diretti esteri hanno avuto una discreta tenuta nei rimanenti paesi industriali, e ancora una volta i paesi della Comunità europea hanno accresciuto la loro quota. Le fusioni societarie intraeuropee e l'accresciuta presenza di imprese non comunitarie

Ulteriori forti  
investimenti in  
Europa...



hanno avuto un peso rilevante. La quota preponderante degli investimenti (\$19 miliardi) si è ancora una volta diretta verso il Regno Unito, seguito dalla Francia (\$16 miliardi); un volume di fondi relativamente modesto è affluito in Germania e in Italia (\$3–4 miliardi in entrambi i casi nel 1992). Gli investimenti in Spagna e in Portogallo sono scesi rispetto ai livelli relativamente elevati degli anni recenti.

I flussi di investimenti diretti esteri all'interno dell'Asia hanno teso a spostarsi dal Sud-Est asiatico, area la cui attrattiva si è alquanto attenuata dopo anni di investimenti su vasta scala, verso la Cina, dove sono saliti a quasi \$7 miliardi contro i \$4,4 miliardi del 1991, grazie agli afflussi provenienti da Hong Kong e dalla Cina di Taipei. Anche gli investimenti in America Latina si sono fortemente espansi, e quelli in Europa orientale hanno segnato un sensibile incremento.

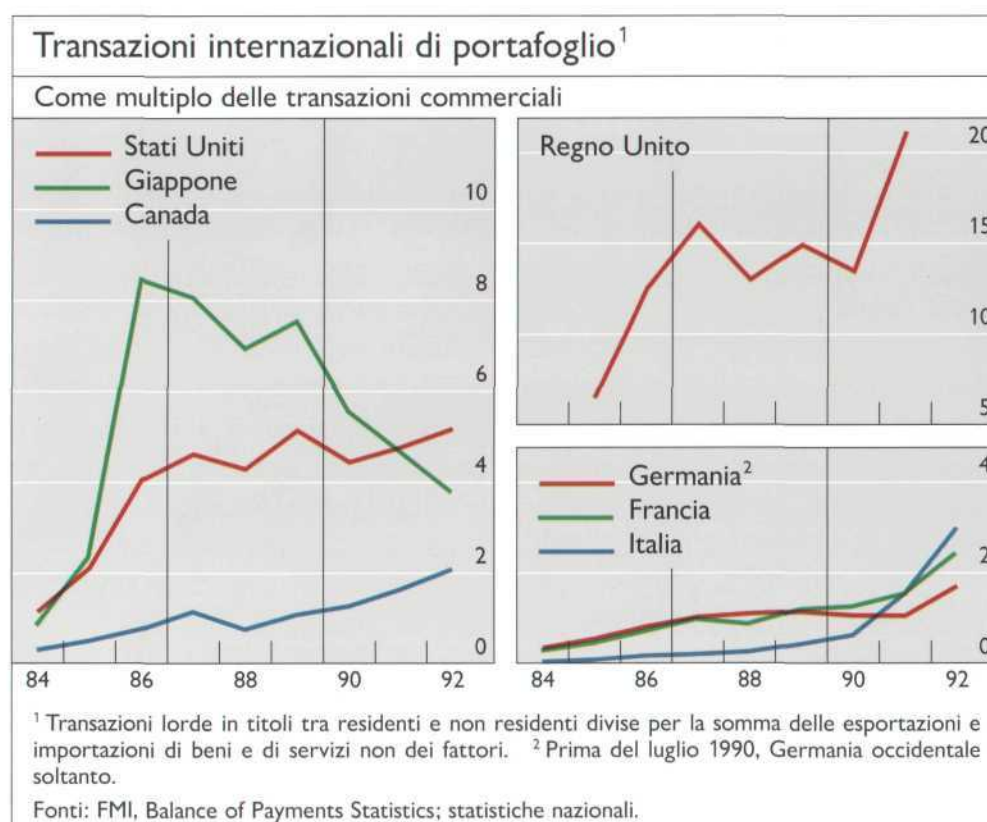
... Asia...

... e America  
Latina

### Investimenti di portafoglio

Nel 1992 gli investimenti di portafoglio si sono contratti pur rimanendo elevati, e i deflussi aggregati hanno totalizzato \$238 miliardi (tabella di pagina 97). I collocamenti del Giappone e del Regno Unito – che avevano svolto un ruolo primario nel 1991 – sono calati, mentre quelli statunitensi si sono leggermente accresciuti. Sono fortemente aumentati invece gli investimenti dell'Europa continentale, fra cui quelli tedeschi, che hanno segnato un nuovo massimo di \$43 miliardi. In effetti, il pronunciato incremento dei flussi da investimenti di portafoglio da e verso l'Europa continentale ha costituito uno degli aspetti salienti degli anni novanta, di riflesso non soltanto all'eliminazione dei controlli valutari sui flussi di capitali, ma anche all'allentamento dei vincoli posti ai collocamenti degli investitori istituzionali in titoli esteri.

Aumento degli  
investimenti di  
portafoglio in  
Europa



Gli afflussi in Europa continentale sono aumentati e hanno totalizzato ben oltre la metà di quelli verso l'insieme dei paesi industriali: le transazioni in obbligazioni sono state preponderanti, essendo decisamente calati gli investimenti netti in titoli azionari esteri. Gli afflussi si sono considerevolmente accresciuti in Germania e in Francia, mentre si sono ridotti in Italia, Spagna e Svezia. In Giappone essi si sono pressoché esauriti, poiché i bassi rendimenti obbligazionari hanno condotto a vendite nette di titoli giapponesi da parte di non residenti, e l'incertezza circa l'andamento della Borsa di Tokyo ha limitato gli acquisti netti di titoli azionari. I non residenti sono stati venditori netti di titoli azionari USA, in quanto la lentezza della ripresa ne aveva scalfito la fiducia; per gran parte dell'anno la flessione dei tassi a lungo termine sul dollaro rispetto a quelli sul marco o ancorati al marco, nonché le aspettative di un indebolimento della moneta americana hanno causato un calo d'interesse degli investitori esteri per le obbligazioni USA. Tuttavia, il sensibile recupero di fiducia nei confronti del dollaro nel quarto trimestre ha indotto massicci afflussi di fondi verso i titoli USA. Benché i dati di bilancia dei pagamenti sugli afflussi di fondi nei PVS siano incompleti, vi sono indicazioni che gli investimenti in questi paesi, segnatamente nel Sud-Est asiatico e in America Latina, sono rimasti sostenuti.

Flussi di portafoglio superiori alle transazioni commerciali

Una conseguenza dell'intensificarsi degli investimenti internazionali in titoli e del volume di transazioni spesso elevato è che le operazioni di portafoglio superano attualmente quelle collegate all'interscambio commerciale, talora di parecchie volte. Per gli Stati Uniti, il Giappone e il Regno Unito questo cambiamento è intervenuto alla metà degli anni ottanta, mentre è stato più recente in Europa continentale (grafico di pagina 98). La forte espansione nel volume dei movimenti di portafoglio in Europa ha inevitabilmente reso i mercati valutari molto più sensibili al variare delle aspettative.

## Movimenti di capitali dei principali paesi

Lo scorso anno le pressioni senza precedenti sulle valute europee hanno influito in modo determinante sui movimenti di capitali in Germania. Per la cronologia dettagliata dello svolgimento degli eventi nel corso dell'anno si rimanda al Capitolo VIII. In breve, si possono delineare tre periodi: anzitutto, una fase di relativa calma sui mercati europei; un periodo successivo di maggiori tensioni culminate in settembre nella svalutazione di due fra le principali monete degli AEC; infine, una situazione di persistente nervosismo che non ha tuttavia raggiunto le punte febbrili della fase precedente.

Massicci afflussi in Germania durante la crisi valutaria...

Nel primo semestre dell'anno il disavanzo di parte corrente tedesco, come pure i modesti deflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio, erano stati finanziati tramite le banche commerciali tedesche, in quanto l'ampliarsi dello scarto fra i tassi d'interesse a breve sul marco e sul dollaro aveva incoraggiato uno spostamento verso le attività in marchi. I mercati europei rimanevano relativamente calmi, e nell'arco di questo semestre gli afflussi di fondi hanno ecceduto il disavanzo corrente di soli DM 10 miliardi (tabella di pagina 100). Agli inizi dell'estate 1992, tuttavia, allorché il dollaro si è ulteriormente indebolito e diverse monete europee hanno iniziato a subire



pressioni nei confronti del marco, il ritmo degli afflussi di fondi in Germania si è intensificato. Gli acquisti esteri di obbligazioni tedesche sono andati aumentando costantemente, mentre le acquisizioni tedesche di titoli esteri sono rallentate e a luglio il precedente deflusso netto risultava annullato. Dalla fine di agosto le pressioni sono andate intensificandosi poiché i mercati finanziari consideravano ormai insostenibili alcune parità all'interno degli AEC, e i capitali privati sono affluiti massicciamente in Germania. Durante il mese di settembre (allorché questi flussi hanno toccato l'apice) i non residenti hanno acquistato titoli tedeschi (principalmente obbligazioni) per DM 33 miliardi e hanno ampliato i depositi presso le banche tedesche di DM 28 miliardi. Gli afflussi netti, compresa una cospicua posta "errori e omissioni" che presumibilmente riflette per lo più movimenti di capitali non registrati, sono stati superiori a DM 86 miliardi e, dato il modesto disavanzo delle partite correnti, la posizione creditoria esterna netta della Bundesbank si è ampliata di DM 82,5 miliardi.

Dopo che la lira e la sterlina erano state lasciate fluttuare liberamente e che il franco francese aveva attraversato un primo periodo di fortissime pressioni, si è avuto un certo riflusso di fondi dalle attività in marchi. In ottobre i depositi dei non residenti presso banche tedesche sono diminuiti e i crediti in marchi ai non residenti sono aumentati, dando luogo a un deflusso netto di fondi tramite le banche commerciali pari a DM 25 miliardi, che ha annullato per tre quarti gli afflussi di settembre. Tuttavia, il perdurare delle incertezze circa gli andamenti delle altre valute europee e le aspettative di una flessione nei tassi a lunga sui titoli in marchi hanno determinato ulteriori,

... solo in parte  
annullati successi-  
vamente

Germania: flussi di capitali								
Periodi	Partite correnti	Movimenti di capitali					Variazioni nella posizione esterna netta di:	
		Totale (compresi errori e omissioni)	di cui:					
			investimenti diretti netti	investimenti esteri in titoli tedeschi	investimenti tedeschi in titoli esteri	transazioni a breve delle banche commerciali	Bundesbank*	banche commerciali
in miliardi di marchi								
1992								
Genn. — giugno	− 19,4	29,7	− 8,0	10,5	− 33,9	57,0	10,3	− 58,6
Luglio	− 7,8	9,4	− 1,7	12,7	− 5,4	− 8,5	1,5	8,1
Agosto	− 1,4	4,8	− 1,2	10,5	− 2,4	3,0	3,3	− 7,7
Settembre	− 3,6	86,1	− 3,1	33,5	2,9	33,1	82,5	− 40,2
Ottobre	− 2,5	− 35,5	− 0,1	21,3	− 10,6	− 24,9	− 38,0	15,3
Novembre	− 0,7	− 0,4	− 1,9	8,3	− 9,0	− 2,2	− 1,1	− 3,7
Dicembre	− 4,8	15,0	− 6,0	30,1	− 9,7	6,7	10,2	− 21,3
1993								
Gennaio	− 5,3	− 6,1	− 1,6	31,7	− 11,3	11,8	− 11,3	− 15,1
Febbraio	n.d.	n.d.	0,1	24,1	− 12,4	− 6,3	− 12,1	− 1,7
Luglio 1992– genn. 1993	− 26,2	73,3	− 15,6	148,2	− 45,5	19,0	47,1	− 64,5
* La variazione nella posizione esterna netta della Bundesbank risulta dalla somma delle partite correnti e dei movimenti di capitali.								
Fonte: Deutsche Bundesbank.								

Movimenti di capitali: Stati Uniti e Giappone							
Voci	1988	1989	1990	1991	1992	1992	
						1° sem.	2° sem.
		in miliardi di dollari USA					
Stati Uniti							
Movimenti di capitali	90,3	118,1	60,5	-18,9	20,7	-17,1	37,9
di cui: investimenti diretti	41,8	38,9	12,4	-15,6	-39,3	-21,4	-17,8
titoli <sup>1</sup>	38,7	46,3	-29,7	6,1	16,3	7,4	8,9
fondi bancari non compresi							
sopra	13,9	12,1	23,8	-18,4	47,0	21,8	25,3
discrepanza statistica	-0,1	2,4	47,4	-1,1	-13,1	-36,3	23,2
Variazioni nella posizione monetaria							
ufficiale netta <sup>2</sup>	36,3	-17,0	29,9	22,6	41,7	41,8	-0,1
Giappone							
Movimenti di capitali	-64,2	-81,9	-56,6	-90,0	-118,9	-63,0	-55,9
di cui: investimenti diretti	-34,7	-45,2	-46,3	-29,4	-14,5	-5,7	-8,8
titoli	-66,7	-28,0	-5,0	41,0	-26,2	-0,8	-25,4
fondi bancari non compresi							
sopra	44,5	8,6	-13,6	-93,5	-73,0	-65,5	-7,5
discrepanza statistica	2,8	-22,0	-20,9	-7,8	-10,5	6,9	-17,4
Variazioni nella posizione monetaria							
ufficiale netta <sup>2</sup>	-15,5	24,7	20,9	17,1	1,4	6,7	-5,3

<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, al netto degli effetti di cambio. Il segno - indica un aumento delle attività ufficiali.

<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, al netto degli effetti di cambio. Il segno - indica un aumento delle attività ufficiali.

massicci acquisti dall'estero di titoli tedeschi. Peraltro, in misura significativa questi acquisti "esteri" sono effettuati da fondi d'investimento stranieri che a loro volta offrono investimenti denominati in marchi ai residenti tedeschi: l'afflusso netto in conto titoli si è quindi ridotto a circa DM 11 miliardi. Nel complesso, i deflussi non ufficiali netti sono ammontati in ottobre a oltre DM 35 miliardi, determinando un deflusso di poco meno della metà nelle attività esterne accumulate dalla Bundesbank in settembre.

Dopo che in novembre vi erano stati soltanto flussi di modesta entità, in dicembre si sono avuti nuovi cospicui afflussi, e la domanda estera netta di titoli tedeschi è rimasta sostenuta fino a gennaio avanzato. Di conseguenza, agli inizi del 1993 era stata annullata solo parte del massiccio afflusso di fondi in Germania. Nei sette mesi dal luglio 1992 al gennaio 1993 gli afflussi privati netti sono ammontati a oltre DM 73 miliardi, ossia quasi tre volte il disavanzo corrente, determinando quindi un incremento di DM 47 miliardi nella posizione esterna netta della banca centrale.

Lo scorso anno l'aggravarsi del disavanzo corrente USA è coinciso con il massimo volume di investimenti diretti netti esteri sull'arco di molti anni. L'incremento di \$ 42 miliardi nelle attività ufficiali estere detenute negli Stati Uniti ha costituito la principale contropartita finanziaria nel primo semestre 1992 (tabella precedente); le attività dei PVS non OPEC sono aumentate di \$ 22 miliardi, dopo una precedente espansione di \$ 32 miliardi nel 1991. Tuttavia, nel terzo trimestre le attività ufficiali estere negli Stati Uniti, a seguito dei

Il disavanzo USA finanziato con accresciute disponibilità ufficiali di dollari...



massicci interventi delle banche centrali europee sui mercati valutari, hanno segnato una contrazione di oltre \$7 miliardi, peraltro in gran parte annullata nel trimestre successivo. Nel secondo semestre dell'anno si sono avuti cospicui afflussi di fondi tramite il sistema bancario, in quanto i non residenti hanno continuato a rimborsare crediti concessi dalle banche USA e le banche a capitale estero hanno raccolto fondi al di fuori degli Stati Uniti (Capitolo V). In seguito alle forti spinte al rialzo sul dollaro nell'ultimo trimestre, si sono avuti massicci acquisti esteri di titoli USA.

... e con afflussi di fondi tramite le banche

L'incremento dell'eccedenza delle partite correnti giapponesi è stato finanziato nel primo semestre 1992 da un'ulteriore forte contrazione delle passività esterne delle banche giapponesi, che hanno continuato a ridimensionare la loro attività internazionale. Tuttavia, nel secondo semestre dell'anno questo ridimensionamento – la principale posta di finanziamento anche nel 1991 – sembra essersi sostanzialmente esaurito. Nel secondo semestre i deflussi netti in conto titoli si sono intensificati, soprattutto a seguito di acquisti molto più cospicui di obbligazioni estere da parte di operatori nipponici unitamente a forti vendite estere di obbligazioni giapponesi, di riflesso al calo dei rendimenti di queste ultime rispetto a quelli dei titoli denominati in marchi e in dollari.

Giappone

## Riserve internazionali non auree

Il totale delle riserve internazionali è salito lo scorso anno di \$21,8 miliardi, con un incremento pari al 2,3% soltanto; a tassi di cambio costanti, la variazione è stata del 6,5%, in quanto il dollaro USA si è apprezzato nei confronti di tutte le monete ad eccezione dello yen. D'altro canto, le disponibilità ufficiali auree, valutate a prezzo di mercato, si sono contratte di \$22 miliardi (Capitolo V).

Modesta crescita delle riserve totali

I massicci interventi sui mercati valutari europei rappresentano il fattore che ha maggiormente contribuito a determinare l'evoluzione delle riserve dei singoli paesi lo scorso anno. Le disponibilità ufficiali della *Germania* si sono ampliate del 44%, salendo a \$91 miliardi alla fine del 1992 e facendo di questo paese il maggior detentore di riserve ufficiali del mondo. In effetti, le riserve ammontavano a \$119 miliardi nel settembre 1992 in conseguenza del sostegno fornito ai paesi europei le cui valute erano sotto pressione; a seguito del rimborso della maggior parte di questi crediti, le disponibilità ufficiali si sono ridotte. L'*Italia* ha registrato lo scorso anno un sensibile calo delle riserve lorde, le quali sono scese di \$20 miliardi, toccando il livello minimo dal 1986. Questa contrazione è intervenuta nei primi otto mesi dell'anno. Dopo la sospensione della partecipazione della lira agli AEC, a metà settembre, le disponibilità ufficiali sono andate aumentando per tre mesi, ma si sono ridotte nuovamente in dicembre in seguito a rinnovate pressioni sulla lira. Le riserve della *Spagna* hanno registrato una contrazione di più di \$20 miliardi, superiore a quella di ogni altro paese. Il cospicuo nuovo indebitamento ufficiale ha invece limitato la flessione delle riserve lorde del *Regno Unito* e contribuito all'espansione di quelle della *Svezia*.

Gli interventi influiscono sui movimenti delle riserve in Europa

Nel caso degli *Stati Uniti*, la diminuzione di \$6 miliardi delle riserve in

Riserve ufficiali non auree					
Paesi e aree	Variazioni				Consi- stenze a fine 1992
	1989	1990	1991	1992	
	in miliardi di dollari USA				
Paesi industriali	30,6	87,3	- 15,7	- 26,0	556,1
di cui:					
Germania	2,4	6,8	- 4,4	27,9	90,9
Giappone	- 12,8	- 5,5	- 6,4	- 0,4	71,6
Stati Uniti	26,8	8,7	- 5,6	- 6,4	60,3
Spagna	4,4	9,7	14,7	- 20,4	45,5
Regno Unito	- 9,3	1,1	6,0	- 5,3	36,6
Italia	12,1	15,9	- 14,0	- 19,9	28,8
Francia	- 0,7	12,1	- 5,4	- 4,3	27,0
Paesi dell'Europa orientale <sup>1</sup>	2,4	- 8,2	- 4,8	2,1	15,2
di cui:					
Ungheria	- 0,2	- 0,2	2,9	0,9	4,9
Polonia	0,3	2,2	- 0,9	0,5	4,1
Cecoslovacchia	0,6	- 1,1	2,1	- 0,2	1,1
NIEs dell'Asia <sup>2</sup>	5,4	6,2	15,2	9,1	139,3
di cui:					
Cina di Taipei	- 0,7	- 0,8	10,0	- 0,1	82,3
Singapore	3,3	7,4	6,4	5,8	39,9
Corea del Sud	2,8	- 0,4	- 1,2	3,4	17,1
Altri paesi in via di sviluppo	7,3	34,9	54,6	36,6	271,9
di cui:					
Cina	- 0,6	11,6	14,1	2,7	46,4
Brasile	0,6	- 0,1	0,6	14,5	22,5
Tailandia	3,4	3,8	4,2	2,8	20,4
Malaysia	1,3	2,0	1,1	8,6	19,4
Messico	1,1	3,5	7,9	1,2	19,0
Egitto	0,3	1,2	2,6	5,5	10,8
Arabia Saudita	- 3,8	- 5,1	0,0	- 5,7	5,9
India	- 1,0	- 2,3	2,1	2,1	5,8
Totale	45,7	120,2	49,3	21,8	982,5
Per memoria:					
riserve per tipo di strumento					
valute estere	51,4	117,3	41,2	22,0	849,1
posizioni di riserva sul FMI	- 4,6	0,3	3,2	9,6	46,6
DSP	- 0,2	2,0	0,4	- 11,7	17,7
ECU ufficiali	- 0,9	0,6	4,5	1,9	69,1

<sup>1</sup> Albania, Bulgaria, Cecoslovacchia, ex Jugoslavia, Polonia, Romania, Ungheria ed ex Unione Sovietica. I dati relativi ad Albania e Bulgaria si riferiscono ai depositi presso le banche dichiaranti alla BRI. <sup>2</sup> Esclusa Hong Kong.

<sup>1</sup> Albania, Bulgaria, Cecoslovacchia, ex Jugoslavia, Polonia, Romania, Ungheria ed ex Unione Sovietica. I dati relativi ad Albania e Bulgaria si riferiscono ai depositi presso le banche dichiaranti alla BRI. <sup>2</sup> Esclusa Hong Kong.

valuta è attribuibile a una serie di operazioni fuori mercato con la Bundesbank, simili a quelle intraprese nel 1991 per far scendere le disponibilità valutarie incrociate dei due paesi a livelli commisurati alle esigenze del momento.

Paesi in via  
di sviluppo

Quanto ai PVS, si è avuta un'ulteriore cospicua espansione delle riserve ufficiali non auree, con aumenti particolarmente forti nei paesi a medio reddito dell'America Latina e dell'Asia. Il Brasile, che ha ampliato di \$ 14,5 miliardi



le proprie disponibilità, ha registrato il maggior incremento fra i PVS. In Asia le più ampie acquisizioni si sono avute in Malaysia, Singapore e Corea del Sud. Le riserve dell'Egitto sono più che raddoppiate, salendo a \$ 10,8 miliardi, mentre quelle dell'Arabia Saudita hanno segnato un declino di \$ 5,7 miliardi. Inoltre, i PVS più poveri hanno continuato a soffrire di una grave penuria di liquidità internazionale.

Lo scorso anno si sono avute significative variazioni nelle componenti delle riserve collegate al FMI. La flessione di \$ 11,7 miliardi nelle *disponibilità in DSP* rispecchia i trasferimenti di attività di riserva al FMI effettuati nell'ultimo trimestre 1992 per ottemperare all'aumento delle sottoscrizioni nell'ambito della nona revisione generale delle quote. I paesi industriali, in particolar modo, hanno avuto la tendenza ad utilizzare DSP per far fronte a questi esborsi, in quanto le loro attività in DSP sarebbero presumibilmente aumentate a seguito dei prelievi nelle monete utilizzabili a tal fine da parte dei paesi bisognosi di risorse del FMI. L'incremento delle quote è stato il principale fattore all'origine dell'espansione di \$ 9,6 miliardi nelle *posizioni di riserva sul FMI*. Nonostante la concessione di crediti denominati in ECU di eccezionale ammontare ai paesi membri dello SME le cui valute erano sotto pressione, l'importo complessivo delle riserve detenute in *ECU ufficiali* si è accresciuto di soli \$ 1,9 miliardi, in quanto i crediti erogati in autunno a paesi aderenti agli AEC erano stati rimborsati per oltre due terzi alla fine dell'anno.

Effetto del nono incremento delle quote sulle disponibilità di DSP e sulle posizioni di riserva sul FMI

## V. I mercati internazionali dei capitali

### Aspetti salienti

Sullo sfondo di andamenti economici e finanziari insoddisfacenti, il 1992 è stato un anno ricco di sviluppi sui mercati internazionali dei capitali. Sotto l'influsso di forze vigorose, ma agenti in direzioni opposte, i diversi settori hanno mostrato divergenze e fluttuazioni importanti nel corso dell'anno. In particolare, le turbolenze valutarie hanno rappresentato la causa principale del repentino arresto nella contrazione del credito bancario nel terzo trimestre. Esse hanno altresì stimolato le transazioni in titoli denominati in monete-rifugio, a scapito dei comparti valutari ad alto rendimento. La flessione generalizzata dei tassi d'interesse a lungo termine ha dato impulso all'attività di finanziamento e rifinanziamento in strumenti a più lunga scadenza, a scapito dei titoli a breve. La maggiore erraticità dei cambi e dei tassi d'interesse sul breve periodo ha altresì incoraggiato il ricorso a strumenti derivati per la gestione dei rischi ad essa connessi. Un ulteriore influsso espansivo è provenuto dal maggiore fabbisogno del settore pubblico per finanziare i crescenti disavanzi di bilancio e, in taluni casi, per ricostituire le riserve valutarie esaurite. Nel contempo, la crescente istituzionalizzazione della gestione di portafoglio in un contesto di deregolamentazione, ha favorito gli investimenti internazionali. Tra gli altri fattori di crescita del mercato vanno annoverati il vigore delle economie asiatiche e il rinnovato accesso dei paesi latino-americani al finanziamento spontaneo.

D'altro lato, vi sono stati sostanziali impedimenti alla crescita dei mercati. Anzitutto, la generale debolezza dell'economia e i declassamenti del merito di credito, in parte ad essa collegati, hanno esercitato un effetto frenante sia sulla domanda sia sull'offerta di fondi in tutti i settori. In secondo luogo, il massiccio indebitamento del settore pubblico, congiuntamente a una maggiore selettività degli investitori, ha accentuato l'estromissione dal mercato dei mutuatari non di prim'ordine, e l'erogazione differenziata del credito ha riguardato anche il settore pubblico. In terzo luogo, l'andamento depresso dei mercati azionari ha limitato il ricorso al finanziamento in strumenti collegati ad azioni, in presenza di un rapido aumento dei riscatti. Infine, la concorrenza dei mercati interni della *commercial paper* (CP) ha contribuito ad allontanare i mutuatari dall'euromercato, benché, in considerazione delle differenze nel quadro normativo o nello stesso processo di liberalizzazione, vi sia stato anche uno spostamento verso determinati comparti eurovalutari.

Ancor più che nel 1991, nel primo semestre dello scorso anno il contesto generale ha frenato l'attività internazionale delle banche. Le crisi bancarie in diversi paesi, congiuntamente ai cospicui accantonamenti per perdite su crediti, alla debolezza del mercato azionario e all'applicazione dei nuovi criteri di adeguatezza patrimoniale, hanno accentuato questo ridimensionamento dell'attività.



Finanziamento netto sui mercati internazionali (stime)							
Componenti del finanziamento internazionale netto	Variazioni <sup>1</sup>						Consistenze a fine 1992
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	
	in miliardi di dollari USA						
Totale attività esterne delle banche dichiaranti <sup>2</sup>	601,8	436,1	684,9	608,3	- 54,7	180,5	6.197,6
Attività sull'interno in valuta estera	163,0	74,8	122,2	105,9	- 48,7	- 24,7	1.154,0
meno: <i>ridepositi interbancari</i>	444,8	250,9	397,1	249,2	- 183,4	- 39,2	3.691,6
A = Credito bancario internazionale netto <sup>3</sup>	320,0	260,0	410,0	465,0	80,0	195,0	3.660,0
B = Collocamenti netti di euronotes	23,4	19,5	6,9	30,9	32,5	37,5	176,9
Totale emissioni obbligazionarie internazionali perfezionate	180,5	221,6	264,7	239,8	319,7	340,0	
meno: <i>rimborsi e riacquisti</i>	72,6	82,5	89,4	107,9	149,3	222,5	
C = Finanziamento netto mediante obbligazioni internazionali	107,9	139,1	175,3	131,9	170,4	117,5	1.687,2
D = A + B + C = Totale finanziamento internazionale	451,3	418,6	592,2	627,8	282,9	350,0	5.524,1
meno: <i>duplicazioni</i> <sup>4</sup>	51,3	68,6	77,2	77,8	37,9	70,0	584,1
E = Totale finanziamento internazionale netto	400,0	350,0	515,0	550,0	245,0	280,0	4.940,0

Nota: l'inclusione, per la prima volta a fine settembre 1990, delle posizioni delle banche situate nei cinque Länder della Germania orientale ha accresciuto di circa \$ 20 miliardi l'espansione registrata nelle attività sull'estero delle banche dichiaranti. Nel contempo, le posizioni verso l'ex Repubblica democratica tedesca sono state attribuite alla Germania.

<sup>1</sup> I dati di flusso per le posizioni bancarie e, dal 1990, i collocamenti in euronotes sono convertiti a tassi di cambio costanti di fine trimestre, le obbligazioni 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 nelle filiali di banche USA a Panama. <sup>3</sup> Esclusi i ridepositi stimati fra banche dichiaranti. <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.

Tuttavia tali fattori sono stati in seguito, seppure temporaneamente, eclissati dagli sconvolgimenti sui mercati valutari, in quanto le banche in Europa hanno svolto un ruolo di intermediazione di primo piano nell'offerta o nel riassorbimento di singole valute.

Sui mercati mobiliari vi sono state parimenti differenze notevoli fra i vari settori e periodi. Mentre l'elevato volume delle facilitazioni non utilizzate in favore di mutuatari di prim'ordine ha frenato un'ulteriore crescita del segmento a breve, l'ampliamento della gamma di tecniche e di strumenti disponibili ha agevolato i programmi per l'emissione di *euronotes* a medio termine (EMTN). Sul mercato obbligazionario internazionale, l'accresciuto indebitamento del settore pubblico nel comparto tradizionale a tasso fisso, da un lato, e i rimborsi di titoli collegati ad azioni, dall'altro, si sono tradotti in una crescita del totale dei titoli in essere pari al 7,5%. Nonostante la flessione dei rendimenti a lungo termine, che ha incoraggiato i mutuatari a finanziarsi ai tassi prevalenti, il mercato ha risentito negativamente della pronta disponibilità di altre fonti di finanziamento, in particolare le facilitazioni per l'emissione di EMTN. Lo spostamento a scapito di taluni settori in occasione della crisi valutaria è stato drastico nel caso dell'ECU: l'improvviso mutamento di aspettative a riguardo del Sistema monetario europeo e i dubbi circa le prospettive di ratifica del

Trattato di Maastricht hanno duramente colpito questo comparto in giugno, e le difficoltà si sono ulteriormente acuite dopo l'estate.

Alla crisi valutaria europea va anche ricondotto l'enorme aumento dell'attività in strumenti derivati trattati presso le borse, registrato nel periodo di maggiore turbolenza, fra agosto e ottobre. In considerazione della volatilità senza precedenti dei tassi d'interesse a breve e dei problemi di liquidità di diversi mercati a pronti sottostanti, gli operatori hanno cercato di tutelarsi ricorrendo alle opportunità di copertura offerte dagli strumenti derivati. Anche i principali mercati fuori-borsa degli *swaps* e degli strumenti collegati a *swaps* hanno continuato a espandersi a ritmo rapido, ma sono emerse difficoltà nel comparto delle opzioni fra valute europee e su strumenti collegati a tassi d'interesse.

## Il mercato bancario internazionale

Forte espansione dell'attività durante la crisi valutaria...

Il ritorno a una modesta crescita, di 2 punti percentuali su base annua, degli aggregati bancari complessivi nel 1992 è dovuto esclusivamente all'eccezionale espansione segnata nel terzo trimestre, allorché le tensioni sui mercati valutari europei hanno toccato l'apice. Sebbene i flussi siano andati rallentando in seguito, essi sono stati sufficientemente ampi da causare forti spostamenti

Aspetti salienti dell'attività bancaria internazionale					
Impieghi e raccolta del credito bancario internazionale	Variazioni depurate dagli effetti di cambio				Consistenze a fine 1992
	1989	1990	1991	1992	
	in miliardi di dollari USA				
A = Attività verso paesi esterni all'area dichiarante di cui: verso soggetti non bancari	- 1,7 - 11,7	- 11,9 - 9,6	8,1 - 0,7	63,7 17,7	813,2 412,8
B = Attività verso residenti all'interno dell'area dichiarante	793,8	680,8	- 103,9	88,2	6.421,7
1) Attività verso soggetti non bancari	229,7	284,4	100,8	89,8	1.878,6
2) Impiego di fondi per crediti sull'interno	167,0	147,2	- 21,3	37,6	851,5
3) Ridepositi interbancari	397,1	249,2	- 183,4	- 39,2	3.691,6
C = Partite non classificate	15,0	45,4	- 7,6	3,8	116,8
D = A + B + C = Totale attività bancarie internazionali lorde	807,1	714,2	- 103,4	155,8	7.351,6
E = D - B 3) = Credito bancario internazionale netto (stime)	410,0	465,0	80,0	195,0	3.660,0
A = Passività verso paesi esterni all'area dichiarante di cui: verso soggetti non bancari	57,6 29,7	92,2 37,7	- 12,4 - 12,1	11,8 - 9,5	717,4 307,1
B = Passività verso residenti all'interno dell'area dichiarante	720,4	626,2	- 201,6	84,8	6.048,7
1) Passività verso soggetti non bancari*	158,1	175,7	16,4	93,0	1.241,2
2) Offerta di fondi interni	148,6	165,1	20,2	64,5	1.282,3
3) Ridepositi interbancari	413,7	285,4	- 238,2	- 72,7	3.525,2
C = Partite non classificate	45,7	32,0	55,8	25,7	419,0
D = A + B + C = Totale passività bancarie internazionali lorde	823,7	750,4	- 158,2	122,3	7.185,2

\* 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.



negli aggregati in termini di valute, di centri dichiaranti e di nazionalità delle istituzioni dichiaranti. Se si prescinde da questi influssi particolari, i fattori sottostanti che avevano causato la flessione dell'attività nel 1991 sono rimasti invariati. In particolare, le banche giapponesi hanno proseguito il ridimensionamento delle loro operazioni internazionali, che ha contribuito in misura più che proporzionale alla contrazione dell'attività interbancaria. Inoltre, le banche di alcuni paesi nordici si sono ritirate dal mercato, a seguito di difficoltà di finanziamento e dei rimborsi di prestiti in valuta da parte dei loro clienti. Per contro, altre banche europee hanno beneficiato degli ampi flussi di capitali connessi alle perturbazioni valutarie.

Analogamente, l'espansione del 6% nel credito bancario al netto dei ridepositi è stata gonfiata dagli afflussi e dai deflussi di fondi in occasione della crisi valutaria. Oltre che dalla raccolta o dall'offerta netta di fondi interni e dalle conversioni valutarie effettuate dalle stesse banche dichiaranti durante la crisi, il principale contributo al credito finale all'interno dell'area dichiarante è provenuto dall'ammontare record delle operazioni in euromarchi con il settore non bancario tedesco e dalla forte domanda di credito negli Stati Uniti. Nel contempo, l'espansione del credito bancario ai paesi esterni all'area dichiarante è stata la più elevata degli ultimi dieci anni, in presenza di una forte domanda di prestiti dei PVS, soddisfatta peraltro selettivamente e a condizioni restrittive. Complessivamente, se si prescinde dall'importante attività di intermediazione svolta dalle banche dichiaranti durante la crisi valutaria, le loro operazioni internazionali sono state frenate dall'interazione di fattori quali la lenta crescita economica, la conseguente debolezza della domanda di credito, un'accresciuta percezione del rischio e, in taluni casi specifici, i nuovi requisiti di adeguatezza patrimoniale.

... in un mercato  
altrimenti debole

#### *Le banche dichiaranti e la crisi valutaria*

Come si rileva solo parzialmente dalla tabella a fronte, le turbolenze intervenute sui mercati valutari europei nel secondo semestre del 1992 hanno causato consistenti flussi valutari netti fra i sistemi bancari nazionali e i corrispondenti settori dell'euromercato. Da una parte, un considerevole volume di fondi in moneta nazionale è stato esportato dalle banche dei paesi le cui monete si sono trovate sotto pressione. A questo riguardo, sono state particolarmente rilevanti le esportazioni nette di moneta nazionale da parte delle banche situate in Francia (\$ 24 miliardi) e Regno Unito (\$ 11 miliardi) nel corso del terzo trimestre, allorché la speculazione contro le rispettive valute aveva toccato il culmine. I fondi sono stati in parte assorbiti da altre banche dichiaranti (eurobanche) e ceduti sui mercati valutari. Questo andamento è illustrato dalle variazioni nelle posizioni nette in valuta estera di queste banche: in particolare uno spostamento di \$ 21 miliardi nella loro posizione netta in franchi francesi, divenuta passiva, e un incremento di \$ 5 miliardi delle passività nette in sterline. Tuttavia, sono opportune due precisazioni. In primo luogo, le variazioni nelle posizioni nette delle eurobanche derivanti da conversioni di valuta potrebbero essere state causate soltanto in misura marginale dall'assunzione di posizioni sui mercati valutari da parte delle banche stesse; verosimilmente esse hanno costituito per lo più la contropartita di operazioni a termine, in particolare di vendite a termine di queste valute da parte della clientela. In secondo

Ampi deflussi  
bancari in Europa  
dalle valute sotto  
pressione ...

Andamenti delle posizioni valutarie nette delle banche*										
Valute	Posizioni esterne in moneta nazionale					Posizioni esterne e sull'interno in valuta estera				
	Anni		1992		Consi- stenze a fine 1992	Anni		1992		Consi- stenze a fine 1992
	1991	1992	3° trim.	4° trim.		1991	1992	3° trim.	4° trim.	
	in miliardi di dollari USA									
Dollaro USA	5,4	-52,8	-25,6	-11,6	-119,5	-34,4	52,3	22,1	4,3	63,0
Corona svedese	0,4	-1,0	2,3	-0,9	-2,4	..	..	..	..	..
Fiorino olandese	2,3	-11,2	-4,9	-8,6	-0,1	-4,8	-3,1	0,8	0,6	-8,4
Franco belga	5,5	-3,9	-2,9	-1,3	-6,8	-6,0	1,1	-1,1	2,5	-6,2
Franco francese	-12,3	37,8	24,0	10,6	-6,1	2,2	-34,4	-20,6	-5,4	-22,3
Franco svizzero	-6,5	-7,2	-2,6	-1,9	25,4	7,9	10,0	4,6	5,2	-4,5
Lira	4,4	2,3	0,3	-3,1	-11,7	4,8	-2,8	-5,7	3,9	16,0
Marco	-11,4	-41,4	-20,7	9,7	60,9	0,8	-2,3	32,2	-31,9	-61,4
Peseta	-0,6	10,8	3,5	3,3	-1,0	..	..	..	..	..
Sterlina	5,9	14,5	11,0	-0,7	-47,9	-6,7	-0,4	-4,7	1,9	-13,3
Yen	82,1	45,4	-3,0	7,8	245,8	-8,7	-17,0	9,5	-3,5	2,8
ECU						4,6	4,6	14,6	5,7	4,3

Nota: il segno - indica un calo delle attività o un incremento delle passività; per le consistenze, passività nette.

\* Solo banche nei paesi industriali dichiaranti; variazioni a tassi di cambio costanti di fine trimestre.

luogo, poiché le segnalazioni alla BRI sono basate soltanto su dati di fine trimestre, le variazioni registrate possono non riflettere appieno la portata delle posizioni assunte in connessione con la crisi valutaria.

... verso le  
monete giudicate  
forti

D'altra parte, lo spostamento verso monete-rifugio si è riflesso in particolare nelle importazioni nette di fondi da parte delle banche situate in Germania, nei paesi del Benelux, in Svizzera e, in minor misura, negli Stati Uniti, nonché negli acquisti netti delle banche situate al di fuori dei paesi di emissione. Consistenti afflussi di fondi sono stati registrati dalle banche nei paesi del Benelux, a seguito delle ulteriori pressioni al rialzo su fiorino olandese e franco belga negli ultimi mesi dell'anno. Nel caso del marco, la posizione debitoria netta delle banche situate al di fuori della Germania è rimasta complessivamente invariata nel secondo semestre dell'anno. Tuttavia, essa è il risultato netto di una contrazione di \$ 32 miliardi nel terzo trimestre, che è stata pienamente annullata dai deflussi di capitali dal sistema bancario tedesco intervenuti nei tre mesi successivi, allorché la speculazione contro altre importanti valute europee si è placata. Nell'ultimo trimestre hanno anche avuto luogo esportazioni di fondi su vasta scala da parte del settore non bancario tedesco, in previsione dell'introduzione di una ritenuta fiscale sui redditi da interessi, e rimborsi di strumenti debitori denominati in marchi da parte di società dei paesi nordici, che hanno accentuato gli effetti della liquidazione di precedenti posizioni assunte in favore del marco.

Particolare  
evoluzione  
del mercato  
dell'ECU

Nel corso del secondo semestre vi sono state due principali eccezioni a questo quadro generale. In assenza di una contropartita interna, le banche hanno fatto fronte agli ingenti prelievi di depositi in ECU di soggetti non bancari e detentori ufficiali ricostituendo gli ECU con le monete componenti. In effetti, mentre la forte domanda di attività denominate in ECU aveva fatto passare la posizione netta delle banche dichiaranti da un attivo di \$ 1 miliardo a



fine 1991 a un passivo di \$ 16 miliardi a fine giugno 1992, successivamente è intervenuta una variazione di segno contrario e di entità ancora maggiore (si veda anche a pagina 131). L'altra principale eccezione all'andamento dei fondi collegato ai mercati valutari ha interessato il comparto dello yen. A prescindere dalla crisi valutaria in Europa, le operazioni in questa moneta hanno continuato a riflettere essenzialmente la diminuita presenza delle banche giapponesi sui mercati internazionali. Poiché il calo delle passività ha sopravanzato quello delle attività, la posizione creditoria netta sull'estero in yen delle banche in Giappone si è ampliata, mentre il mercato dell'euroyen da prestatore netto è divenuto fornitore netto di questa moneta.

#### *Andamenti nei singoli centri di mercato*

Alla luce degli sviluppi dianzi illustrati, il contrasto fra il forte aumento delle operazioni bancarie sull'estero in Europa e la riduzione delle posizioni in essere delle banche in altri paesi dichiaranti alla BRI non è affatto sorprendente. Va tuttavia rilevato che quasi due terzi dell'espansione complessiva del 90% registrata in Europa sono attribuibili alle banche nel Regno Unito e in Francia. Le esportazioni di fondi in moneta nazionale e le transazioni sull'euromercato collegate con l'andamento delle monete di questi due paesi hanno costituito i fattori determinanti. Una forte crescita delle attività esterne è stata altresì registrata dalle banche del Lussemburgo, il più importante centro dell'euro-marco nel continente europeo, e da quelle in Spagna, in quest'ultimo caso a seguito di massicce esportazioni di fondi nel secondo semestre. Per contro, i cospicui afflussi di fondi in moneta nazionale in Germania e nei Paesi Bassi hanno comportato incrementi molto maggiori delle passività esterne delle banche residenti rispetto alle loro attività sull'estero.

Passando a esaminare i mercati extraeuropei, la più forte contrazione è stata segnata dalle banche in Giappone, le cui attività internazionali aggregate si sono ridotte di \$ 127 miliardi, dopo il calo di \$ 114 miliardi del 1991. Per quanto strettamente collegata agli andamenti interni in Giappone, questa decelerazione è stata accentuata dalla riduzione delle posizioni fra le case-madri in Giappone e le loro filiazioni all'estero, alle quali è imputabile quasi la metà della contrazione totale. Analogamente a quanto avvenuto nel 1991, il calo delle passività è stato molto più pronunciato e, di conseguenza, la posizione creditoria netta sull'estero del sistema bancario giapponese si è ampliata di \$ 71 miliardi, che hanno rappresentato la principale contropartita dell'avanzo corrente di \$ 118 miliardi del paese. Il finanziamento netto delle affiliate estere delle banche giapponesi e i parziali rimborsi di yen precedentemente importati tramite i vicini centri *offshore*, al fine di eludere le restrizioni interne, hanno costituito le principali componenti di tale deflusso netto.

Il ridimensionamento dell'attività delle banche giapponesi ha frenato l'espansione negli altri centri di mercato asiatici, ove esse svolgono un ruolo di primo piano, nonostante il *boom* delle operazioni di questi centri con il Medio Oriente e il Sud-Est asiatico. Analogamente, alle affiliate USA delle banche giapponesi va ascritto il 70% della flessione, pari a \$ 25 miliardi, segnata dalle attività esterne delle banche situate negli Stati Uniti, nonché una parte consistente degli afflussi netti di fondi, per \$ 63 miliardi, al sistema bancario USA.

Impatto dei flussi valutari sulle transazioni fra i vari centri

Forti flussi netti di capitali tramite il sistema bancario in Giappone ...

... e negli Stati Uniti

## Andamenti delle posizioni bancarie nei singoli centri dichiaranti

Posizioni delle banche situate in		Variazioni depurate dagli effetti di cambio						Consistenze a fine 1992		
		1991			1992			Posizioni esterne		Posizioni sull'in-terno in valuta
		Posizioni esterne		Posizioni sull'in-terno in valuta	Posizioni esterne		Posizioni sull'in-terno in valuta	in moneta nazionale	in valuta estera	
		in moneta nazionale	in valuta estera		in moneta nazionale	in valuta estera				
in miliardi di dollari USA										
Regno Unito	A	-10,0	-41,9	14,9	24,0	64,4	10,0	86,2	933,5	266,2
	P	-15,9	-27,5	5,4	9,5	56,7	10,8	134,1	983,7	228,4
Francia	A	5,5	-20,0	- 9,9	50,1	25,4	9,9	114,1	349,9	75,6
	P	17,8	0,9	- 6,7	12,3	10,6	9,4	120,2	375,5	62,8
Svizzera	A	- 8,2	1,7	- 0,2	- 8,5	14,5	- 0,2	88,0	291,6	18,9
	P	- 1,8	1,9	- 2,8	- 1,3	5,1	1,9	62,6	241,4	61,2
Lussemburgo	A	0,7	17,7	0,7	1,7	38,4	13,1	6,8	325,4	59,4
	P	0,1	11,5	5,3	0,9	22,5	23,5	5,7	280,2	85,2
Germania	A	- 6,4	16,6	1,3	-16,0	22,1	2,8	205,4	163,2	11,5
	P	5,0	7,3	- 0,6	25,3	25,0	1,5	144,5	126,3	11,3
Belgio	A	3,2	- 1,6	1,7	- 1,7	10,6	- 2,7	14,4	182,4	51,3
	P	- 1,7	- 4,4	2,0	3,0	5,9	- 1,2	22,3	182,6	45,0
Italia	A	3,3	1,2	13,8	2,7	1,5	30,1	11,0	93,8	129,5
	P	- 1,2	26,2	1,7	0,3	30,5	27,1	22,7	221,0	43,6
Paesi Bassi	A	6,4	0,9	6,8	- 7,7	10,1	1,9	29,6	141,0	32,7
	P	4,1	- 0,9	- 0,5	3,5	11,2	0,7	29,7	124,4	31,2
Spagna	A	1,7	6,6	4,0	10,6	14,8	11,1	15,1	53,4	36,5
	P	2,3	7,5	1,9	- 0,1	14,9	2,8	16,1	67,4	16,9
Svezia	A	0,4	- 0,9	- 3,8	1,5	- 1,7	-28,2	3,0	29,1	38,9
	P	- 0,1	- 7,5	- 0,7	2,5	-29,0	6,4	5,4	57,3	17,2
Altri paesi europei	A	2,6	2,2	1,1	- 2,0	9,9	- 4,2	22,3	111,3	58,4
	P	2,2	- 8,8	8,2	- 1,4	-15,4	10,4	15,4	144,4	45,4
Totale paesi europei	A	- 0,8	-17,5	30,4	54,7	210,0	43,6	595,9	2.674,6	778,9
	P	10,8	6,2	13,2	54,5	138,0	93,3	578,7	2.804,2	648,2
Giappone	A	20,8	-56,7	-77,6	-28,5	-29,4	-69,0	440,8	438,4	346,2
	P	-61,4	-66,6	-40,8	-73,9	-54,9	-64,6	195,0	513,6	305,9
Stati Uniti	A	1,6	5,2	..	-18,4	- 6,3	..	495,5	62,7	..
	P	- 3,8	5,0	..	34,4	3,8	..	615,0	73,0	..
Centri di mercato asiatici	A	0,9 <sup>1</sup>	- 6,2 <sup>2</sup>	..	2,9 <sup>1</sup>	18,8 <sup>2</sup>	..	10,7 <sup>1</sup>	844,9 <sup>2</sup>	..
	P	3,6 <sup>1</sup>	-23,8 <sup>2</sup>	..	- 0,1 <sup>1</sup>	11,6 <sup>2</sup>	..	16,2 <sup>1</sup>	762,2 <sup>2</sup>	..
Altri centri <sup>3</sup>	A	- 0,7 <sup>4</sup>	- 1,2	- 1,4 <sup>4</sup>	0,0 <sup>4</sup>	-23,3	0,6 <sup>4</sup>	3,5 <sup>4</sup>	630,7	28,9 <sup>4</sup>
	P	- 1,6 <sup>4</sup>	1,2	- 0,3 <sup>4</sup>	- 1,1 <sup>4</sup>	-19,7	1,2 <sup>4</sup>	6,6 <sup>4</sup>	654,2	12,4 <sup>4</sup>
Totale	A	21,8	-76,4	-48,7	10,7	169,8	-24,7	1.546,3	4.651,3	1.154,0
	P	-52,4	-78,0	-27,8	13,6	78,8	29,9	1.411,5	4.807,2	966,5

Nota: A = attività; P = passività.

<sup>1</sup> Solo Hong Kong. <sup>2</sup> Comprende il Bahrein. <sup>3</sup> Comprende il Canada. <sup>4</sup> Solo il Canada.

Per contro, si è avuto un modesto volume di esportazioni nette di fondi dagli Stati Uniti a opera di banche a capitale USA, che tuttavia cela un'ulteriore riduzione delle attività e passività lorde intragruppo, alla quale è indirettamente imputabile il ristagno delle operazioni registrate dai centri dichiaranti dei Caraibi.



## Struttura per nazionalità dell'attività bancaria internazionale

Poiché le statistiche sulla base della nazionalità delle banche dichiaranti non forniscono una scomposizione per monete, i movimenti depurati dagli effetti di cambio possono essere soltanto stimati. Di conseguenza, dalla tabella che segue si possono trarre solo conclusioni sommarie. Nel caso delle banche giapponesi, ad esempio, gli effetti di cambio potrebbero aver concorso per circa un terzo alla contrazione, di \$256 miliardi in dollari correnti, registrata lo scorso anno dalle attività internazionali delle unità interne ed estere, il che implica un calo stimato del 10% in termini di yen, analogo a quello del

Ulteriore contrazione dell'attività delle banche giapponesi...

### Attività e passività internazionali delle banche in base alla nazionalità di appartenenza<sup>1</sup>

Nazionalità		Variazioni nel 1991 in dollari correnti				Variazioni nel 1992 in dollari correnti				Consistenze totali a fine 1992
		Totale	di cui, verso:			Totale	di cui, verso:			
			banche collegate	banche non collegate	soggetti non bancari		banche collegate	banche non collegate	soggetti non bancari	
in miliardi di dollari USA										
Banche giapponesi	A	-190,0	-61,0	- 98,4	-30,6	-256,4	-114,3	- 97,8	-44,3	1.677,7
	P	-232,3	-53,2	-159,2	-19,9	-310,8	-143,4	-121,7	-45,7	1.512,7
Banche tedesche	A	29,6	14,6	- 7,7	22,7	43,9	18,8	- 1,0	26,1	683,1
	P	28,8	14,4	- 1,3	15,7	83,9	25,1	8,9	49,9	571,6
Banche francesi	A	- 10,5	10,6	- 3,2	-17,9	91,2	10,4	61,8	19,0	657,0
	P	5,6	- 2,6	- 3,1	11,3	62,4	23,9	18,6	19,9	693,0
Banche statunitensi	A	- 2,3	-22,1	- 3,3	23,1	7,5	- 19,8	10,0	17,3	656,3
	P	1,5	-40,1	16,2	25,4	- 2,9	- 7,8	1,1	3,8	678,7
Banche italiane	A	21,7	7,1	- 1,5	16,1	10,4	12,0	- 2,8	1,2	407,4
	P	27,0	10,3	12,0	4,7	26,5	7,8	24,8	- 6,1	451,8
Banche svizzere	A	14,2	5,3	2,1	6,8	- 3,1	6,7	- 9,1	- 0,7	396,7
	P	- 4,8	10,1	- 5,7	- 9,2	1,4	- 1,6	- 2,3	5,3	391,4
Banche britanniche	A	- 12,4	- 1,9	- 17,1	6,6	16,2	- 2,6	12,2	6,6	293,9
	P	- 9,6	- 2,6	- 4,2	- 2,8	10,9	- 2,0	12,7	0,2	340,3
Banche olandesi	A	15,8	0,1	12,6	3,1	5,2	4,8	- 3,0	3,4	204,4
	P	8,9	0,8	7,8	0,3	13,5	8,4	4,1	1,0	191,1
Banche nordiche <sup>2</sup>	A	- 3,2	5,4	- 8,9	0,3	- 50,2	0,2	- 7,6	-42,8	223,5
	P	- 10,0	8,2	- 20,7	2,5	- 53,6	- 1,8	- 45,1	- 6,7	221,4
Altre	A	32,4	- 3,8	15,8	20,4	60,5	24,1	24,4	12,0	840,0
	P	39,0	14,5	22,9	1,6	37,1	19,1	25,7	- 7,7	885,4
Totale	A	-104,7	-45,7	-109,6	50,6	- 74,8	- 59,7	- 12,9	- 2,2	6.040,0
	P	-145,9	-40,2	-135,3	29,6	-131,6	- 72,3	- 73,2	13,9	5.937,4

Nota: A = attività; P = passività.

<sup>1</sup> 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 paesi: Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia (solo dal 1992), Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti (soltanto le posizioni esterne in moneta nazionale), Svezia e Svizzera; i dati per le banche USA comprendono anche le posizioni sull'estero dichiarate dalle filiali di banche USA nelle Bahamas, nelle Isole Cayman, a Panama, Hong Kong e Singapore. Le posizioni 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. <sup>2</sup> Banche danesi, finlandesi, norvegesi (solo dal 1992) e svedesi.

1991. La quota delle banche giapponesi sul totale delle attività in essere è scesa a meno del 28%, da un massimo del 38% nel 1988. Oltre il 30% della flessione in dollari correnti nelle attività internazionali delle banche giapponesi ha avuto luogo sul mercato valutario all'interno del Giappone, per lo più di riflesso a rimborsi di fondi effettuati dalla clientela interna delle banche. Un ulteriore 45% di questo calo è dovuto al ridimensionamento delle posizioni intragruppo, in passato strettamente collegate all'elusione di normative interne. Tuttavia, la contrazione delle attività è stata alquanto inferiore a quella delle passività esterne; in considerazione del tradizionale ricorso delle banche giapponesi al finanziamento interbancario, il loro rimborso di fondi su vasta scala ha avuto un impatto ancor maggiore sull'attività internazionale delle altre banche dichiaranti.

... e dei paesi  
nordici ...

Anche le banche dei paesi nordici hanno ridotto la loro attività sul mercato internazionale (del 13% secondo le stime, al netto degli effetti di cambio). I rimborsi di prestiti in valuta estera da parte della clientela non bancaria interna hanno comportato una diminuzione dell'indebitamento di queste banche sul mercato interbancario internazionale. Nel contempo, i programmi ufficiali di sostegno hanno contribuito a limitare la contrazione delle operazioni internazionali di queste banche; la loro quota sul totale delle attività notificate è così scesa di 0,8 punti percentuali, passando al 3,7% alla fine dell'anno.

... ma ripresa  
di altri gruppi  
bancari  
in Europa ...

In media, la crescita delle attività internazionali degli altri gruppi di banche in Europa, al netto degli effetti di cambio, può stimarsi a circa il 13%. Le banche francesi hanno segnato il maggiore incremento, che ha interessato per un quarto le posizioni delle affiliate estere (principalmente a Londra e Lussemburgo), passando da una posizione debitoria a una creditoria netta sul mercato interbancario internazionale. Una forte espansione all'estero e un apporto netto di fondi interbancari hanno altresì caratterizzato le operazioni delle banche spagnole, mentre la crescita registrata dalle banche britanniche, italiane e belghe è ricollegabile a un certo riorientamento delle operazioni verso la base interna. Nel caso delle banche tedesche e svizzere, l'espansione si è generalmente limitata alle piazze di Londra o Lussemburgo; le operazioni effettuate dalle affiliate estere degli istituti tedeschi hanno assunto principalmente la forma dell'intermediazione diretta con il settore non bancario, in particolare con la clientela in Germania.

... nonché  
nell'America  
del Nord

Dopo la contrazione del 1991, lo scorso anno le posizioni internazionali delle banche statunitensi e canadesi si sono leggermente accresciute. Mentre la raccolta di fondi interbancari sull'euromercato per crediti a soggetti non bancari è stata la principale causa della ripresa dell'attività delle banche canadesi, l'incremento marginale notificato dalle banche statunitensi si traduce in un'espansione del 12% se si escludono gli effetti di cambio e le posizioni intragruppo.

#### *Operazioni dirette con il settore non bancario*

Consistenti varia-  
zioni nei depositi  
sull'estero ...

Il credito internazionale diretto e le operazioni di raccolta di fondi presso il settore non bancario all'interno dell'area dichiarante hanno segnato nel 1992 andamenti contrastanti, in parte di riflesso alla crisi valutaria. Quest'ultima è



stata avvertita maggiormente dal lato dei depositi, dove i tassi a breve sulle eurovalute si adeguano rapidamente alle variazioni nelle condizioni di domanda e offerta. In effetti, in quasi tutti i paesi del Gruppo dei Dieci le variazioni nei depositi all'estero sono state piuttosto consistenti. In particolare, l'aumento dei saldi all'estero del settore non bancario tedesco è ammontato a quasi il 40% dell'espansione di  $M_3$  in Germania. La forte domanda estera di fondi in marchi e il desiderio dei residenti tedeschi di sottrarsi alla ritenuta fiscale sui redditi da interessi sono i due fattori che hanno maggiormente contribuito a questo andamento. Consistenti depositi in euromarchi o nelle rispettive monete nazionali sono stati altresì effettuati dai residenti non bancari dei paesi del Benelux. Inoltre, i depositi all'estero del settore non bancario francese si sono concentrati per quasi il 45% nel comparto dell'eurofranco, nel quale i tassi d'interesse hanno oscillato più che sul mercato interno. Per contro, i residenti non bancari

... specie di  
residenti  
tedeschi...

Operazioni delle banche dichiaranti alla BRI con soggetti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci									
Paese di residenza della clientela non bancaria	Variazioni depurate dagli effetti di cambio						Consistenze a fine 1992		
	Posizioni sull'estero		Posizioni sull'interno in valuta estera		Per memoria: credito bancario interno <sup>1</sup> e aggregati monetari <sup>2</sup>		Posizioni sull'estero	Posizioni sull'interno in valuta estera	Per memoria: credito bancario interno <sup>1</sup> e aggregati monetari <sup>2</sup>
	1991	1992	1991	1992	1991	1992			
	in miliardi di dollari USA								
Attività									
Giappone	44,1	11,4	-19,8	-38,4	133,7	147,0	261,8	165,8	5.169,2
Stati Uniti	5,6	28,1	..	..	-4,9	99,6	304,2	..	4.435,7
Germania	9,5	34,3	1,7	1,8	174,9	191,5	119,9	7,7	2.164,9
Francia	2,2	6,6	-0,1	3,7	60,9	64,7	36,0	24,5	1.588,3
Regno Unito	5,6	1,8	16,2	-1,7	61,7	41,2	59,9	112,3	970,1
Italia	8,0	9,8	9,1	10,1	83,1	43,3	83,9	93,3	701,2
Paesi Bassi	4,7	-1,7	7,0	1,6	14,9	14,3	55,9	25,0	339,3
Svizzera	-1,3	1,9	0,2	0,4	17,5	7,4	24,6	14,1	329,9
Belgio <sup>3</sup>	0,9	0,1	-1,2	1,3	9,2	19,5	29,1	33,9	319,6
Canada	3,4	3,7	-1,9	1,2	30,8	23,4	40,0	26,6	307,2
Svezia	1,5	15,0	-1,1	-24,1	11,5	-5,0	33,8	38,2	106,2
Passività									
Giappone	-5,7	-0,7	..	..	90,9	-4,4	16,7	..	4.135,5
Stati Uniti	-12,1	-11,4	..	..	60,0	13,7	253,8	..	4.111,6
Germania	11,7	30,8	-0,4	0,2	64,3	78,0	159,0	7,1	1.064,9
Francia	-0,1	6,9	-0,9	0,7	23,3	51,4	46,0	11,5	986,8
Regno Unito	3,9	-2,2	5,5	13,8	51,3	33,4	59,5	85,1	787,8
Italia	3,2	5,4	1,0	3,9	67,9	26,6	38,4	9,0	626,7
Paesi Bassi	4,7	7,0	0,0	0,7	11,9	15,0	57,5	23,6	239,8
Svizzera	1,3	1,5	-0,6	1,3	8,0	7,7	57,2	52,7	271,3
Belgio <sup>3</sup>	0,0	4,4	3,9	13,3	9,1	11,4	36,2	53,6	182,7
Canada	-3,6	-2,0	-0,5	1,6	14,8	21,9	12,0	10,1	296,7
Svezia	0,6	-0,9	-0,1	2,6	4,6	0,5	3,1	7,0	96,8

<sup>1</sup> Escluso il credito in valuta estera. <sup>2</sup> Per il Giappone, M<sub>2</sub> + CD; per il Regno Unito, M<sub>4</sub>; per gli Stati Uniti, M<sub>3</sub>-euro-dollari overnight e a termine; per l'Italia, M<sub>2</sub> "ampliata"; per gli altri paesi, M<sub>1</sub>. <sup>3</sup> Incluso il Lussemburgo.

<sup>1</sup> Escluso il credito in valuta estera. <sup>2</sup> Per il Giappone,  $M_2 + CD$ ; per il Regno Unito,  $M_4$ ; per gli Stati Uniti,  $M_3$ -eurodollari overnight e a termine; per l'Italia,  $M_2$  "ampliata"; per gli altri paesi,  $M_3$ . <sup>3</sup> Incluso il Lussemburgo.

... e recupero del  
credito bancario  
dovuto a fattori  
specifici

degli Stati Uniti hanno continuato a rimpatriare fondi dal mercato dell'euro-dollaro, poiché quest'ultimo era divenuto meno attraente a seguito della generale tendenza al ribasso dei tassi d'interesse sul dollaro.

Nello stesso tempo, i nuovi crediti esteri a operatori non bancari hanno segnato un leggero recupero, nonostante la perdurante debolezza della domanda. Tre sono state le cause principali. In primo luogo, le stesse banche dichiaranti sono state importanti acquirenti di titoli. Così, gran parte dell'accresciuta esposizione sull'estero nei confronti dei settori non bancari francese e tedesco, nonché l'intero aumento nel caso dell'Italia, sono derivati da acquisti di titoli. In secondo luogo, una parte sostanziale dei nuovi fondi è stata assorbita dal settore statale o da altri operatori pubblici. In Svezia sono stati effettuati dai residenti non bancari ingenti rimborsi di prestiti in valuta, in parte controbilanciati dall'erogazione di cospicui prestiti consorziali al settore pubblico (si veda più avanti). In terzo luogo, la tendenza al ribasso dei tassi d'interesse a lungo termine ha indotto numerosi mutuatari a rifinanziarsi ai tassi prevalenti. A questo riguardo, i più attivi sono stati gli operatori non bancari USA, i quali hanno raccolto il 28% del loro credito bancario complessivo sull'euromercato.

#### *Operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante*

Crediti selettivi  
ai paesi indu-  
striali...

L'espansione del credito bancario ai paesi esterni all'area dichiarante, pari all'8%, è stata la più elevata degli ultimi dieci anni. Mentre il nuovo credito ai PVS non OPEC ha costituito un importante elemento propulsivo, fattori specifici sono all'origine dei mutamenti nelle posizioni verso altri gruppi. I nuovi fondi affluiti ai paesi industriali esterni all'area sono ricollegabili ai consistenti prestiti consorziali ottenuti da Australia e Turchia, nonché ad afflussi di capitali a breve in Portogallo. I nuovi crediti all'Australia rispecchiano principalmente operazioni di rifinanziamento, con un incremento di soli \$ 1,1 miliardi dal lato delle attività e una diminuzione di \$ 1 miliardo da quello delle passività. Per contro, la crescita di \$ 1,9 miliardi nelle attività in essere delle banche verso la Turchia è stata ampiamente sopravanzata da un balzo di \$ 3,1 miliardi nei depositi di questo paese. Le attività e passività nei confronti del Portogallo, la cui adesione agli AEC nella primavera dello scorso anno aveva dato luogo ad afflussi di capitali, si sono accresciute nel complesso di \$ 1,2 e 1,9 miliardi rispettivamente, ma tali afflussi sono stati in parte annullati sulla scia della crisi valutaria.

... e accresciuta  
esposizione verso  
l'ex Unione  
Sovietica...

Alla modesta crescita delle attività delle banche dichiaranti verso l'Europa orientale ha contribuito in misura più che proporzionale l'ex Unione Sovietica (\$ 5,8 miliardi); gran parte dell'incremento è riconducibile ai crediti assistiti da garanzia ufficiale e agli arretrati su interessi, in quanto le banche creditrici hanno a più riprese accordato proroghe sui pagamenti in attesa di un definitivo accordo di ristrutturazione. Il totale dei depositi identificati come provenienti dagli stati succeduti all'ex URSS ha segnato un incremento del medesimo ammontare, il più consistente finora registrato, presumibilmente di riflesso a fughe di capitali. Fra i tre paesi est-europei più avanzati nel processo di trasformazione le eccedenze di parte corrente e il ricorso ad altre fonti di finanziamento hanno consentito rimborsi da parte dell'Ungheria (\$ 1,6 miliardi) e della Cecoslovacchia (\$ 0,3 miliardi), il cui debito bancario netto era sceso a \$ 1,1 miliardi alla vigilia della dissoluzione della Federazione. Lo stallo nei



negoziati sul debito e l'ulteriore accumularsi di interessi arretrati hanno bloccato i nuovi crediti alla Polonia, il cui indebitamento bancario netto si è ridotto di un terzo, scendendo a \$5,6 miliardi a fine anno, a seguito di un'espansione di \$2,7 miliardi nei depositi.

Per quanto riguarda i paesi OPEC, il totale dei flussi creditizi è imputabile per quasi la metà alla posta residua dei paesi del Medio Oriente, che comprende le posizioni non classificate delle banche negli Stati Uniti verso l'intera regione (in particolare il Bahrein). Un ammontare superiore all'intero incremento del credito identificato a quest'area è stato raccolto da Kuwait (\$5,2 miliardi), Iran (\$3,1 miliardi) e Arabia Saudita (\$1,3 miliardi). A ciò hanno contribuito soprattutto gli ingenti investimenti in infrastrutture e gli arretrati in conto interessi sul debito commerciale dell'Iran; tuttavia, gran parte del finanziamento dell'Arabia Saudita è provenuto da una riduzione di ben \$17,3 miliardi dei depositi, mentre il Kuwait ha accresciuto di \$2 miliardi i propri saldi presso le banche dichiaranti. Al di fuori del Medio Oriente, l'unico importante mutuuario OPEC (per \$6,2 miliardi) è stato l'Indonesia, che ha registrato un incremento analogo nei depositi; le restrittive condizioni creditizie interne hanno reso più conveniente per le imprese la raccolta di fondi sul mercato internazionale e la loro successiva conversione.

La vigorosa crescita delle operazioni con i PVS non OPEC si è fortemente concentrata nelle maggiori economie dell'Asia e dell'America Latina, mentre i crediti all'Africa e al Medio Oriente sono rimasti contenuti. I flussi creditizi ai paesi non OPEC dell'Asia sono proseguiti a ritmo sostenuto, ma con andamenti differenziati. Da una parte, i crediti a Cina (\$6,3 miliardi), India (\$3,2 miliardi) e Malaysia (\$1,9 miliardi) si sono accelerati, sostanzialmente di riflesso alla sostenuta domanda interna. Sulla base del saldo fra attività e passività, i flussi bancari si sono tradotti in importazioni di capitali di entità ancor maggiore in India (\$6 miliardi, importo questo che supera il disavanzo corrente del paese), ma in deflussi netti dalla Malaysia (\$2,2 miliardi), i cui tentativi di arginare l'apprezzamento della moneta nazionale avevano comportato un forte accumulo di riserve nel terzo trimestre. D'altra parte, i nuovi crediti a Thailandia (\$4,8 miliardi), Corea del Sud (\$4 miliardi) e Cina di Taipei (\$0,6 miliardi) sono rallentati rispetto al 1991. Sempre sulla stessa base di calcolo, i flussi bancari sono risultati praticamente nulli nel caso della Corea del Sud, in parte a seguito di nuovi depositi ufficiali, mentre si sono tradotti in una contrazione di \$12,1 miliardi nella posizione creditoria netta della Cina di Taipei, le cui autorità hanno prelevato fondi sul mercato. Le Filippine sono state il solo mutuuario di rilievo nel gruppo a registrare una diminuzione (di \$1,3 miliardi) nell'indebitamento bancario lordo, a seguito di riscatti del debito nel quadro del recente accordo di ristrutturazione.

Il credito aggregato ai paesi non OPEC dell'America Latina è stato di segno positivo per la prima volta da sei anni, raggiungendo \$12,1 miliardi, il più alto livello da un decennio. Si sono avuti incrementi delle attività verso Brasile (\$3,3 miliardi), Argentina (\$2,6 miliardi), Cile (\$2,2 miliardi), Messico (\$1,1 miliardi), Colombia e Uruguay (\$0,6 miliardi in entrambi i casi). Nonostante i ritardi nella ratifica dell'accordo preliminare per la ristrutturazione del debito fra il Brasile e le banche creditrici, concluso nel luglio dello

...e verso un ristretto numero di paesi OPEC

Vivace attività di credito ai paesi dell'Asia

Migliorate relazioni creditizie con i paesi dell'America Latina...

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

Posizioni	Variazioni depurate dagli effetti di cambio							Consistenze a fine 1992
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	
	in miliardi di dollari USA							
Crediti erogati dalle banche dichiaranti a:								
paesi industriali non dichiaranti	7,2	4,8	2,1	2,9	6,0	0,4	7,4	153,4
Europa orientale	3,7	2,3	8,3	9,3	- 9,9	- 1,5	3,8	95,0
di cui: ex Unione Sovietica	3,6	0,3	5,5	7,5	- 6,2	1,3	5,8	58,9
OPEC	0,5	2,2	5,4	5,7	- 2,3	- 4,6	22,3	154,7
di cui: Medio Oriente	- 0,9	2,2	4,5	7,6	- 0,7	- 6,7	17,9	71,3
PVS non OPEC	3,1	2,2	- 2,4	- 19,6	- 5,7	13,8	30,3	410,1
di cui: America Latina*	1,5	- 3,7	- 5,0	- 16,7	- 23,0	- 0,3	12,1	200,1
Asia	2,6	7,7	3,9	0,3	18,0	17,8	19,2	176,5
Africa	- 0,2	- 0,6	- 0,6	- 1,8	0,0	- 1,6	0,8	22,7
Medio Oriente	- 0,8	- 1,1	- 0,7	- 1,4	- 0,7	- 2,0	- 1,8	10,7
Totale crediti	14,4	11,6	13,5	- 1,7	- 11,9	8,1	63,7	813,2
Depositi affluiti alle banche dichiaranti da:								
paesi industriali non dichiaranti	7,4	6,1	13,4	17,3	7,8	- 3,5	11,4	111,9
Europa orientale	0,2	- 0,7	4,1	0,2	- 5,9	1,3	9,7	30,7
di cui: ex Unione Sovietica	0,8	- 1,9	1,8	- 0,7	- 6,6	0,3	5,8	14,2
OPEC	- 22,1	19,2	11,6	14,4	25,4	- 13,9	- 9,2	218,7
di cui: Medio Oriente	- 13,5	17,5	12,0	9,5	18,0	- 17,6	- 10,7	165,3
PVS non OPEC	12,9	24,2	12,4	25,7	64,9	3,7	0,0	356,1
di cui: America Latina*	0,7	6,7	3,4	4,6	19,0	- 2,9	0,3	114,9
Asia	13,1	14,0	7,7	16,5	34,6	2,1	- 7,6	163,8
Africa	0,0	1,6	1,5	1,7	3,7	- 0,7	3,2	27,6
Medio Oriente	- 0,9	1,9	- 0,2	2,9	7,6	5,2	4,0	49,8
Totale depositi	- 1,6	48,7	41,5	57,6	92,2	- 12,4	11,8	717,4

\* 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.

scorso anno, le variazioni delle attività verso questo paese sottostimano comunque il volume effettivo del nuovo credito a causa dei rimborsi di interessi arretrati, per oltre \$6 miliardi, nel corso dell'anno; dal lato delle passività, alla crescita delle riserve ufficiali del paese, quasi triplicate, ha fatto riscontro un incremento di \$2,7 miliardi nei suoi depositi. Quanto agli altri paesi, le vaste riforme economiche e finanziarie hanno condotto a un miglioramento dei rapporti con le banche creditrici; l'Argentina, in particolare, ha completato con successo in dicembre un programma per la riduzione del debito e del suo servizio. Nello stesso tempo, vi è stato un rimpatrio di capitali esportati illegalmente, come attesta la riduzione dei depositi identificati del settore non bancario di molti di questi paesi presso le banche dichiaranti.

... ma maggiore ricorso ad altre fonti di finanziamento

I nuovi flussi bancari verso l'America Latina nel 1992 hanno rispecchiato per lo più crediti commerciali a breve, i contributi delle banche nel quadro dei programmi di ristrutturazione del debito e un modesto ammontare (\$5 miliardi) di nuovi prestiti consorziali, fra cui \$3,2 miliardi destinati a operatori del Messico, nonché varie operazioni di rifinanziamento. D'altra parte, operazioni di conversione delle passività, cessioni dirette di crediti,



cancellazioni di prestiti e altri schemi di alleggerimento hanno continuato a contenere l'indebitamento bancario di quest'area; le operazioni di riduzione del debito di gran lunga maggiori sono state effettuate dal Messico, il cui governo ha annunciato il riscatto di oltre \$7 miliardi di mutui bancari sul mercato secondario. Pertanto il credito bancario non ha costituito per quest'area la principale fonte esterna di finanziamento; quest'ultimo è invece provenuto principalmente da partecipazioni, acquisizioni azionarie ed emissioni di titoli internazionali (per un totale di circa \$ 30 miliardi). Mentre gli acquisti esteri di titoli sono stati incentivati dai tassi d'interesse reali estremamente elevati, i flussi azionari hanno beneficiato del più rapido processo di liberalizzazione e deregolamentazione.

Importanti fattori dal lato della domanda e dell'offerta hanno frenato lo scorso anno l'erogazione di credito bancario a lungo termine all'America Latina. In primo luogo, il perdurante orientamento restrittivo delle banche, rispecchiato dalle stringenti condizioni creditizie, ha scoraggiato i potenziali mutuatari dall'attingere fondi sul mercato, tanto più in quanto gli andamenti dei tassi d'interesse hanno reso il rifinanziamento obbligazionario a tasso fisso più conveniente dei prestiti consorziali, prevalentemente a tasso variabile. Inoltre, il rientro di capitali espatriati ha anche avuto come conseguenza che gli investitori in questione hanno sostituito attività detenute presso banche all'estero con acquisizioni di titoli emessi da società nel paese d'origine. Infine, dato che le banche creditrici hanno dovuto adempiere ai nuovi requisiti di adeguatezza patrimoniale e la domanda dei mutuatari sovrani è stata elevata, non si può escludere un certo "effetto di spiazzamento".

Nello stesso tempo, le banche hanno compiuto considerevoli progressi nel consolidare la loro esposizione verso l'America Latina, per lo più attraverso cessioni di prestiti e cancellazioni di debiti. Questa esposizione rappresenta ora solo una frazione trascurabile delle loro attività internazionali. Il migliorato clima di mercato si è tradotto in un aumento del prezzo medio del debito bancario di quest'area, la cui negoziazione ha costituito un'importante fonte di reddito per determinate banche. L'accresciuta affidabilità creditizia ha a sua volta consentito a diversi paesi di ridurre il ricorso al credito bancario e di finanziare i crescenti disavanzi di parte corrente grazie ad ulteriori flussi spontanei di capitali. Questo ampliamento della base d'investimento comporta tuttavia nuove sfide per i beneficiari: nella misura in cui rispecchia il rimpatrio di capitali fuoriusciti, esso non può essere considerato una fonte durevole di finanziamento dello sviluppo. Inoltre, gli investimenti di portafoglio possono rivelarsi altamente instabili, come risulta dalle forti variazioni registrate dai mercati azionari locali. Infine, i mercati mobiliari internazionali richiedono un'elevata affidabilità creditizia, e i titoli classificati come *non-investment-grade* sono di interesse scarso o addirittura nullo.

### *Il mercato dei prestiti consorziali*

Analogamente al 1991, la debolezza congiunturale, il modesto volume di facilitazioni collegate a fusioni e acquisizioni e l'accesso a fonti di finanziamento più prontamente disponibili hanno influito sulla raccolta di fondi sul mercato dei prestiti consorziali. I timori inerenti alla qualità del credito, una revisione delle

I motivi del minore ricorso al credito bancario ...

... e il problema della sua sostenibilità

Perdurare di un atteggiamento prudente e selettivo delle banche ...

strategie creditizie e le pressioni sui livelli patrimoniali hanno indotto le banche a persistere nel loro atteggiamento prudente e selettivo. In effetti, le condizioni della domanda e dell'offerta hanno spinto verso un ulteriore inasprimento dei criteri per la concessione di credito: il differenziale medio sui nuovi prestiti si è ampliato, e le scadenze medie sono rimaste inferiori ai sei anni; il perfezionamento dei contratti ha richiesto tempi più lunghi, a causa di un esame più approfondito da parte delle banche della documentazione, delle garanzie e clausole accessorie; infine, un numero crescente di prestiti prevedeva la possibilità di aggiustamenti nei margini delle banche.

... pur con  
un ammontare  
record di opera-  
zioni di rifinanzia-  
mento

L'aumento delle facilitazioni annunciate, da \$137 miliardi nel 1991 a \$222 miliardi lo scorso anno, è quindi dovuto a una serie di fattori specifici. Di questi, il più importante è il volume senza precedenti delle operazioni di rifinanziamento, che hanno rappresentato la maggior parte delle facilitazioni per \$91 miliardi concordate per mutuatari USA. Un secondo fattore è consistito nell'apprestamento di diverse linee creditizie di elevato ammontare a favore di mutuatari sovrani e sovranazionali, fra cui in particolare due prestiti consorziali per la Svezia (ECU 8 miliardi) e il Regno Unito (ECU 5 miliardi) emessi nel terzo trimestre, nell'ambito di più ampi programmi di finanziamento. Un terzo fattore è costituito dall'intenso ricorso a questo mercato da parte dei paesi asiatici. All'interno di questo gruppo, i principali mutuatari sono stati Tailandia (\$8,8 miliardi) e Cina (\$7,5 miliardi). D'altro canto, vari paesi hanno ridotto il ricorso ai prestiti consorziali: fra questi l'Arabia Saudita e il Kuwait, che avevano ottenuto maxi-prestiti nel 1991, l'Australia, dove la recessione ha ridotto le nuove operazioni di finanziamento, e l'Italia, il cui merito di credito ha risentito negativamente del dissesto di una *holding* di stato in luglio.

## Il mercato dei titoli

### *Il mercato delle notes a breve e medio termine*

Spostamento di  
preferenze dal  
finanziamento  
con ECP a quello  
con EMTN

Sul mercato delle *euronotes* a breve e medio termine, l'aspetto saliente è stato l'andamento contrastante tra il comparto della *commercial paper* (CP) a breve e quello delle *euro-medium-term notes* (EMTN). Nel settore della *eurocommercial paper* (ECP), il volume dei nuovi programmi è sceso a \$19 miliardi, e per la prima volta si è avuto un ristagno nei nuovi collocamenti; inoltre, l'espansione di altre *euronotes* a breve con e senza garanzia di sottoscrizione ha dato segni di cedimento, nonostante le consistenti emissioni di certificati di deposito da parte di istituzioni finanziarie. Per contro, sia i nuovi programmi annunciati che i collocamenti di EMTN sono balzati a livelli senza precedenti. A fine 1992 le EMTN costituivano il 35% del volume complessivo delle *euronotes* in essere, contro il 27% dell'anno precedente.

*Il mercato della eurocommercial paper.* Nel 1992 vari fattori hanno frenato l'attività sul mercato della ECP. In primo luogo, erano già in essere sul mercato ingenti facilitazioni creditizie che limitavano le possibilità di un'ulteriore crescita, specie in considerazione del fatto che la debole dinamica economica aveva ridotto la domanda di capitale circolante ed accentuato i timori inerenti alla qualità dei crediti a breve termine. In secondo luogo, il calo dei tassi



d'interesse sul dollaro ha indotto i mutuatari a concentrarsi nel segmento a più lungo termine della gamma di scadenze, mentre le turbolenze sui mercati valutari hanno determinato una diminuzione della liquidità in diversi comparti, in particolare in quelli dell'ECU e della lira. In terzo luogo, le emissioni di ECP hanno continuato a subire la crescente concorrenza dei mercati interni della CP, specie del più maturo mercato USA, il cui volume si è accresciuto di \$ 17 miliardi. Tuttavia, l'attività si è intensificata in diversi mercati europei, aperti o liberalizzati di recente. Le più restrittive condizioni degli *swaps* hanno fatto sì che i mutuatari ottenessero finanziamenti a minor costo sul mercato interno che non emettendo ECP denominata in dollari e convertendone poi il ricavato. Sebbene il mercato francese della CP sia rimasto il più ampio in Europa, quello tedesco si è quasi raddoppiato, passando a \$ 10 miliardi. I nuovi provvedimenti di liberalizzazione adottati dalla Bundesbank in agosto, che consentono le emissioni da parte di soggetti non bancari esteri, hanno dato forte slancio all'attività in titoli denominati in marchi, sia all'interno che all'esterno della Germania. Infatti il comparto del marco è stato, unitamente a quello del dollaro, l'unico importante settore della ECP ad essersi accresciuto lo scorso anno. Per contro, il mercato dello yen, che ha continuato a

Ridotta domanda di finanziamento con ECP

Mercati interni e internazionali della commercial paper e delle notes a medio termine								
Voci	Apertura del mercato	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
		importi in essere a fine anno, in miliardi di dollari USA <sup>1</sup>						
Mercati della commercial paper								
Stati Uniti	ante 1960	326,1	373,6	451,8	521,9	557,8	528,1	545,1
Giappone	fine 1987		13,8	73,8	91,1	117,3	99,0	98,1
Francia	fine 1985	3,7	7,6	10,4	22,3	31,0	30,8	31,6
Spagna <sup>2</sup>	1982	6,3	4,3	6,3	8,3	26,1	28,4	29,3
Canada	ante 1960	11,9	14,9	21,0	25,0	26,6	27,4	24,5
Svezia	1983	3,7	7,8	9,5	15,9	23,1	24,0	16,6
Australia <sup>3</sup>	metà anni '70	4,1	7,5	7,9	11,1	10,9	12,3	13,8
Germania	inizio 1991						5,4	10,2
Regno Unito	1986	0,8	3,8	5,7	5,7	7,4	6,9	5,8
Finlandia	metà 1986	0,4	2,5	4,9	6,9	8,3	5,9	3,8
Paesi Bassi	1986	0,1	0,9	1,0	0,8	2,0	2,6	2,6
Norvegia	fine 1984	1,0	3,1	2,7	2,7	3,5	3,5	2,2
Belgio	1990					0,0 <sup>4</sup>	0,2 <sup>4</sup>	1,3 <sup>4</sup>
Totale mercati interni		358,1	439,8	595,0	711,7	814,0	774,5	784,9
Eurocommercial paper	metà anni '80	13,9	33,3	53,2	58,5	70,3	79,6	78,7
Altre euronotes a breve termine	inizio anni '80	15,1	16,9	13,5	11,1	19,1	26,8	37,0
Totale		387,1	490,0	661,7	781,3	903,4	880,9	900,6
Mercati delle notes a medio termine								
Stati Uniti	inizio anni '70	35,0 <sup>4</sup>	50,0 <sup>4</sup>	65,0 <sup>4</sup>	76,0	100,0	142,3	175,7
Regno Unito	metà 1990					0,7	1,9	4,9
Euronotes a medio termine		0,4	2,6	5,6	9,6	21,9	38,5	61,1

<sup>1</sup> Convertiti a tassi di cambio correnti. <sup>2</sup> Fino al 1991, solo istituzioni non finanziarie. <sup>3</sup> Fino al 1991, dati di metà anno. <sup>4</sup> Stime.

Fonti: Euroclear; autorità nazionali.

dependere quasi esclusivamente dalla domanda interna, ha mostrato un andamento stagnante.

Ampliamento  
della gamma  
di strumenti  
nel settore  
delle EMTN...

*Il mercato delle euro-medium-term notes (EMTN).* L'ampliamento della gamma di tecniche e di opzioni disponibili agli emittenti ha ulteriormente accresciuto il margine competitivo del settore delle EMTN rispetto sia alla CP che alle obbligazioni. Diversi programmi comprendevano emissioni obbligazionarie, mentre altri contemplavano la possibilità di emettere titoli a breve. Vi è stato inoltre un numero crescente di facilitazioni multivalutarie con opzione di finanziamento in marchi, resa possibile dalla recente liberalizzazione della normativa tedesca. Il ricorso alla tecnica della sottoscrizione, sino ad allora limitata ai programmi a breve termine e alle emissioni obbligazionarie, ha parimenti contribuito alla crescita di questo mercato. Per quanto siano molto simili alle obbligazioni, le EMTN possono essere emesse sulla base della stessa documentazione incorporata nel programma iniziale, ossia senza costi addizionali e con un'ampia gamma di modalità alternative di finanziamento più rispondenti alle esigenze di mutuatari e investitori.

... con una  
modesta concor-  
renza interna

Contrariamente al mercato della ECP, per le EMTN la concorrenza interna si è limitata principalmente al mercato statunitense, che ha segnato un'espansione di \$ 33 miliardi, contro \$ 11 miliardi per le emissioni in euro-dollari. Gli altri paesi non posseggono un mercato interno sviluppato per tale categoria di titoli. Sin dalla sua apertura, il mercato delle MTN in franchi francesi è stato frenato dai rigidi vincoli normativi, e a fine 1992 l'ammontare delle emissioni societarie in essere era inferiore a \$ 1 miliardo. Negli altri paesi europei, il solo sviluppo di rilievo ha riguardato il settore del marco, di recente liberalizzato, sia sul mercato interno che sull'euromercato, dove ha registrato un'espansione di \$ 2,1 miliardi. Tuttavia, la crescita è stata più pronunciata sui mercati dell'euroyen (\$ 3,6 miliardi) e dell'eurosterlina (\$ 2,8 miliardi), nei quali predominano i mutuatari interni, mentre dopo la forte espansione anteriormente alla crisi valutaria i comparti dell'ECU e della lira si sono contratti.

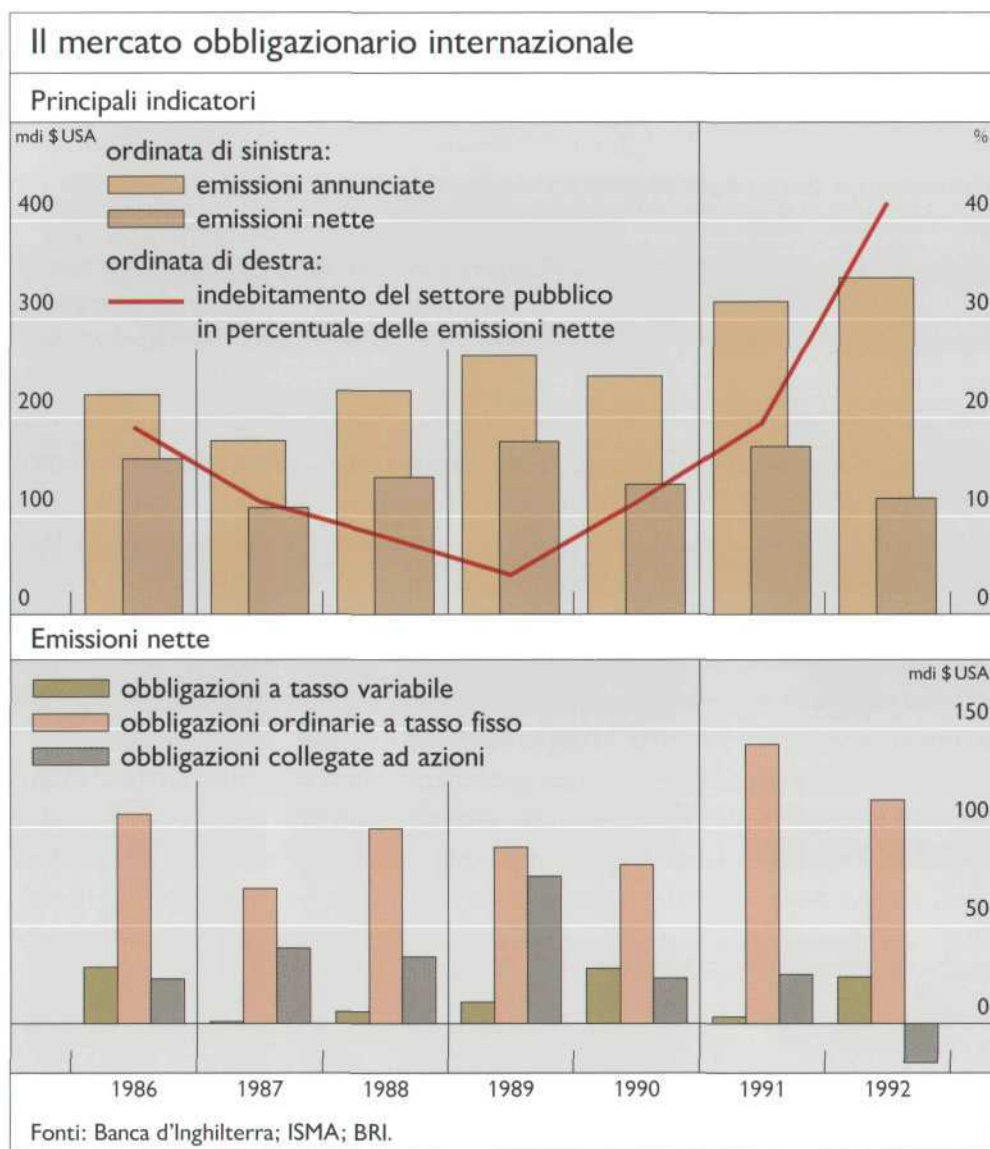
#### *Il mercato obbligazionario internazionale*

Il rifinanziamento  
obbligazionario  
e la globalizza-  
zione dell'in-  
debitamento  
pubblico...

Il fabbisogno di rifinanziamento e la globalizzazione della gestione del debito pubblico hanno costituito i principali fattori trainanti del mercato obbligazionario internazionale nel 1992. Le nuove emissioni lorde annunciate, pari a \$ 342 miliardi, hanno toccato un massimo storico, sebbene la crescita netta sia ammontata a soli \$ 118 miliardi (pari al 7%). Gli operatori del settore pubblico e le istituzioni internazionali hanno contribuito congiuntamente per il 60% alla crescita netta. Le turbolenze sui mercati valutari hanno causato significative riallocazioni di valute, mentre il debole andamento dei mercati azionari si è tradotto in un marcato spostamento di preferenze a scapito degli strumenti collegati ad azioni.

Nel contempo, le contrattazioni sul mercato secondario sono salite a livelli senza precedenti, con un volume di scambi notificato da Cedel e da Euroclear mediamente superiore di quasi il 70% a quello del 1991. Nonostante i problemi di liquidità riscontrati in taluni settori all'apice della crisi, le turbolenze valutarie si sono accompagnate a marcate ricomposizioni di





portafoglio, con forti oscillazioni negli *spreads*. Le condizioni di prezzo sui mercati nazionali e sull'euromercato hanno teso a convergere, e un numero crescente di emissioni interne è stato trattato sui mercati internazionali. Il numero sempre maggiore di grandi emissioni di riferimento lanciate da mutuatari sovrani e sovranazionali ha accresciuto lo spessore e la liquidità del mercato.

**Obbligazioni ordinarie a tasso fisso.** L'attività di emissione lorda in questo settore, pari a \$ 275 miliardi, è stata di importo senza precedenti, ma l'ammontare delle nuove emissioni nette (\$ 114 miliardi) è stato inferiore a quello del 1991, in seguito al volume record di rimborsi. Diversi fattori hanno agito in direzioni opposte. Dal lato positivo, il mercato ha beneficiato della preferenza del settore pubblico per l'indebitamento a tasso fisso, della disaffezione nei confronti delle emissioni collegate ad azioni e della flessione dei tassi d'interesse a lungo termine. Dal lato degli influssi negativi, il tradizionale comparto a tasso fisso ha risentito della concorrenza di altre forme di indebitamento, dei declassamenti del merito di credito, delle ridotte opportunità di *swaps*, nonché delle perturbazioni valutarie.

... incentivano le emissioni ordinarie a tasso fisso ...

... in determinati  
segmenti  
del mercato ...

La crisi valutaria si è tradotta in un brusco spostamento delle preferenze degli investitori, a scapito delle valute a elevato rendimento e a favore di strumenti percepiti come "beni-rifugio". In particolare, si è avuta una radicale inversione di tendenza nei comparti dell'ECU e della lira, passati da una rapida crescita delle emissioni nei primi sei mesi a rimborsi netti. Per contro, l'attività nei segmenti del dollaro e del marco è andata intensificandosi, stimolata nel secondo caso dai provvedimenti di liberalizzazione adottati in agosto in Germania. Inoltre, l'attività di emissione in alcuni settori eurovalutari ha continuato ad essere sostenuta dai mutuatari dei rispettivi paesi. Ad esempio, la maggiore flessibilità e i minori costi nel comparto dell'eurofranco francese hanno allontanato gli emittenti francesi dal mercato nazionale, e il mercato dell'eurodollaro canadese ha continuato a rappresentare una fonte di finanziamento primaria per gli enti pubblici di questo paese. Nonostante le pressioni subite talvolta da queste valute, gli investitori esteri sono stati attratti dalle condizioni prevalenti sul mercato, ritenute tali da compensare ampiamente i rischi di cambio. Infine, l'ampliamento della gamma degli strumenti di rifinanziamento disponibili per i mutuatari giapponesi ha depresso l'attività nei comparti dell'euroyen e delle emissioni estere in franchi svizzeri che, unitamente al dollaro,

Tipologia e struttura per valute delle emissioni obbligazionarie internazionali									
Settori e valute	Emissioni annunciate				Emissioni nette				Consistenze a fine 1992
	1989	1990	1991	1992	1989	1990	1991	1992	
	in miliardi di dollari USA								
Obbligazioni ordinarie a tasso fisso	150,2	166,2	256,2	275,3	89,6	80,7	142,0	113,6	1.211,4
Dollaro USA	54,6	52,2	75,0	90,7	26,1	15,9	27,9	40,7	390,7
Yen	23,1	30,2	39,1	38,5	15,3	24,8	20,7	2,5	196,3
Marco	9,4	7,3	12,2	29,2	6,0	1,3	4,8	17,1	124,2
Franco svizzero	5,7	15,5	13,5	13,5	-3,9	3,4	3,4	-4,2	105,8
ECU	11,7	15,1	30,2	18,6	7,5	9,6	24,3	7,6	91,5
Sterlina	11,9	9,5	17,2	18,2	10,9	7,8	14,6	9,2	71,3
Dollaro canadese	10,9	6,3	22,6	15,2	10,0	1,7	14,0	7,0	61,2
Franco francese	4,6	8,2	16,4	23,0	4,2	6,0	14,7	20,4	56,6
Altre valute	18,2	21,9	30,1	28,4	13,4	10,1	17,5	13,4	113,8
Obbligazioni a tasso variabile	27,4	42,5	19,0	42,8	10,9	28,0	3,5	23,7	221,6
Dollaro USA	10,2	15,0	4,4	25,0	-0,5	7,5	-5,1	14,7	125,4
Sterlina	9,3	10,8	7,6	5,4	7,4	6,9	4,6	3,0	41,6
Marco	2,6	8,2	2,8	3,5	2,2	7,3	2,7	1,9	24,2
Yen	1,0	2,2	1,4	3,9	0,0	2,0	0,0	2,1	9,8
Altre valute	4,3	6,2	2,8	5,0	1,8	4,5	1,3	2,0	20,6
Obbligazioni collegate ad azioni	85,2	33,1	42,4	23,8	74,8	23,1	25,0	-19,8	254,2
Dollaro USA	65,1	19,5	24,9	12,5	60,4	15,9	15,1	-20,4	164,4
Franco svizzero	13,6	8,2	7,0	5,3	8,9	4,1	2,2	-2,4	48,6
Altre valute	6,5	5,4	10,6	6,1	5,5	3,1	7,6	3,0	41,2

Fonti: Banca d'Inghilterra; ISMA; BRI.

Fonti: Banca d'Inghilterra; ISMA; BRI.



erano stati i principali beneficiari del finanziamento originario di questo gruppo di mutuatari.

*Obbligazioni a tasso variabile (FRN).* La ripresa dell'attività nel settore delle FRN, al netto dei rimborsi, è stata particolarmente pronunciata. I nuovi collocamenti netti sono ammontati a \$ 24 miliardi, contro \$ 3,5 miliardi nel 1991. Le emissioni in dollari hanno rappresentato il 62% del totale. Questo incremento dell'attività è principalmente attribuibile a tre ordini di fattori. In primo luogo, le banche e altre istituzioni finanziarie, comprese le *holding* bancarie, hanno dovuto far fronte a un fabbisogno pressante di fondi; complessivamente, queste istituzioni hanno concorso per oltre la metà alle nuove emissioni nette, una quota elevata delle quali ha assunto la forma di *notes* subordinate che rientrano nella definizione del patrimonio supplementare ai sensi dall'Accordo di Basilea. In secondo luogo, un consistente volume di *notes* in eurodollari è stato abbinato a *collars*, che garantiscono rendimenti minimi e massimi; gli investitori sono stati attratti dai proventi garantiti, in un momento in cui ritenevano comunque improbabile che i tassi di mercato avrebbero superato il livello massimo prescelto. In terzo luogo, la tendenza al ribasso dei margini di *swaps* ha reso generalmente più conveniente per i mutuatari di prim'ordine raccogliere direttamente fondi tramite euro-FRN anziché emettere titoli a tasso fisso e procedere a *swaps* contro un tasso variabile.

*Obbligazioni collegate ad azioni e azioni internazionali.* In seguito alle limitate opportunità di emissione e ai crescenti rimborsi a scadenza, il volume in essere delle obbligazioni convertibili e di quelle abbinate a *warrant* ha segnato per la prima volta una contrazione, pari a \$ 20 miliardi. Questo calo è attribuibile in misura più che proporzionale agli emittenti giapponesi. Il forte e prolungato declino del mercato azionario di Tokyo ha infatti dissuaso gli investitori dall'esercitare le loro opzioni di conversione e ha costretto i mutuatari a rifinanziare le obbligazioni in scadenza attraverso altri canali. Per l'insieme dell'anno sono stati rimborsati quasi \$ 40 miliardi di obbligazioni collegate ad azioni, emesse da soggetti giapponesi verso la fine degli anni ottanta, e ulteriori \$ 90 miliardi giungono a scadenza nel 1993.

Il totale delle emissioni azionarie internazionali, pari a \$ 24 miliardi, è rimasto praticamente invariato rispetto al 1991. L'attività è stata sostenuta sino all'estate, ma si è indebolita per effetto delle turbolenze sui mercati valutari e della tendenza cedente degli indici azionari. I maggiori emittenti diretti sono state le imprese statunitensi e britanniche, mentre gli operatori nei PVS hanno continuato a fare prevalentemente ricorso alla tecnica degli "American Depository Receipts" (strumenti negoziabili emessi da una banca negli Stati Uniti a fronte del deposito a custodia delle azioni di un'impresa). Lo sfavorevole andamento dei mercati azionari ha inoltre indotto i governi a posticipare i programmi di privatizzazione, e cospicue offerte azionarie private sono state annullate in parte per la medesima ragione.

#### *Tipologia e nazionalità dei mutuatari*

Lo scorso anno è stato ancora una volta contraddistinto dal ruolo predominante del settore ufficiale nella raccolta di fondi. Le amministrazioni statali, gli enti regionali e locali e altri operatori pubblici hanno congiuntamente

... a scapito delle obbligazioni collegate ad azioni

Predominio degli operatori del settore pubblico...

Attività di emissione sui mercati obbligazionari nazionali e internazionali										
Valute	Mercati nazionali <sup>1,2</sup>				Mercati internazionali <sup>2</sup>				Consistenze in essere a fine 1992	
	Totale		di cui: settore pubblico		Totale		di cui: settore pubblico <sup>3</sup>		Nazionali	Inter-nazionali
	1991	1992	1991	1992	1991	1992	1991	1992		
	in miliardi di dollari USA									
Dollaro USA	538,3	558,6	400,1	446,8	37,9	35,0	10,2	28,2	6.676,2	680,5
Yen	141,5	141,6	61,6	79,2	20,6	4,8	3,5	4,7	2.888,6	207,5
Marco	150,3	188,8	58,0	117,2	11,2	20,5	0,8	11,7	1.234,0	168,5
Lira	117,8	71,6	104,4	63,7	9,3	6,2	4,3	1,7	734,9	24,2
Franco francese	31,6	36,1	18,3	26,8	15,9	21,7	4,9	6,6	525,0	64,3
Dollaro canadese	26,9	24,3	27,0	21,6	14,1	7,5	5,7	4,7	321,7	63,5
Sterlina	13,1	44,0	14,4	42,3	20,6	11,2	4,7	4,8	254,0	121,3
Franco svizzero	13,4	11,8	2,3	7,2	5,4	-6,4	1,7	0,6	109,5	155,5
Fiorino olandese	13,4	14,8	15,2	15,7	0,9	4,7	-0,4	0,0	168,8	29,1
Peseta	26,1	11,8	23,5	12,0	3,0	1,6	2,4	1,6	113,1	8,9
Altre valute <sup>4</sup>	103,1	78,0	68,1	58,4	31,5	10,7	20,6	7,4	1.043,7	163,9
Totale	1.175,6	1.181,4	792,9	890,8	170,4	117,5	58,4	72,0	14.069,6	1.687,2

<sup>1</sup> Solo paesi OCSE, escluse Islanda e Turchia. <sup>2</sup> Emissioni nette depurate dagli effetti di cambio. <sup>3</sup> Comprese le istituzioni internazionali. <sup>4</sup> Compreso l'ECU.

Fonti: Banca d'Inghilterra; ISMA; autorità nazionali; BRI.

contribuito in misura senza precedenti (42%) al totale delle nuove emissioni obbligazionarie internazionali nette, mentre un ulteriore 20% è imputabile alle istituzioni internazionali. Per quanto ampie in termini assoluti, le emissioni obbligazionarie internazionali di operatori del settore pubblico continuano ad essere marginali rispetto al totale del loro debito in essere. Quindi, modifiche anche di modesta portata nelle strategie debitorie del settore pubblico possono avere profonde ripercussioni sul mercato. Va ricordato inoltre che i dati relativi allo scorso anno risultano gonfiati da alcune transazioni di natura straordinaria dovute alla necessità di talune amministrazioni pubbliche di ricostruire le proprie riserve valutarie. Il volume senza precedenti delle emissioni concordate per Regno Unito (\$ 6,6 miliardi), Svezia (\$ 5,9 miliardi) e Finlandia (\$ 3,7 miliardi) nell'ultimo trimestre costituisce in proposito un esempio significativo. Al tempo stesso, la diversificazione dell'indebitamento del settore pubblico a favore del mercato euroobbligazionario ha accentuato l'estromissione dei mutuatari non di prim'ordine. Il settore privato è stato quello che ha maggiormente risentito di questa compartimentazione del mercato, ma essa ha interessato in misura crescente anche alcuni segmenti del settore pubblico.

... e sue conseguenze per il mercato

Questa globalizzazione nella gestione del debito pubblico non pare essere un fenomeno puramente transitorio. Attingendo ai mercati internazionali, le amministrazioni pubbliche hanno accesso a un serbatoio di risorse dotato di maggiore spessore e liquidità rispetto a quanto sia disponibile all'interno dei vari paesi, e possono utilizzare una gamma più ampia di strumenti e di tecniche, come dimostra il crescente interesse per la formula delle EMTN. Benché "l'effetto di spiazzamento" dei mutuatari privati non vada sottovalutato, l'accresciuta presenza degli operatori pubblici reca al mercato notevoli vantaggi, ampliando la gamma dei titoli di riferimento e accrescendo quindi la liquidità. In



# 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>3</sup>
		CP	obbligazioni		euro-notes a breve termine <sup>2</sup>	notes a medio termine <sup>2</sup>	obbligazioni		
	emissioni nette depurate dagli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA								
Stati Uniti									
1991	144,3	6,1 <sup>4</sup>	138,2	4,5	3,7	2,6	— 1,8	58,5	7,1
1992	166,3	54,5 <sup>4</sup>	111,8	— 3,1	3,1	3,8	— 10,0	72,9	6,4
Giappone									
1991	53,0	— 26,9	79,9	42,0	— 0,1	— 0,1	42,2	48,1 <sup>5</sup>	27,4
1992	61,1	— 1,3	62,4	— 0,1	0,3	— 0,1	— 0,3	39,4 <sup>5</sup>	25,8
Germania									
1991	97,7	5,4	92,3	10,7	1,1	0,2	9,4	98,5	9,7
1992	76,7	5,1	71,6	15,3	2,7	0,7	11,9	83,4	10,4
Francia									
1991	13,4	0,1	13,3	20,7	2,7	1,2	16,8	27,5	25,9
1992	11,9	2,6	9,3	18,2	0,0	0,8	17,4	23,2	28,3
Regno Unito									
1991	— 0,9	0,4 <sup>6</sup>	— 1,3	30,2	4,2	2,9	23,1	12,0	84,2
1992	3,0	1,3 <sup>6</sup>	1,7	17,6	0,3	3,9	13,4	7,9	85,4
Svezia									
1991	15,4	0,2	15,2	1,4	— 1,6	0,6	2,4	14,9	13,8
1992	9,2	— 2,2	11,4	9,6	3,3	1,8	4,5	13,9	19,9
Italia									
1991	13,4	0,0	13,4	8,7	3,9	1,8	3,0	19,9	23,7
1992	7,9	0,0	7,9	0,8	— 2,6	— 0,1	3,5	9,5	26,1
Canada									
1991	0,6	0,7	— 0,1	6,6	0,0	0,3	6,3	— 0,9 <sup>5</sup>	52,6
1992	2,3	— 0,5	2,8	— 1,7	0,0	0,9	— 2,6	— 2,1 <sup>5</sup>	52,2
Australia									
1991	4,9	1,7	3,2	1,0	1,5	1,7	— 2,2	4,2 <sup>5</sup>	66,5
1992	1,1	1,8	— 0,7	— 1,4	0,8	1,4	— 3,6	— 1,4 <sup>5</sup>	65,8
Altri paesi									
1991	30,2	1,6	28,6	19,9	1,7	5,4	12,8	35,2	30,5
1992	17,3	4,9	12,4	22,3	1,5	9,5	11,3	23,5	33,2
Totale									
1991	372,0	— 10,7	382,7 <sup>7</sup>	145,7	17,1	16,6	112,0	317,9	19,8
1992	356,8	66,2	290,6 <sup>7</sup>	77,5	9,4	22,6	45,5	270,2	19,6

<sup>1</sup> Escluse le azioni. <sup>2</sup> Emissioni nette ai tassi di cambio correnti. Depurato dagli effetti di cambio, il totale delle emissioni nette di euronotes a breve termine nel 1991 e 1992 è ammontato a \$ 16,4 e 12 miliardi rispettivamente. Gli importi corrispondenti per le notes a medio termine sono \$ 16 e 25,4 miliardi. <sup>3</sup> In percentuale del totale dei titoli in essere sui mercati nazionali e internazionali a fine anno. <sup>4</sup> Comprese le notes a medio termine emesse da società. <sup>5</sup> Escluse le emissioni di CP sui mercati nazionali. <sup>6</sup> Incluse le notes a medio termine in sterline emesse da soggetti britannici. <sup>7</sup> Solo paesi OCSE, escluse Islanda e Turchia.

Fonti: Banca d'Inghilterra; ISMA; Euroclear; autorità nazionali; BRI.

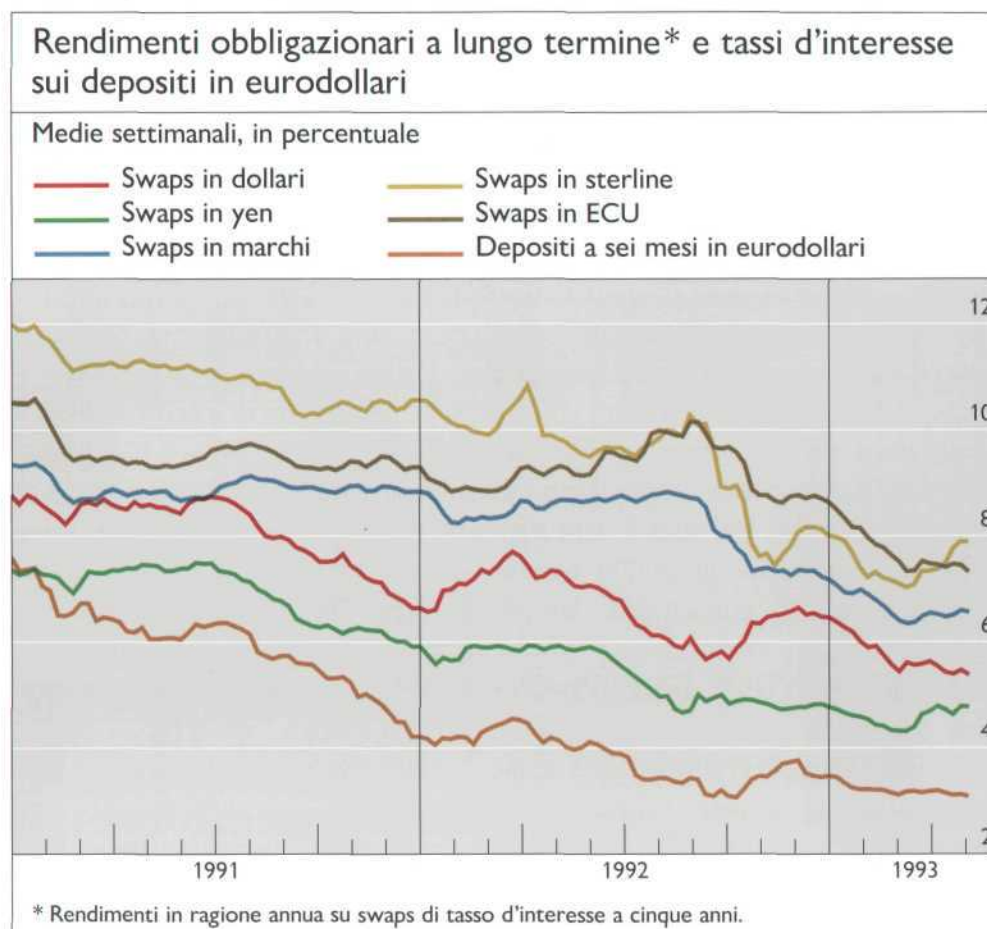
seguito all'istituzionalizzazione dell'investimento e alla crescente importanza delle garanzie e dei prestiti in titoli, la liquidità sta divenendo un elemento decisivo nelle strategie d'investimento globali.

Ridotto indebitamento del settore privato...

Nel 1992 l'indebitamento del settore privato è stato influenzato negativamente sia dall'avversa congiuntura economica, che ha scoraggiato la domanda e indebolito l'affidabilità creditizia, sia da forme alternative di finanziamento più prontamente disponibili. Gli esempi più significativi sono rappresentati dalle imprese industriali negli Stati Uniti, in Australia e Giappone, che complessivamente hanno effettuato rimborsi netti al mercato euroobbligazionario. In tutti e tre i casi, i mutuatari si sono orientati verso i mercati delle EMTN e quelli interni. In particolare, le differenti percezioni del rischio da parte degli investitori in dollari in Europa e negli Stati Uniti hanno dirottato l'attività verso quest'ultimo paese. Dall'aprile 1990, allorché i collocamenti privati sono stati liberalizzati ai sensi della Regolamentazione 144A della "Security and Exchange Commission", un numero crescente di mutuatari esteri si è avvalso delle più agili norme di emissione statunitensi per attingere a questo vasto mercato.

...ad eccezione dei mutuatari nei PVS

Gli operatori del settore privato nei PVS hanno costituito un'eccezione a questo quadro generale, avendo rafforzato sensibilmente la loro presenza sul mercato. Tuttavia, i prestiti a questi mutuatari sono stati vagliati selettivamente dagli investitori, i quali hanno spesso richiesto maggiorazioni di rendimento rilevanti. Complessivamente, i prenditori privati nei PVS hanno raccolto \$ 14 miliardi, contro \$ 12 miliardi nel 1991. Il maggiore mutuatario è stato di gran lunga il Messico, le cui istituzioni finanziarie avevano emesso nel 1991 quasi \$ 5 miliardi di certificati di deposito collocati privatamente, e nel 1992 ulteriori \$ 5 miliardi, suddivisi all'incirca in parti uguali fra *euronotes* e obbligazioni.





### *Gli sviluppi normativi e il concetto di obbligazione globale*

Come menzionato in precedenza, lo scorso anno diversi sviluppi sul piano normativo interno hanno influito sul funzionamento dei mercati mobiliari internazionali. Tranne alcune eccezioni, la tendenza generale è stata nel senso di una riduzione delle disparità concorrenziali. Ad esempio, lo scorso anno la Bundesbank ha preso iniziative volte a facilitare l'emissione di obbligazioni, *notes* e *CP* denominate in DM. Le nuove disposizioni, entrate in vigore il 1° agosto, consentono la quotazione alle borse valori estere, l'emissione in base a leggi straniere e la compensazione attraverso sistemi internazionali. E' stato inoltre abolito il vincolo della scadenza minima di due anni per gli emittenti non bancari esteri, creando le premesse per l'emissione di *CP* in marchi da parte di non residenti. Analogamente, il Ministero delle finanze giapponese ha allentato i requisiti prescritti agli emittenti giapponesi di obbligazioni all'estero e ai mutuatari esteri sul mercato giapponese.

Nuove iniziative nel processo di deregolamentazione ...

Nondimeno, a causa delle ampie differenze nazionali che ancora sussistono in termini di legislazioni, regimi fiscali, regole e pratiche di negoziazione e sistemi di compensazione e regolamento, l'impatto della deregolamentazione degli ultimi anni è stato tutt'altro che uniforme nei diversi comparti valutari e paesi. Nel caso del dollaro, e in minor misura dello yen, il più agevole accesso al mercato interno vi ha determinato un certo riflusso di operazioni a scapito dell'euromercato. Per contro, i provvedimenti tedeschi, che erano esplicitamente diretti ad ampliare il mercato degli strumenti denominati in DM, hanno dato impulso alle emissioni sia interne sia eurovalutarie. Anche il settore dell'eurofranco francese, che si era sviluppato rapidamente dopo la rimozione dei controlli valutari nel 1990, ha ulteriormente guadagnato in spessore lo scorso anno. Con un ammontare di \$ 22 miliardi, la sua espansione ha superato quella della sua contropartita interna (esclusi i titoli di stato) che è rimasta più costosa e meno flessibile.

... con differenti implicazioni per l'euromercato

Nello stesso tempo, i recenti sviluppi normativi hanno decisamente contribuito a livellare le disuguaglianze concorrenziali tra l'euromercato e i mercati interni. Il successo della formula dell'obbligazione globale ne è l'esempio più evidente. Tale tecnica consiste nel lancio contestuale di un'emissione nel Nord America, in Europa e in Asia. L'obbligazione globale assomma in sé le caratteristiche delle obbligazioni interne (quanto alle procedure di registrazione) e quelle delle euroobbligazioni (per la struttura delle commissioni), e può essere detenuta o compensata attraverso sistemi sia internazionali (Euroclear e Cedel) che interni. Introdotta dalla Banca Mondiale nel settembre 1989, a fine 1992 le obbligazioni globali in essere ammontavano a \$ 37 miliardi, di cui quasi \$ 15 miliardi emessi dalla Banca Mondiale. Tra gli emittenti figurano tutte le categorie di mutuatari, mentre i settori di denominazione, inizialmente limitati al dollaro USA, comprendono ora il dollaro canadese, il dollaro australiano e lo yen.

Il successo della formula basata sull'obbligazione globale ...

Le obbligazioni globali accrescono considerevolmente le possibilità di raccolta per i mutuatari e ne riducono i costi. I sottoscrittori di questi strumenti, principalmente investitori istituzionali, hanno accettato rendimenti più bassi in cambio di un elevato grado di liquidità. Questa tecnica ha tuttavia i suoi limiti. Per essere idonee al collocamento sul mercato USA, le emissioni

... e i suoi limiti

devono ottemperare alle severe prescrizioni statunitensi in materia di registrazione. Inoltre, esse sono circoscritte ai mutuatari di prim'ordine e, in generale, a collocamenti singoli di elevato importo. Infine, le differenti valutazioni a seconda dei vari centri e una diversa capacità di assorbimento possono ridurre i legami tra i mercati. In effetti, diverse emissioni globali risultano essere state assorbite in seguito quasi esclusivamente da un unico mercato, con disparità di condizioni di prezzo che indicano limitate possibilità di arbitraggio tra le varie aree.

## Il mercato dell'ECU privato

Brusca inversione di tendenza nell'attività sul mercato dell'ECU e passaggio ...

... da una crescita vigorosa nel primo semestre ...

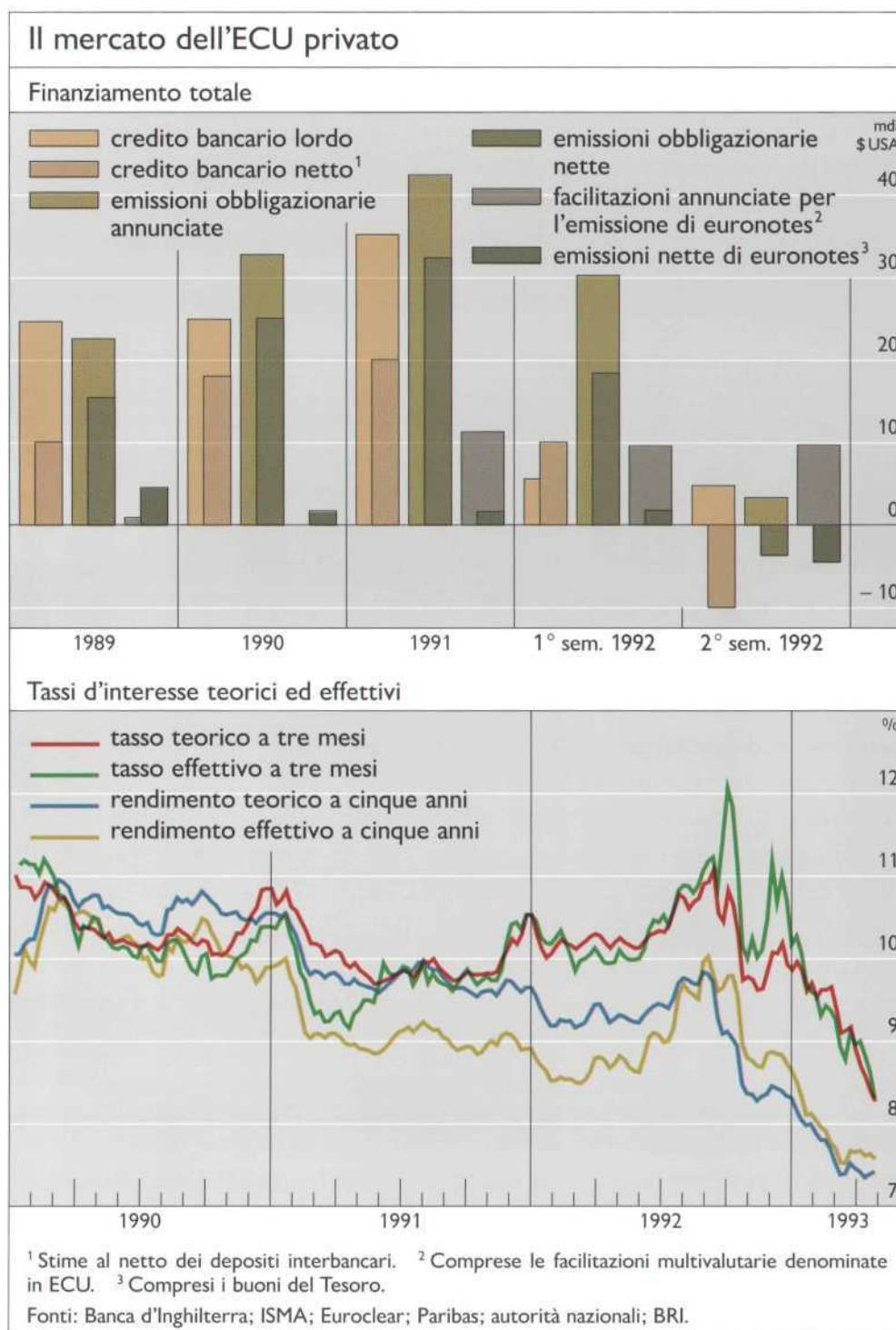
L'improvvisa riconsiderazione del ruolo dell'ECU dopo il responso negativo del referendum danese sul Trattato di Maastricht, il 2 giugno 1992, ha avuto un forte impatto sul mercato dell'ECU privato. L'inversione di tendenza è tanto più spettacolare in quanto il clima di euforia prevalso dopo l'accordo di Maastricht del dicembre 1991 aveva dato forte impulso alle operazioni in titoli denominati in ECU. Nei primi sei mesi del 1992 le emissioni annunciate di obbligazioni internazionali in ECU, pari a \$ 21 miliardi, avevano stabilito quasi un nuovo primato, mentre l'espansione del volume dei titoli in essere, di quasi \$ 15 miliardi, è stata la maggiore nell'ambito del mercato euroobbligazionario. Sui mercati interni, le nuove emissioni obbligazionarie nette dei governi di Francia e Regno Unito hanno raggiunto l'ammontare senza precedenti di \$ 5 miliardi. In effetti, con un totale di \$ 20 miliardi di obbligazioni di riferimento lanciate durante questo periodo da mutuatari sovrani e sovranazionali, lo spessore e la liquidità del mercato sono aumentati considerevolmente. In particolare, hanno fatto la loro prima apparizione due *notes* a tre anni del Tesoro britannico e un'obbligazione trentennale del Tesoro francese. Le contrattazioni di titoli in ECU sul mercato secondario attraverso Cedel e Euroclear hanno superato del 40% il livello del 1991. Dato il grande interesse degli investitori, i rendimenti venivano quotati con sconti rilevanti rispetto ai valori teorici.

Analogamente, nel settore bancario ingenti afflussi di depositi da soggetti non bancari e detentori ufficiali sia all'interno sia all'esterno della Comunità europea hanno dato luogo a un eccesso di offerta rispetto alle capacità di impiego. Di conseguenza, la posizione aggregata netta in ECU delle banche, sostanzialmente in equilibrio alla fine del 1991, è divenuta debitoria per \$ 16 miliardi a metà 1992. Le pressioni al ribasso sui tassi dei depositi, sospinti al disotto dei livelli teorici, hanno indotto taluni intermediari a scorporare il paniere nelle valute componenti.

... al virtuale arresto dell'attività ...

Dopo il 2 giugno le nuove emissioni di titoli denominati in ECU sono praticamente cessate. Nel mercato secondario il meccanismo di compensazione dell'ISMA ("International Securities Market Association") ha subito un tracollo e le liquidazioni su vasta scala effettuate da investitori istituzionali hanno fatto sì che i rendimenti sulle emissioni di riferimento, precedentemente inferiori ai livelli teorici, li superassero di un ampio margine. I programmi per le emissioni di titoli di stato sono stati sospesi e le transazioni in strumenti meno liquidi si sono praticamente esaurite. Sono state temporaneamente sospese le contrattazioni di *futures* in ECU al MATIF,





mentre i detentori di depositi in tale unità monetaria si sono ritirati dal mercato bancario.

Tuttavia, l'esito del primo referendum danese ha costituito solo uno dei fattori che nel secondo semestre del 1992 hanno influito sull'attività in ECU privati. Già all'inizio dell'anno il mercato aveva dato crescenti segni di tensione. Con l'attenuarsi dell'iniziale euforia seguita all'accordo di Maastricht, sono emerse perplessità circa la sua applicazione pratica. Il mancato realizzarsi delle aspettative di riduzione dei tassi d'interesse europei e di stabilità dei cambi ha accresciuto le incertezze. Taluni programmi di emissioni di stato di

... in quanto le crescenti incertezze...

rilevante ammontare hanno talora incontrato difficoltà di assorbimento, mentre la concorrenza serrata e il numero crescente di *market-makers* hanno compresso i margini di profitto. Lo sconto delle obbligazioni quinquennali in ECU sui loro rendimenti teorici, che nei primi mesi dell'anno aveva oscillato fra 50 e 75 punti base, ha cominciato a ridursi in maggio, allorché in Francia è stata ventilata la possibilità di un referendum sul Trattato, annunciato poi ufficialmente il 5 giugno.

... conducono  
a una generale  
riconsiderazione  
del ruolo  
dell'ECU

Nonostante le massicce pressioni in vendita sviluppatesi rapidamente dopo il referendum danese, il mercato non si è completamente prosciugato. In effetti, le transazioni sul mercato secondario e il volume dei contratti negoziati al MATIF hanno raggiunto un massimo in giugno. Il differenziale tra rendimenti di mercato e teorici si è ben presto ridotto per poi oscillare entro un margine ristretto sino alla fine di agosto. In seguito, le incertezze legate alla ratifica del Trattato da parte dei paesi membri, specie alla vigilia del referendum francese del 20 settembre, l'accentuarsi delle pressioni su diverse valute europee e la connessa divergenza tra i tassi d'interesse delle singole monete europee hanno costituito i principali fattori frenanti. La crisi ha raggiunto l'acme in settembre, allorché il differenziale tra i rendimenti quinquennali effettivi e teorici in ECU, che era divenuto positivo in agosto, si è ampliato a oltre mezzo punto percentuale.

Segni di  
resilienza del  
mercato...

Nondimeno, nella seconda metà dell'anno il mercato ha mostrato segni di resilienza. Malgrado la sospensione di molte emissioni, non è venuto del tutto a mancare il sostegno ufficiale; in particolare, le aste mensili di buoni del Tesoro britannico in ECU e i programmi per l'emissione di obbligazioni collegate all'ECU da parte della Grecia sono proseguiti, sebbene a ritmo generalmente più lento che in precedenza. Inoltre, l'attività sul mercato secondario e le contrattazioni in *futures* a breve e a lungo termine si sono mantenute mediamente al di sopra dei livelli del 1991. Anche le attività in ECU delle banche hanno continuato ad espandersi, malgrado le ingenti liquidazioni di depositi da parte di una vasta gamma di investitori, che hanno determinato un calo di \$ 16 miliardi nelle passività in ECU delle banche, costringendole a ricostituire ECU. Di conseguenza, la loro posizione aggregata netta in ECU, che a fine giugno era debitoria per \$ 16 miliardi, è passata in attivo per \$ 4 miliardi a fine anno. Le compensazioni interbancarie, lungi dal ridursi, hanno raggiunto in settembre una media quotidiana record di ECU 56 miliardi e per tutto il resto dell'anno sono rimaste al di sopra della media del 1991. Il sistema di compensazione ha beneficiato anche dell'impegno di diverse banche centrali ad accordare ai partecipanti facilitazioni creditizie. La liquidità bancaria ha tratto vantaggio dallo smobilizzo, da parte degli investitori, di collocamenti a lungo termine, essendo stato rimborsato un rilevante ammontare di obbligazioni denominate in ECU. Sono stati anche erogati nuovi prestiti consorziali in ECU a Regno Unito e Svezia, destinati alla ricostituzione di riserve in valuta o al finanziamento dei disavanzi del settore pubblico, sebbene i fondi siano stati attinti in marchi e in altre monete nazionali.

... che trovano  
conferma agli  
inizi del 1993

Agli inizi del 1993 vi è stato un certo recupero di fiducia, con un ritorno sia dei mutuatari sia degli investitori. Nel primo trimestre le nuove emissioni obbligazionarie annunciate sono ammontate a \$ 4 miliardi, tutte per conto di mutuatari sovrani o sovranazionali. L'ampio volume di fondi resi disponibili dai



rimborsi ha costituito un importante fattore di sostegno, giacché l'espansione del mercato obbligazionario in ECU, al netto di tali rimborsi, è risultata di appena \$ 1,2 miliardi.

## I mercati degli strumenti derivati

### *Financial futures e opzioni negoziati in borsa*

Nel 1992 il volume dei contratti in *financial futures* e opzioni trattati presso le borse organizzate è aumentato del 35%, ossia in misura ben superiore all'anno precedente. Particolarmente forte è stata la crescita sui mercati europei, ma si sono accresciute notevolmente anche le contrattazioni presso le borse negli Stati Uniti, in America Latina e in molti centri dell'Asia, mentre esse sono diminuite per il secondo anno consecutivo in Giappone.

Volume record di strumenti trattati presso le borse organizzate ...

L'esplosione dell'attività in Europa ha rispecchiato principalmente l'accresciuta esigenza di copertura connessa all'instabilità dei tassi d'interesse durante le perturbazioni valutarie. Tuttavia, essa è anche dovuta alle difficoltà emerse nelle operazioni di copertura sui mercati a pronti, nonché al rarefarsi della

Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse a livello mondiale						
Strumenti	Volume annuo delle contrattazioni					Posizioni in essere a fine 1992
	1988	1989	1990	1991	1992	
	in milioni di contratti					in miliardi di dollari USA
Futures di tasso d'interesse	156,3	201,0	219,1	234,7	335,4	3.048,1
Su strumenti a breve	33,7	70,2	75,8	84,8	130,8	2.802,3
di cui: eurodollaro a tre mesi <sup>1</sup>	25,2	46,8	39,4	41,7	66,9	1.389,6
euroyen a tre mesi <sup>2</sup>	0,0	4,7	15,2	16,2	17,4	431,8
euromarco a tre mesi <sup>3</sup>	0,0	1,6	3,1	4,8	12,2	229,2
Su strumenti a lungo termine	122,6	130,8	143,3	149,9	204,6	245,9
di cui: obbligazioni del Tesoro USA <sup>4</sup>	73,8	72,8	78,2	69,9	71,7	31,3
obbligazioni di stato francesi <sup>5</sup>	12,4	15,0	16,0	21,1	31,1	21,0
obbligazioni di stato giapponesi <sup>6</sup>	18,8	19,1	16,4	12,9	12,1	105,9
obbligazioni di stato tedesche <sup>7</sup>	0,3	5,3	9,6	12,4	18,9	27,8
Opzioni di tasso d'interesse e opzioni su futures di tasso d'interesse	30,5	39,5	52,0	50,8	64,8	1.385,4
Futures valutari	22,1	27,5	29,1	29,2	30,7	24,5
Opzioni valutarie e opzioni su futures valutari	18,2	20,7	18,8	21,5	23,0	80,0
Totale	227,1	288,6	319,1	336,2	453,9	4.538,0
di cui: negli Stati Uniti	165,3	198,1	205,7	199,7	238,7	2.538,2
in Europa	32,6	49,0	61,0	84,4	140,5	1.055,4
in Giappone	18,8	23,7	33,6	30,0	28,7	537,6

<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: TIFFE e SIMEX. <sup>3</sup> Negoziato presso il Marché à Terme International de France (MATIF) e LIFFE. <sup>4</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>5</sup> Negoziato presso il MATIF. <sup>6</sup> Negoziato presso: TSE, LIFFE e CBOT. <sup>7</sup> Negoziato presso: LIFFE e Deutsche Terminbörse (DTB).

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

... durante  
le turbolenze  
sui mercati  
monetari  
e dei cambi...

... importanza  
dei futures  
nel sostenere  
la liquidità  
dei mercati  
a pronti...

... e nell'atte-  
nuare i problemi  
di liquidità su  
taluni mercati  
fuori-borsa

liquidità sui mercati fuori-borsa degli strumenti derivati collegati a tassi d'interesse e cambi. L'espansione di gran lunga maggiore è stata registrata dalle transazioni su strumenti a breve termine. Le contrattazioni in *futures* su marchi e franchi francesi a breve sono più che raddoppiate rispetto ai loro precedenti massimi, e nel solo mese di settembre sono ammontate a circa un sesto del totale per l'intero anno. Durante questo periodo si è notevolmente ampliata anche l'attività nei principali *futures* di tasso d'interesse e connesse opzioni su obbligazioni di stato europee a lungo termine, così come il volume delle operazioni sui mercati *futures* minori di Italia, Spagna e dei paesi nordici.

Le turbolenze hanno fornito un'ulteriore dimostrazione del ruolo svolto dai *futures* nel sostenere la liquidità dei sottostanti mercati a pronti, specie in periodi di instabilità. In taluni paesi con valute sotto pressione, gli strumenti a breve privi di corrispondenti contratti *futures* hanno incontrato maggiori problemi di liquidità rispetto ai mercati in cui tali contratti erano disponibili, dando luogo ad anomalie di prezzo lungo la curva dei rendimenti sui mercati dei titoli di stato. In risposta, alcune borse, in particolare in Francia, Italia e Spagna, hanno introdotto nuovi contratti *futures* per colmare le lacune nel ventaglio delle scadenze.

Nonostante l'intensità delle pressioni sui cambi, il volume dei contratti in *futures* e opzioni collegati a valute trattati nelle borse si è accresciuto soltanto del 5 e del 7% rispettivamente. In passato questi settori erano stati nettamente sopravanzati dai corrispondenti mercati fuori-borsa. Tuttavia, i problemi di liquidità emersi in settembre e ottobre nel segmento dei tassi incrociati europei di questi mercati hanno dirottato le operazioni verso le borse organizzate, con il risultato che in settembre le contrattazioni di borsa in opzioni sulle principali valute degli AEC sono aumentate a un ritmo doppio rispetto a quello usuale. La crescita ha perso slancio allorché, verso la fine dell'anno, è migliorata la liquidità sui mercati fuori-borsa.

#### *I mercati fuori-borsa*

Sebbene alcuni segmenti abbiano subito una notevole contrazione durante e dopo le perturbazioni valutarie europee, in generale l'attività nei principali mercati fuori-borsa ha continuato ad espandersi a ritmo sostenuto.

Mercati di determinati strumenti derivati negoziati fuori borsa <sup>1</sup>						
Strumenti	Nuovi contratti stipulati					Ammontare in essere a fine 1991
	1988	1989	1990	1991	1992 1° sem.	
	in miliardi di dollari USA					
Swaps di tasso d'interesse	568,1	833,5	1.264,3	1.621,8	1.318,3	3.065,1
Swaps di valute <sup>2</sup>	124,2	178,1	212,8	328,4	156,1	807,2
Altri strumenti derivati collegati a swaps <sup>3</sup>	..	335,5	292,3	382,7	293,6	577,2
Totale <sup>4</sup>	..	1.347,1	1.769,4	2.332,9	1.768,0	4.449,5

<sup>1</sup> Ammontare nominale di capitale su cui sono basati i contratti. <sup>2</sup> Al netto delle duplicazioni di posizioni notificate da entrambe le controparti, compresi gli swaps combinati di tasso d'interesse e di valuta. <sup>3</sup> Caps, collars, floors e swaptions. <sup>4</sup> Esclusi gli altri strumenti trattati fuori borsa, come i contratti di tasso d'interesse a termine (FRA), le opzioni valutarie, le transazioni in cambi a termine e gli strumenti derivati collegati ad azioni e merci.

Fonte: ISDA.



*Swaps di tasso d'interesse e di valuta.* Nel primo semestre del 1992, ultimo periodo per il quale sono disponibili dati, è stato concordato un ammontare record di \$ 1.318 miliardi (in termini di ammontare nominale) di nuovi *swaps* di tasso d'interesse, inferiore solo del 20% al totale del 1991. Questa forte espansione è dovuta sia all'esuberanza dei mercati degli strumenti sottostanti sia all'ulteriore diffusione nell'impiego di *swaps* da parte di istituzioni finanziarie a scopo di finanziamento e di gestione del rischio. Dal lato degli utilizzatori finali del mercato sono nettamente cresciute le transazioni con società finanziarie e non finanziarie europee e statunitensi, nonché con enti del settore pubblico. In effetti, nel primo semestre del 1992 le imprese finanziarie europee hanno contribuito per quasi un terzo al totale di nuovi *swaps* con utilizzatori finali, rispetto al 24% del 1991, mentre si sono ridotte le operazioni con controparti finanziarie in Asia. I nuovi contratti in valute diverse dal dollaro hanno pressoché uguagliato i nuovi *swaps* in dollari, a riprova della diffusione nell'impiego degli *swaps* di tasso d'interesse a livello mondiale. Una crescita particolarmente sostenuta è stata registrata dai settori del marco, del franco francese e della lira, ma anche altre valute hanno in genere partecipato all'aumento.

Forte aumento degli *swaps* di tasso d'interesse tra istituzioni finanziarie ...

... e nei settori di denominazione diversi dal dollaro ...

L'espansione nel mercato degli *swaps* di valuta, che aveva superato quella registrata nel 1991 nel comparto degli *swaps* d'interesse, ha subito un rallentamento nel primo semestre del 1992. Le nuove operazioni aventi come controparte lo yen sono diminuite notevolmente e si sono avute flessioni anche nei contratti su franchi svizzeri e dollari USA. Degna di nota è la forte contrazione nella quota di nuovi *swaps* concordati tra i principali intermediari di questo mercato. Dal lato degli utilizzatori finali, anche le istituzioni finanziarie hanno diminuito la loro quota, e la crescita ha riguardato essenzialmente le amministrazioni pubbliche europee e le imprese statunitensi e asiatiche.

... ma ridotta attività in *swaps* di valute

*Altri strumenti derivati collegati a swaps.* Parallelamente all'espansione degli *swaps* di tasso d'interesse, i mercati degli strumenti collegati a *swaps* hanno registrato una crescita vigorosa. Di riflesso all'ingente volume di titoli emessi al basso livello dei tassi d'interesse USA, un elevato ammontare di *caps* denominati in dollari è stato venduto a emittenti di strumenti a tasso variabile

Espansione degli strumenti collegati a *swaps*

Caratteristiche principali del mercato degli <i>swaps</i> di tasso d'interesse							
Componenti	Dollaro USA	Yen	Marco	Sterlina	Franco svizzero	Franco francese	Altre valute
	valore nominale di capitale in miliardi di dollari USA						
Swaps in essere a fine 1991							
suddivisi in base alla controparte:							
utilizzatori finali	831,0	214,0	152,2	147,3	72,9	99,0	206,4
interbancari*	675,0	264,9	111,2	106,3	64,7	16,6	103,6
Nuovi <i>swaps</i> nel primo semestre 1992							
suddivisi in base alla controparte:							
utilizzatori finali	360,1	76,9	53,3	41,8	18,5	60,1	89,9
interbancari*	321,9	113,8	49,0	43,9	20,7	9,0	59,4
* Swaps tra i membri dell'ISDA al netto delle duplicazioni di posizioni. Fonte: ISDA.							

### Composizione per monete dei nuovi swaps di valuta nel primo semestre 1992

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	38,0	26,0	12,1	26,6	16,2
Franco svizzero	26,3	8,8	17,5	21,5	7,0
Marco	24,4	10,7	13,7	19,7	9,0
ECU	19,8	11,4	8,4	17,1	9,7
Dollaro canadese	16,4	13,8	2,6	15,2	7,3
Sterlina	15,5	8,2	7,3	13,5	5,2
Lira	15,3	8,5	6,8	11,8	8,7
Totale parziale	155,7	87,4	68,3	125,4	63,0
Altre monete	49,9	19,2	30,7	35,6	22,3
<i>meno: duplicazioni per gli swaps fra valute diverse dal dollaro</i>					
	-49,5		-49,5	-39,1	-16,1
Totale	156,1	106,6	49,5	121,9	69,2

<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.

desiderosi di assicurarsi i bassi tassi d'interesse. Sono altresì aumentate le combinazioni di *caps* e *floors*, associate in parte alla crescita di emissioni a tasso variabile soggetto a *collar*. Anche le opzioni su *swap* (*swaptions*) in valute europee tra operatori interbancari si sono alquanto intensificate con il rafforzarsi delle aspettative di imminenti modifiche dei tassi d'interesse in Europa. L'attività ha tuttavia subito un rallentamento nel secondo semestre dell'anno, in quanto le perturbazioni sui mercati monetari e valutari hanno reso sempre più difficile la copertura e la fissazione dei termini di prezzo per questi strumenti.

#### Altri sviluppi

Per quanto concerne i mercati organizzati, nel periodo in rassegna sono proseguite due tendenze già manifestatesi negli ultimi anni. Da un lato, si è fatta più serrata la concorrenza sia tra le borse organizzate sia tra queste e i mercati paralleli per la conquista di quote di mercato. In Europa i *futures* sulle obbligazioni di stato spagnole sono stati introdotti quasi contemporaneamente a Barcellona e a Londra. Analogamente, i contratti sulle obbligazioni tedesche a medio termine hanno cominciato ad essere trattati sia a Francoforte che a Londra. D'altro lato, nella crescente consapevolezza che la frammentazione delle transazioni va a scapito della liquidità e dirota le operazioni verso strumenti trattati fuori borsa, sono state annunciate nuove alleanze tra mercati. Il MATIF ("Marché à Terme International de France") e la DTB ("Deutsche Terminbörse"), rispettivamente seconda e terza borsa europea in ordine d'importanza, hanno concluso un accordo agli inizi di quest'anno che consente ai loro membri di negoziare alcuni dei rispettivi contratti e contempla la possibilità di stabilire ulteriori legami tra i mercati e le procedure

Si intensifica  
la concorrenza  
tra i mercati  
organizzati ...

... promuovendo  
nuove alleanze  
per contenere la  
frammentazione  
delle contratta-  
zioni ...



di contrattazione. Il CBOT ("Chicago Board of Trade") e il LIFFE ("London International Financial Futures Exchange") hanno a loro volta preso in considerazione l'ammissione al listino di alcuni dei rispettivi prodotti. Queste alleanze vanno ad aggiungersi a quella conclusa lo scorso anno tra quattro borse europee minori e integrano il Globex, sistema telematico globale di contrattazione su 24 ore, che consente agli operatori di avere accesso a una serie di contratti mediante un unico canale elettronico. L'impulso che tali alleanze forniscono all'adozione di procedure comuni di contrattazione e compensazione è destinato a promuovere la convergenza tra le borse e a rendere più integrati i mercati dei *futures* e delle opzioni nei prossimi anni.

... e prospettando una maggiore convergenza in futuro ...

L'esodo delle operazioni verso i mercati paralleli ha anche indotto alcune borse, in particolare negli Stati Uniti, a considerare l'introduzione di contratti dotati in parte della stessa flessibilità degli strumenti fuori-borsa, ma al tempo stesso in grado di assicurare i vantaggi della compensazione centrale e della trasparenza di prezzo offerti dai contratti negoziati presso le borse organizzate. Sono stati altresì riproposti progetti di compensazione istituzionale per i contratti fuori-borsa. Tali meccanismi potrebbero ridurre il rischio di controparte insito in questi strumenti, che ne aveva determinato la forte concentrazione in un numero ristretto di società di prim'ordine. Essi potrebbero altresì ridurre l'incentivo per gli operatori con minore merito di credito a creare affiliate capitalizzate separatamente con *rating* AAA, come molti di essi avevano cercato di fare recentemente. Sono stati tuttavia sollevati dubbi circa l'accettabilità dei costi finanziari connessi a tali istituzioni e la loro capacità di rimanere immuni dai problemi di contagio che affliggono le strutture conglomerate allorché una delle loro affiliate è in difficoltà. Da parte delle autorità di vigilanza bancaria sono state anche avanzate riserve sul fatto che siano vincolati in tali unità capitale e garanzie reali della casa-madre a vantaggio di determinate controparti.

... forse anche fra taluni segmenti dei mercati fuori-borsa e quelli organizzati

Nel periodo in esame sono state inoltre eliminate talune incertezze di natura giuridica che gravavano su certi segmenti del mercato degli strumenti derivati. L'ISDA ("International Swap Dealers Association") ha pubblicato il suo nuovo "Master Agreement" che definisce i diritti e gli obblighi delle controparti in operazioni di *swaps* nei casi di insolvenza. Negli Stati Uniti, in connessione con la riconferma da parte del Congresso dei poteri di controllo conferiti al CFTC ("Commodity Futures Trading Commission"), è sorta una controversia in merito alla questione se uno *swap* debba essere equiparato a un contratto *futures* e vada quindi negoziato presso le borse organizzate e sottoposto al relativo controllo istituzionale. Una decisione a favore di una siffatta definizione, peraltro non adottata, avrebbe messo in questione la validità giuridica e l'esecutorietà degli *swaps* stipulati con controparti USA. Ciò avrebbe potuto creare una situazione simile a quella determinatasi dopo la sentenza che nel Regno Unito aveva dichiarato invalidi gli *swaps* stipulati da enti locali britannici, ma coinvolgendo in questo caso una parte ben più ampia del mercato degli *swaps*.

Risolte alcune ambiguità giuridiche ...

Lo scorso anno si è intensificata l'attenzione degli organi di controllo nei confronti dei mercati fuori-borsa in rapido sviluppo, traendo spunto da numerosi studi, in parte da essi stessi sollecitati, sui rischi inerenti a tali operazioni.

...mentre  
aumenta l'interes-  
samento degli  
organi di  
controllo...

...e talune preoc-  
cupazioni sono  
accentuate dalla  
crisi negli AEC

Mentre nessuno di questi studi contesta l'utilità degli strumenti derivati a fini di copertura, i motivi di preoccupazione degli organi di controllo si sono concentrati su quattro aspetti: l'adeguatezza delle procedure di gestione del rischio a livello di singole società; la presunzione di liquidità e altre ipotesi su cui si basano la determinazione dei prezzi e l'assunzione di posizioni di copertura nei prodotti derivati; i legami sempre più profondi che tali strumenti hanno promosso tra i vari mercati e la mancanza di trasparenza negli stessi mercati di questi prodotti. La fondatezza di alcuni di questi timori è sottolineata dalle difficoltà incontrate sui mercati delle opzioni e degli strumenti di tasso d'interesse e di valuta collegati a opzioni all'epoca delle perturbazioni negli AEC. Numerose opzioni su tassi incrociati AEC venivano stipulate ai limiti d'intervento, o persino al di là di essi, anche quando le valute si situavano ancora entro la griglia di parità. Finché le parità centrali venivano considerate sostenibili, non si ritenevano necessarie operazioni di copertura da parte dei sottoscrittori di opzioni. Tuttavia, con l'aumentare dell'incertezza sulla tenuta dei tassi centrali, tali posizioni sono divenute a rischio. Ciò ha innescato una corsa alla copertura accrescendo le pressioni sulle monete in difficoltà. La fissazione dei termini di prezzo e la copertura delle opzioni sono divenute sempre più difficili, in quanto la maggiore instabilità dei corsi sottostanti invalidava i modelli di *pricing* e in quanto sui mercati monetari delle monete indebolite le condizioni di liquidità si erano fatte più tese. Ne è derivato un aumento della volatilità implicita e degli *spreads* sul mercato delle opzioni valutarie, che ha portato all'arresto delle transazioni per gran parte di settembre. Mentre gli interventi delle banche centrali hanno consentito a taluni sottoscrittori di opzioni di coprire le proprie posizioni, le successive svalutazioni hanno comportato sostanziali perdite per altri.

Vi sono indicazioni che le perturbazioni valutarie hanno indotto molti operatori a riesaminare i loro modelli di *pricing* e le tecniche di gestione del rischio, nonché a riconsiderare la loro presenza su mercati spesso fortemente concentrati. I segmenti più colpiti dalle turbolenze hanno subito una riduzione dell'attività e gli *spreads*, ampliatisi fortemente durante la crisi, sono rimasti su livelli elevati.

## Oro

Fiacco  
andamento delle  
quotazioni

Nonostante un marcato rafforzamento della domanda in Asia, lo scorso anno il prezzo dell'oro è nuovamente calato. Gli acquisti di oro per usi industriali e affini, in particolare per oreficeria, hanno superato la produzione mineraria occidentale in misura maggiore di quanto sia avvenuto nel 1991. Consistenti cessioni di disponibilità ufficiali e varie operazioni finanziarie collegate all'oro hanno accresciuto l'offerta sul mercato, mentre le acquisizioni nette di altri paesi, in particolare della Cina, hanno ridotto i quantitativi disponibili sui mercati occidentali.

L'accresciuta  
produzione  
mineraria...

La produzione mineraria occidentale si è accresciuta del 3,7% nel 1992, dopo l'incremento dell'1,7% registrato l'anno precedente. L'espansione è stata alquanto generalizzata, essendo aumentata sia la produzione delle nuove zone minerarie a più basso costo sia quella del Sudafrica e degli Stati Uniti.



Mercato dell'oro: fonti e impieghi (stime)					
Voci	1988	1989	1990	1991	1992
	tonnellate				
Produzione occidentale <sup>1</sup>	1.550	1.680	1.745	1.775	1.840
Sudafrica	621	608	605	601	614
Stati Uniti	201	266	294	294	322
Australia	157	204	243	236	240
Canada	135	160	167	177	157
Brasile	102	101	84	79	77
Papua Nuova Guinea	37	34	34	61	71
Cile	27	29	33	33	40
Indonesia	12	11	13	18	40
Altri paesi	258	267	272	276	279
Variazioni nelle disponibilità auree ufficiali <sup>2</sup>	-175	175	35	70	320
Offerta netta da operazioni finanziarie <sup>1,3</sup>	330	140	240	40	150
Altri fornitori <sup>4</sup>	260	300	350	250	-100
Totale (= impieghi stimati non monetari)	1.965	2.295	2.370	2.135	2.210
Per memoria:	medie annue, in dollari USA per oncia				
prezzi di mercato dell'oro					
in dollari USA correnti	437	381	384	362	344
in dollari USA costanti <sup>5</sup>	99	82	79	71	66

<sup>1</sup> Sulla base dei dati pubblicati da "Gold Fields Mineral Services Ltd" (Londra). <sup>2</sup> Sulla base dei dati segnalati al FMI; - = aumento delle disponibilità auree ufficiali. <sup>3</sup> Comprende prestiti di oro, vendite a termine e operazioni di copertura a fronte di opzioni. <sup>4</sup> Ammontare netto fornito ai mercati occidentali da ex Unione Sovietica, Cina e da taluni produttori minori. <sup>5</sup> Dati deflazionati in base all'indice USA dei prezzi al consumo (1953 = 100).

L'inversione della tendenza flettente del più importante paese produttore del mondo può essere attribuita al deprezzamento del *rand* nei confronti del dollaro USA e a sia pure modesti guadagni di produttività, che congiuntamente hanno contribuito a sostenere la redditività dell'industria di estrazione. L'offerta netta derivante da operazioni collegate a oro ha fornito al mercato una quantità stimata di 150 tonnellate.

Le informazioni sulle transazioni auree di Russia e Cina restano lacunose. Nondimeno, i dati disponibili fanno ritenere che l'ex Unione Sovietica abbia continuato a fornire importanti quantitativi ai mercati occidentali, nonostante le difficoltà produttive e l'aumento notificato delle disponibilità ufficiali. Tuttavia la Cina pare aver assorbito quantitativi di oro molto maggiori delle forniture al mercato provenienti dall'ex Unione Sovietica. Sebbene la produzione cinese abbia continuato ad aumentare, la forte espansione economica, le crescenti pressioni inflazionistiche e la scarsità di attività finanziarie con rendimenti reali positivi hanno contribuito a sostenere la domanda in questo paese.

Nel 1992 le riserve auree ufficiali nette si sono ridotte di 320 tonnellate, registrando così la più forte contrazione dal 1979. Essa è dovuta in buona parte alle vendite, per 202 tonnellate, effettuate dal Belgio in giugno. Tuttavia, a seguito dell'oro riaffluito con la liquidazione di precedenti operazioni di *swaps* con il FECOM, la contrazione delle riserve auree ufficiali di questo paese è stata inferiore alle sue vendite. Dopo quella del Belgio, la più ampia riduzione

... è controbilanciata da acquisizioni nette della Cina

Consistenti vendite ufficiali

(94 tonnellate) ha riguardato le riserve del Canada, che a fine anno erano scese a sole 309 tonnellate contro le 630 di dieci anni prima. Nei primi mesi del 1993 il totale delle disponibilità ufficiali ha continuato a diminuire, principalmente a seguito del regolamento di vendite a termine per 400 tonnellate effettuate in novembre dalla banca centrale dei Paesi Bassi.

Ridotta variabilità  
di prezzo nel 1992

Nel complesso, la domanda privata di oro ha mostrato un maggior vigore nel 1992, dovuto soprattutto ai maggiori acquisti in Asia. Se si prescinde da un leggero e temporaneo aumento del prezzo del metallo in luglio e nuovamente in settembre, le forti perturbazioni sui mercati dei cambi non hanno accresciuto di molto l'attrattiva dell'oro. Anche nella fase di più forte turbolenza le sue quotazioni si sono mosse entro margini alquanto ristretti. In effetti, la variabilità giornaliera dei prezzi ha continuato a diminuire nel 1992, e lo scarto quadratico medio delle variazioni percentuali giornaliere delle quotazioni è sceso a 0,49 soltanto rispetto a un minimo di 0,70 nell'anno precedente.

Nel primo trimestre del 1993 le quotazioni si sono mantenute entro un intervallo ristretto di \$ 326–338. Tuttavia, in seguito le transazioni ben pubblicizzate di alcuni importanti investitori, nonché la forte domanda destinata ai consumi e il rinnovato interesse per l'oro a fini di investimento ne hanno fatto bruscamente salire il prezzo, che a metà maggio aveva quasi raggiunto i \$ 382 l'oncia, il livello più alto degli ultimi ventotto mesi.



## VI. Politica monetaria: aspetti interni ed esterni

### Aspetti salienti

In un contesto caratterizzato dal diffondersi della recessione e dall'insorgenza di turbolenze valutarie in Europa, lo scorso anno la politica monetaria è stata allentata in molti paesi industriali, sebbene in momenti e circostanze differenti. I tassi d'interesse a breve sono stati ulteriormente abbassati negli Stati Uniti e in Giappone, nell'intento di sostenere l'espansione economica, e sono stati ridotti in Germania a iniziare da settembre. In numerosi paesi europei la politica monetaria ha subito un inasprimento a partire dalla metà del 1992 al fine di sostenere gli impegni di cambio, ed è stata quindi nuovamente allentata a ritmi differenziati.

Le autorità monetarie in diversi paesi europei sono state poste di fronte a situazioni di grave conflitto sul piano delle politiche. Da un lato esse intendevano preservare la strategia a medio termine volta a mantenere stabile il tasso di cambio e a controllare l'inflazione; dall'altro, le loro opzioni operative risultavano sempre più vincolate dall'onere debitorio gravante sul settore privato, nonché dalla debolezza dell'attività economica e dell'occupazione. In un certo numero di casi il deprezzamento o la fluttuazione del cambio ha comportato una modifica degli obiettivi intermedi oppure un ridimensionamento del loro ruolo nel governo della moneta. In alcuni paesi sono ora in atto iniziative per ristabilire la credibilità della politica monetaria, basando la stessa su parametri di cambio riveduti o su altre grandezze di riferimento, fra cui gli aggregati monetari ed espliciti obiettivi di inflazione. Resta da vedere in quale misura i diversi nuovi approcci si riveleranno efficaci.

Lo scorso anno le autorità monetarie europee hanno contrastato le pressioni sulle proprie monete con cospicui interventi valutarie e, in vario grado, con aumenti dei tassi d'interesse. I massicci interventi ufficiali hanno reso più difficoltosa la manovra monetaria sia nei paesi in cui vi erano afflussi di capitali, sia in quelli dove erano presenti deflussi. Gli sviluppi dell'anno trascorso hanno mostrato chiaramente come la possibilità di rispettare gli impegni di cambio esistenti dipenda in gran parte dalla misura in cui le autorità intendono e possono innalzare i tassi del mercato monetario anche quando ciò si pone in conflitto con considerazioni di ordine interno. Le differenti esperienze dei singoli paesi fanno ritenere che, allorquando è emerso un conflitto fra obiettivi, la sostenibilità degli impegni di cambio è dipesa in certa misura dagli strumenti operativi a disposizione e dai meccanismi di trasmissione che influenzano la risposta dei più importanti tassi d'interesse interni alle variazioni dei tassi del mercato monetario. Tuttavia, la determinazione di talune autorità nell'accettare forti aumenti dei tassi d'interesse in presenza di un brusco mutamento del clima di mercato si è infine indebolita, essendo divenuti

troppo alti i costi che avrebbe comportato l'affrontare distorsioni di fondo e divergenze nella posizione ciclica senza un aggiustamento del tasso di cambio.

## Obiettivi della politica monetaria e indicatori del suo orientamento

Le politiche monetarie basate su un'ampia gamma di indicatori...

Le difficoltà incontrate durante gli ultimi anni nell'impiego degli aggregati monetari come grandezze-obiettivo intermedie hanno indotto le autorità monetarie di Stati Uniti, Giappone, Australia e di alcuni altri paesi ad adottare approcci basati su un più ampio ventaglio di indicatori. In alcuni casi le difficoltà sono dapprima derivate essenzialmente dall'impatto diretto della deregolamentazione e dell'innovazione finanziaria sulla prevedibilità della domanda di moneta e sulla risposta degli aggregati monetari alle politiche di tasso d'interesse. Più di recente, i problemi incontrati dalle istituzioni di deposito negli Stati Uniti e il ciclo dei prezzi delle attività in Giappone e in taluni paesi europei hanno pregiudicato l'affidabilità degli aggregati monetari come indicatori segnaletici dell'inflazione e del prodotto. Non potendo utilizzare gli aggregati monetari come grandezza di riferimento nella presentazione della propria politica, negli ultimi anni molte banche centrali hanno posto l'accento in misura crescente sull'obiettivo finale della stabilità dei prezzi. In Canada e in Nuova Zelanda l'intendimento di ridurre progressivamente l'inflazione è stato quantificato in valori di obiettivo pubblicati. Anche nel Regno Unito, in Svezia e Finlandia, lo scorso anno sono stati annunciati obiettivi quantificati di inflazione dopo che questi paesi avevano sospeso i propri impegni di cambio.

... sono state ulteriormente allentate lo scorso anno

Poiché i meccanismi di formazione dei prezzi sui mercati dei beni e del lavoro non rispondono immediatamente al mutare delle condizioni monetarie, la politica monetaria può esercitare un effetto diretto sul prodotto nel breve periodo. Il potenziale d'impatto – l'orientamento della politica – spesso è valutato sulla scorta degli andamenti dei tassi d'interesse a breve. In tale valutazione si dovrà inoltre tenere conto, in misura dipendente dalla dimensione e dal grado di apertura dell'economia, dell'evoluzione del tasso di cambio, che costituisce uno dei canali primari attraverso i quali la politica monetaria agisce sulla domanda aggregata. Nei paesi industriali con consolidati regimi di cambio flessibile – Stati Uniti, Canada, Svizzera e Australia – lo scorso anno l'orientamento della politica monetaria, quale appare dall'evoluzione dei tassi d'interesse a breve e del tasso di cambio, è stato ulteriormente allentato. Tuttavia, in più d'uno di questi paesi la tardiva risposta degli altri tassi d'interesse al calo di quelli del mercato monetario ha continuato a smorzare l'impatto dello stimolo monetario sull'attività economica.

Obiettivi di cambio e orientamenti delle politiche nei paesi europei

Nella maggior parte dei paesi europei negli ultimi anni gli impegni di tasso di cambio hanno contribuito a realizzare una convergenza dei tassi d'inflazione. Da tempo in Germania la politica di tasso d'interesse è orientata a contrastare le spinte inflazionistiche interne, e nelle scelte operative continua ad avere un ruolo notevole un obiettivo di crescita monetaria. Di conseguenza, i tassi a breve del mercato monetario sono saliti fino a metà settembre 1992. In altri paesi europei gli impegni di cambio hanno in ampia misura determinato l'orientamento della politica monetaria, e nella maggior parte di essi quest'ultima è



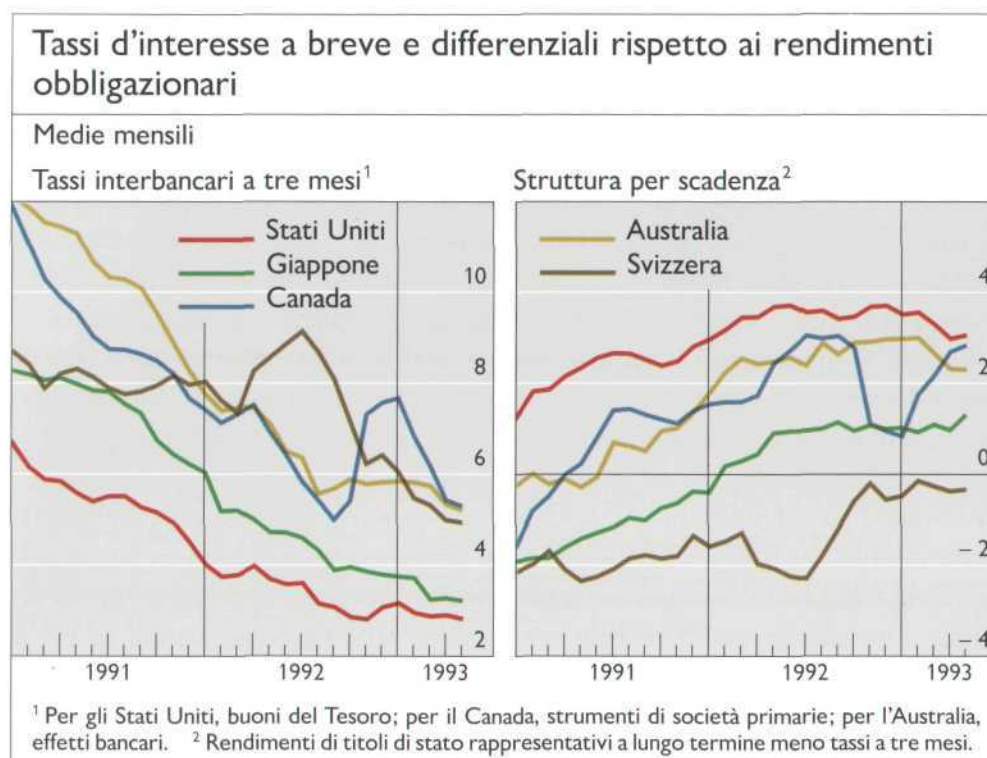
stata fortemente influenzata dalla crisi valutaria di settembre. Allorché la difesa delle parità ha richiesto un aumento dei tassi del mercato monetario, si è fatto più acuto il conflitto con gli obiettivi interni a breve termine. Così è stato in particolare nel Regno Unito, in Svezia, Italia e Irlanda. Un graduale allentamento delle condizioni monetarie in Germania a partire da metà settembre ha consentito in seguito di diminuire i tassi d'interesse a breve in diversi paesi rimasti nel meccanismo di cambio dello SME. Nei paesi che hanno lasciato fluttuare le proprie monete lo scorso anno la sospensione degli impegni di cambio è stata seguita, in varia misura, da un abbassamento dei tassi a breve, e le rispettive valute hanno per lo più subito un forte deprezzamento.

## La politica monetaria nei paesi con consolidati regimi di cambio fluttuante

Negli Stati Uniti, in Giappone, Canada e Australia le banche centrali avevano da tempo progressivamente attuato sensibili riduzioni dei tassi d'interesse a breve per contrastare la debolezza dell'economia. In Canada e in Australia si è assistito a un calo spettacolare dell'inflazione. Fra i primi mesi del 1992 e la primavera di quest'anno i tassi a breve sono stati in complesso abbassati ulteriormente in tutti i predetti paesi e in Svizzera.

Negli Stati Uniti un nuovo deciso allentamento della politica del tasso d'interesse nell'ultima parte del 1991 aveva fatto scendere il tasso sui *federal funds* al 4% circa, rispetto al massimo di quasi il 10% raggiunto nell'aprile 1989. Pur consapevole dei ritardi con cui agisce la manovra monetaria, la Federal Reserve giudicava un'accelerazione della ripresa economica compatibile con ulteriori progressi verso la stabilità dei prezzi, considerando il grado di sottoutilizzo delle risorse e i vincoli finanziari gravanti sulla ripresa economica.

Allentamento della politica di tasso d'interesse negli Stati Uniti...



In risposta ad indicazioni secondo cui il precedente allentamento non aveva stimolato l'attività economica nella misura sperata, nel settembre 1992 il tasso sui *federal funds* è stato portato, in tre riprese, a circa il 3%. Dal luglio scorso il saggio ufficiale di sconto è sceso anch'esso al 3%, il livello più basso dal 1963.

... in Giappone ...

Anche la Banca del Giappone ha cercato di favorire la ripresa economica e un miglioramento delle posizioni di bilancio del settore privato incoraggiando la discesa dei tassi d'interesse a breve. Essa ha infatti gradualmente abbassato il saggio di sconto, dal 6% nel giugno 1991 al 2½% nel febbraio di quest'anno. In passato questo livello era stato raggiunto soltanto nel periodo 1987-89. Si può ritenere che i provvedimenti di stimolo fiscale annunciati dal governo fra l'agosto 1992 e l'aprile 1993 possano contribuire a ridurre l'onere gravante sulla politica monetaria in una misura che nella maggioranza degli altri paesi non sarebbe consentita dalla situazione delle finanze pubbliche.

... Canada ...

In Canada, fra il marzo e l'agosto 1992, di fronte alla grave recessione e alle indicazioni che gli obiettivi pubblicati per l'inflazione erano ormai raggiungibili, i tassi d'interesse a breve sono stati ricondotti su livelli più prossimi a quelli dei corrispondenti tassi USA. Essi sono però stati bruscamente rialzati allorché il dollaro canadese ha subito pesanti pressioni al ribasso in settembre, in connessione con il referendum istituzionale, e in novembre sotto l'influsso dei timori destati dal disavanzo di bilancio e dalle difficoltà finanziarie di alcune grandi società canadesi. I tassi del mercato monetario sono ridiscesi agli inizi del 1993 con l'esaurirsi delle pressioni sul cambio. In Australia la marcata discesa dei tassi a breve, iniziata nel gennaio 1990, è continuata fino al luglio scorso, e il dollaro australiano si è indebolito notevolmente in termini di cambio effettivo. I tassi dei crediti *overnight* sono quindi rimasti invariati fino al marzo 1993, quando sono stati ridotti dal 5¾ al 5½%.

... Australia ...

... e Svizzera

In Svizzera i tassi d'interesse a breve hanno dovuto essere innalzati agli inizi del 1992 per contrastare un marcato indebolimento del franco rispetto al marco tedesco, ma sono stati sensibilmente riabbassati quando la moneta svizzera si è rafforzata sulla scia della crisi in seno agli AEC.

#### *Andamenti degli aggregati monetari*

La ripresa insolitamente debole dell'attività economica nell'America del Nord e la recessione in Giappone hanno continuato a suscitare interrogativi circa l'influsso dei vincoli finanziari e l'efficacia della politica monetaria nello stimolare il prodotto. Mentre taluni osservatori hanno argomentato che la rapida crescita di  $M_1$  registrata lo scorso anno negli Stati Uniti avrebbe potuto preannunciare una reviviscenza dell'inflazione, altri hanno avanzato l'ipotesi che la lenta espansione del credito bancario e degli aggregati monetari ampi negli Stati Uniti e in Giappone fosse indicativa del bisogno di un più forte stimolo monetario. In effetti, le banche centrali di questi due paesi non si basano più su un unico aggregato come principale parametro-guida della politica monetaria.

Fattori della  
debole crescita  
di  $M_2$  negli  
Stati Uniti ...

Negli ultimi due anni la debole crescita di  $M_2$  negli Stati Uniti e di  $M_2 + CD$  in Giappone rispecchiava la dinamica dell'offerta e della domanda di credito in un modo che era sintomatico di debolezza nell'economia. Tuttavia le relazioni di domanda per questi aggregati sono fundamentalmente mutate, come ha mostrato l'eccezionale aumento della velocità di circolazione in



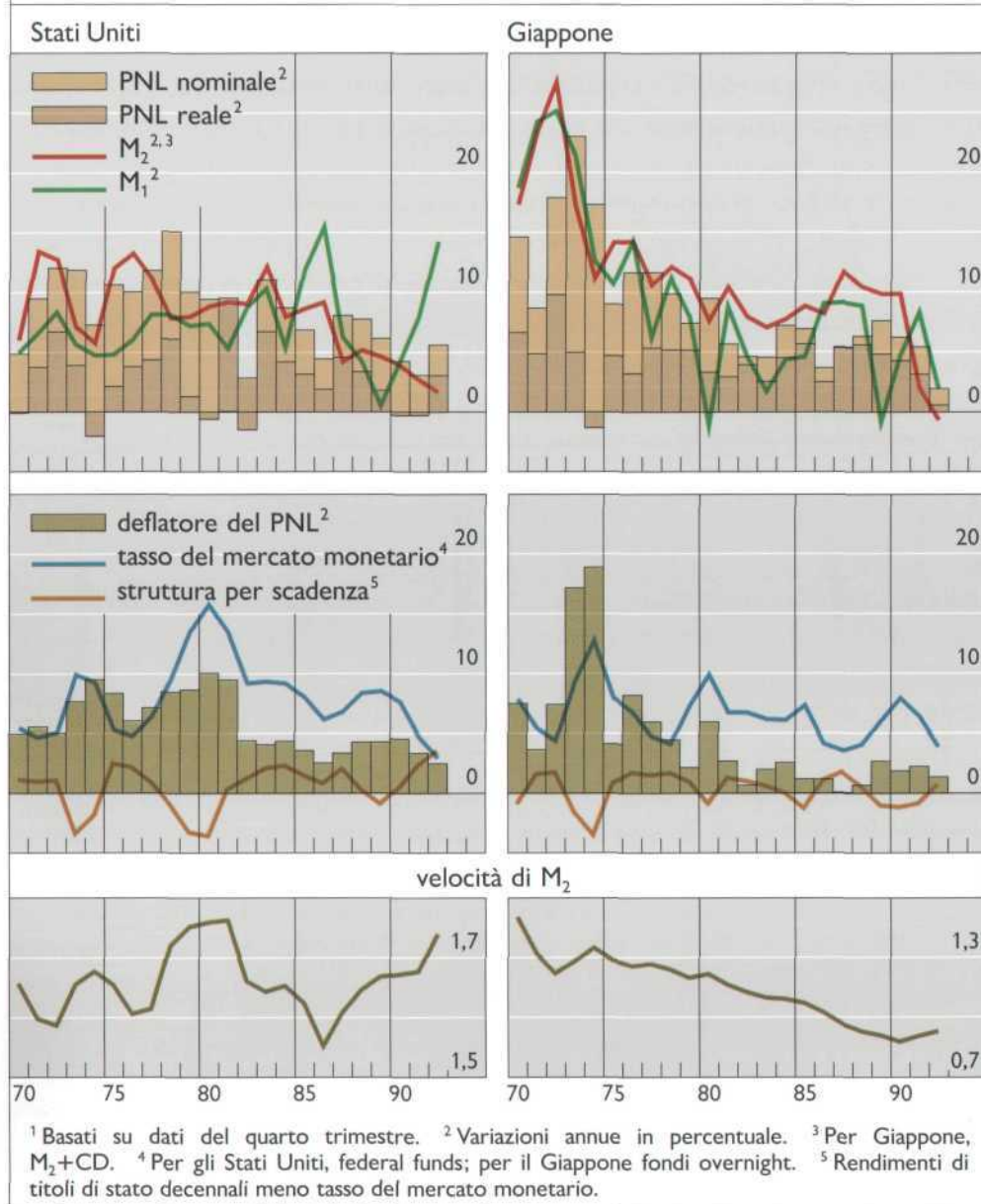
Obiettivi pubblicati di politica monetaria						
	Stati Uniti			Giappone	Svizzera	Canada
	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>	DTI	M <sub>2</sub> +CD	MBC	PC
	variazioni quarto trimestre su quarto trimestre, in percentuale <sup>1</sup>					
1992 Obiettivo <sup>2</sup>	2½-6½	1-5	4½-8½	ca. 0	-0,6	2-4
Risultato	1,8	0,3	4,9	-0,5	-1,0	2,1
1993 Obiettivo <sup>2</sup>	2-6	½-4½	4½-8½	<1 <sup>3</sup>	1,0	1½-3½
Nota: DTI = debito totale sull'interno dei settori non finanziari; MBC = moneta della banca centrale; PC = prezzi al consumo. <sup>1</sup> Per il Canada, per il 1992, dicembre su dicembre; per il 1993, periodo di dodici mesi terminante nel giugno 1994. <sup>2</sup> Per DTI negli Stati Uniti, intervallo segnaletico; per M <sub>2</sub> +CD in Giappone e MBC in Svizzera, proiezioni soltanto. Il dato relativo alla Svizzera per il 1993 rappresenta unicamente una direttrice di crescita a medio termine. <sup>3</sup> Secondo trimestre su secondo trimestre. Fonte: statistiche nazionali.						

rapporto al reddito intervenuto lo scorso anno allorché sono calati i tassi d'interesse. Negli Stati Uniti, dove il contrasto con l'esperienza passata è stato particolarmente marcato, una parziale spiegazione può risiedere nel divario senza precedenti fra i tassi a lungo termine e quelli a breve. Comunque, i nuovi aggregati definiti aggiungendo le disponibilità degli operatori non bancari in quote di fondi d'investimento obbligazionari e azionari, fortemente aumentate nel 1991 e 1992, non hanno mostrato relazioni stabili con i prezzi e il prodotto. In verità l'inatteso aumento della velocità di M<sub>2</sub> che ha accompagnato i cali dei tassi d'interesse è in gran parte dovuto alla prontezza con cui le banche hanno ridotto la remunerazione dei depositi in risposta ai tassi di mercato cedenti, nonché a una tendenza mostrata dalle famiglie ad utilizzare fondi che avrebbero altrimenti potuto essere detenuti sotto forma di saldi compresi in M<sub>2</sub> per effettuare rimborsi di prestiti in seguito alle iniziative prese dalle banche per ampliare il margine d'interesse. Il cambiamento nella velocità dell'aggregato è pertanto in ampia misura attribuibile alla risposta delle istituzioni di deposito di fronte alle perdite su crediti, che si è tradotta in un calo della loro quota di intermediazione sui mercati dei capitali. Poiché è parso che la relazione fra la crescita di M<sub>2</sub> e il reddito nominale stesse subendo un significativo mutamento, lo scorso anno la politica monetaria non è stata impostata al fine di impedire un calo nella crescita di M<sub>2</sub> al disotto del limite inferiore della fascia-obiettivo ufficiale. Inoltre, ritenendo probabile che i fattori speciali influenti sulla velocità avrebbero continuato ad agire nel breve periodo, seppure con ridotta intensità, la Federal Reserve ha abbassato le fasce-obiettivo degli aggregati monetari per il 1993, ponendo l'accento sul fatto che ciò non implicava un cambiamento di politica.

In Giappone, il calo di M<sub>2</sub>+CD nel 1992, seguito a una lentissima crescita nel 1991, è in parte dovuto a una riduzione del precedente accumulo, indotto dai tassi d'interesse, di depositi a termine delle imprese finanziati con crediti bancari, nonché a spostamenti di disponibilità da depositi bancari a conti postali. Le cause più di fondo dell'aumentata velocità di M<sub>2</sub>+CD in rapporto al reddito vengono individuate dalla Banca del Giappone nei minori sforzi delle banche per espandere gli impieghi e i depositi, e negli effetti prodotti dal ciclo

... e di M<sub>2</sub>+CD  
in Giappone

## Indicatori delle condizioni monetarie negli Stati Uniti e in Giappone<sup>1</sup>



dei prezzi delle attività sulla domanda di depositi per transazioni e come forma di detenzione della ricchezza. La maggiore sensibilità mostrata negli ultimi anni dai tassi d'interesse deregolamentati sui depositi nei confronti dei movimenti dei tassi di mercato ha reso più difficile il controllo dell'aggregato.

I segnali fuorvianti forniti dalla debole espansione dei tradizionali aggregati monetari hanno accresciuto le difficoltà che incontrano le banche centrali nello spiegare le ragioni per cui la politica monetaria non è stata maggiormente allentata in presenza di una recessione. Tuttavia, i problemi che si pongono alle banche centrali nel difendere le proprie scelte operative diventano probabilmente ancora maggiori quando un rafforzamento dell'attività economica richiede un aumento dei tassi d'interesse, ove non si pervenga a individuare aggregati il cui andamento suffraghi l'esigenza di un inasprimento della politica.



### Andamenti sui mercati del credito

Negli Stati Uniti, alla fine dello scorso anno erano osservabili indicazioni di un allentamento dei vincoli finanziari gravanti sulla crescita economica. Le inchieste della Federal Reserve segnalavano che le banche non stavano inasprendo ulteriormente i criteri di fido e che anzi, in alcuni casi, questi erano stati allentati. I differenziali fra i tassi applicati ai prestiti bancari e il tasso sui *federal funds* rimanevano in effetti eccezionalmente elevati. Tuttavia, tali ampi margini di interesse avevano potenziato i profitti delle banche, facilitando così la loro raccolta di capitale azionario e di prestito. Durante gli ultimi due anni, parallelamente alla lenta crescita degli impieghi creditizi, le banche avevano accumulato ingenti portafogli di titoli pubblici, analogamente a quanto già avvenuto in occasione di precedenti recessioni. Le banche paiono ora essere ben equipaggiate per soddisfare una ripresa della domanda privata di credito. Lo scorso anno l'offerta di crediti alle imprese da parte delle compagnie di assicurazione e delle società finanziarie ha continuato a essere limitata dagli sforzi intrapresi da tali intermediari per ristrutturare i propri bilanci. D'altra parte, il potenziale impatto delle difficoltà incontrate nella raccolta di fondi dalle società di finanziamento delle vendite di automobili sulla disponibilità e sul costo del credito al consumo è stato controbilanciato da un'accresciuta *securitization* dei prestiti al consumo. L'aggiustamento dei mercati finanziari alla diminuita attività delle istituzioni di deposito, specie nel comparto del finanziamento ipotecario, ha continuato a mitigarne gli effetti sulla disponibilità complessiva di fondi. L'ascesa dei corsi azionari e obbligazionari ha stimolato le società non finanziarie a emettere un ampio volume di titoli, il cui ricavato è stato in parte utilizzato per rimborsare debiti bancari. Nei settori delle imprese e delle famiglie è diminuito il rapporto indebitamento/reddito e,

Vincoli finanziari gravanti sugli andamenti economici negli Stati Uniti...

Crescita del portafoglio titoli e dei prestiti delle banche <sup>1</sup>							
Paesi e anni	Totale	Titoli		Prestiti			
		di stato	altri	totale	a imprese	immobiliari	perso- nali
	dicembre su dicembre, a tassi annui, in percentuale						
<b>Stati Uniti</b>							
1975 (recessione)	4,4	35,2	3,4	-0,5	-3,7	3,3	2,4
1981 (recessione)	5,5	5,1	4,0	5,9	9,1	8,2	1,8
1983-89	8,9	7,4	1,3	10,2	7,5	14,9	9,9
1991	3,8	23,7	0,6	-0,2	-4,1	3,4	-4,3
1992	3,7	17,9	-1,9	0,4	-3,2	2,5	-2,3
<b>Giappone</b>							
1975 (recessione)	14,1	155,6	14,7	12,1	n.d.	n.d.	n.d.
1982 (recessione) <sup>2</sup>	8,0	3,6	4,4	9,0	9,3	13,5	5,0
1983-89	10,0	8,8	9,9	10,1	6,8	21,8	15,0
1991	4,2	-8,2	5,3	5,0	3,2	4,4	6,1
1992	2,8	9,5	1,6	2,4	1,8	1,8	1,7

<sup>1</sup> Per gli Stati Uniti, banche commerciali; per il Giappone, banche di deposito a breve termine (la disaggregazione per categorie dei prestiti si riferisce alla totalità delle banche). <sup>2</sup> Rallentamento della crescita.

Fonte: statistiche nazionali.

anche di riflesso al calo dei tassi d'interesse, si sono ridotti considerevolmente gli oneri connessi al servizio del debito.

... in Giappone,  
Canada e  
Australia

Lo scorso anno l'attività economica è rallentata in Giappone ed è rimasta debole in Canada e Australia. In tutti e tre i paesi il processo di aggiustamento ciclico è stato caratterizzato dal calo – dopo i precedenti forti aumenti – dei prezzi delle attività e da una debole domanda di credito, come conseguenza della ristrutturazione dei bilanci nel settore delle imprese. In Giappone, malgrado l'ingente deprezzamento delle attività, il debito delle famiglie rimane contenuto. Le difficoltà di bilancio hanno riguardato per lo più le imprese e le istituzioni finanziarie collegate al mercato immobiliare. Se si prescinde dai prestiti ipotecari, la debole domanda di credito pare essere stata la causa principale della crescita estremamente lenta dei crediti bancari nel 1992. Tuttavia, l'effetto prodotto sui bilanci bancari dal calo dei corsi azionari e il problema dei crediti in sofferenza nel portafoglio delle banche medio-piccole suscitano interrogativi circa la capacità dell'allentamento monetario di contribuire in modo sostanziale alla ripresa dell'attività economica nel breve periodo.

#### *Tassi d'interesse a lungo termine e tassi di cambio*

Vincoli posti alla  
politica mone-  
taria e alla sua  
efficacia...

Nell'abbassare i tassi d'interesse a breve le banche centrali hanno seguito attentamente le relazioni con i tassi d'inflazione correnti e con i rendimenti a lungo termine. La prima di queste relazioni è stata principalmente considerata come un indicatore del potenziale impatto espansivo della politica monetaria sull'attività economica e sui prezzi delle attività. La seconda ha potuto essere riguardata come un segnale delle aspettative del mercato sul futuro corso dell'inflazione di riflesso alla manovra monetaria, nonché come un vincolo posto sia alla politica sia all'efficacia della medesima.

... dalla reazione  
dei tassi a lungo  
termine...

Negli Stati Uniti i tassi reali a breve non sono divenuti altrettanto negativi quanto in precedenti recessioni, mentre in Giappone, Canada e Australia essi sono rimasti positivi. I rendimenti obbligazionari USA sono calati sensibilmente agli inizi del 1993 in risposta al programma di consolidamento fiscale della nuova Amministrazione, ma il loro differenziale positivo sui tassi del mercato monetario è rimasto ampio, presumibilmente di riflesso ai perduranti timori circa la situazione del bilancio pubblico e la futura dinamica dell'inflazione. Considerata l'importanza dei tassi a lungo termine per il processo di ristrutturazione finanziaria e per gli altri canali di trasmissione della politica monetaria, la limitata risposta dei rendimenti obbligazionari al calo segnato dai tassi a breve nell'arco del periodo 1989–92 ha ridotto l'efficacia degli impulsi monetari. Uno scarto insolitamente ampio fra tassi a lungo e a breve termine è presente in Australia ed era osservabile anche in Canada fino alla risalita dei tassi a breve verso la fine del 1992. Il fatto che in Giappone il differenziale sia rimasto più contenuto è probabilmente ricollegabile in gran parte alle aspettative di inflazione. Ciò può essere considerato come un indicatore della fiducia nella politica monetaria, nonché come un fattore che contribuisce ad accrescere l'efficacia della medesima.

... e dai cambi  
fluttuanti

Lo scorso anno la perdita di valore esterno delle monete ha posto un freno all'ulteriore allentamento delle condizioni monetarie in Canada, Australia e Svizzera. Le esperienze di questi paesi mostrano come vi siano dei limiti nella

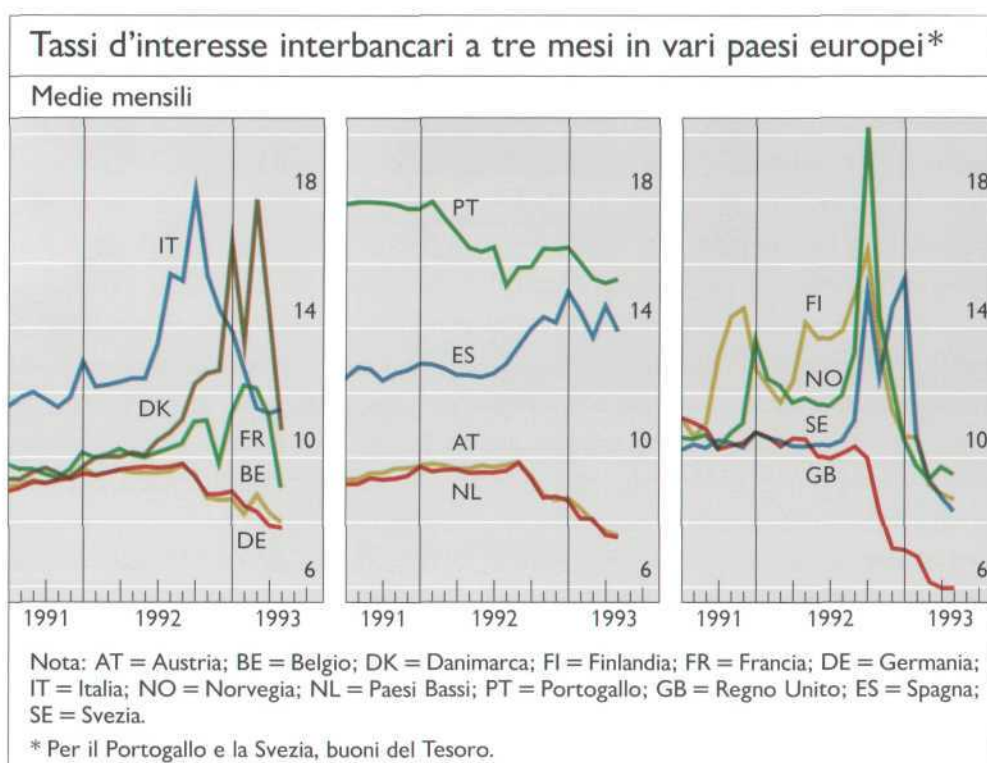


misura in cui, in economie aperte, la fluttuazione del cambio può attenuare i vincoli cui è soggetta la politica monetaria. Negli Stati Uniti si è fatto occasionalmente ricorso a interventi valutari ufficiali per contrastare forti pressioni sul mercato dei cambi ma, sebbene si sia tenuto conto dei movimenti del tasso di cambio, questi non sembrano aver influenzato in modo rilevante la politica di tasso d'interesse.

## La politica monetaria nei paesi con impegni di tasso di cambio

Lo scorso anno, in Germania la politica monetaria ha dovuto tener conto non soltanto di un brusco rallentamento del prodotto, bensì anche di una seconda tornata di forti rivendicazioni salariali e delle protratte negoziazioni sulle modalità da seguire per ridurre i disavanzi del settore pubblico. Sebbene dalla primavera del 1992, con l'esaurirsi del *boom* seguito all'unificazione, si sia allentata la pressione sulle risorse produttive, sono persistite le spinte inflazionistiche e gli aggregati monetari e creditizi hanno continuato a espandersi rapidamente. Dopo un inasprimento della politica monetaria tra la fine del 1991 e l'inizio del 1992 sono calati i rendimenti a lungo termine, mentre i tassi del mercato monetario si sono avvicinati al tasso *Lombard* del  $9\frac{3}{4}\%$ . In luglio la Bundesbank ha innalzato il saggio di sconto all' $8\frac{3}{4}\%$ . Tenendo conto degli effetti dell'apprezzamento del marco sulle pressioni inflazionistiche interne, essa ha quindi abbassato i tassi ufficiali di 0,25–0,50 punti percentuali il 15 settembre, durante la crisi valutaria negli AEC. I tassi del mercato sono poi stati ulteriormente pilotati verso il basso, e nell'aprile di quest'anno il tasso di aggiudicazione della Bundesbank nelle operazioni pronti contro termine è sceso al  $7\frac{3}{4}\%$  in seguito alla riduzione del tasso *Lombard* all' $8\frac{1}{2}\%$ . I rendimenti a lungo termine sono ulteriormente discesi, e nell'aprile 1993 si situavano

Risposta della politica monetaria in Germania alle pressioni inflazionistiche



Obiettivi pubblicati di politica monetaria								
	Germania	Francia	Italia	Spagna	Regno Unito			Svezia
	M <sub>3</sub>	M <sub>3</sub>	M <sub>2</sub>	ALP	M0	M <sub>4</sub>	RPIX	PC
	variazioni quarto trimestre su quarto trimestre, in percentuale <sup>1</sup>							
1992 Obiettivo <sup>2</sup>	3½–5½	4–6	5–7	8–11	0–4	4–8	1–4	—
Risultato	9,4	5,9	5,9	5,1	4,9	3,6	3,7	1,9
1993 Obiettivo <sup>2</sup>	4½–6½	4–6½	5–7	4½–7½	0–4	3–9	<2	1–3

Nota: ALP = attività liquide detenute dal pubblico; RPIX = indice dei prezzi al dettaglio, esclusi interessi ipotecari; PC = prezzi al consumo.

<sup>1</sup> Per la Spagna, dicembre su dicembre; per M0 e M<sub>4</sub> nel Regno Unito, periodi di dodici mesi terminanti nel marzo dell'anno seguente. <sup>2</sup> Per M0 e M<sub>4</sub> per il 1993 nel Regno Unito, unicamente intervalli segnaletici. L'intervallo programmatico del tasso d'inflazione per il 1993 nel Regno Unito rappresenta l'obiettivo a lungo termine di stabilità dei prezzi; quello relativo alla Svezia è un obiettivo di lungo periodo operativo dal 1995.

Fonte: statistiche nazionali.

attorno al 6½%, rispetto al livello dell'8% nell'agosto 1992 e al picco di oltre il 9% segnato nel 1990.

Nella primavera del 1992 i tassi d'interesse a breve hanno continuato a flettere nel Regno Unito, mentre sono rimasti vicini ai tassi del mercato monetario tedesco in Francia, Belgio, Paesi Bassi e Austria, e a livelli più elevati in altri paesi europei con impegni di cambio. I differenziali dei tassi a breve rispetto al marco hanno superato i differenziali di inflazione nel Regno Unito, in Svezia, Finlandia e Norvegia, dove l'inflazione era rapidamente diminuita, nonché in Francia, Belgio e Danimarca, dove l'incremento dei prezzi al consumo è rimasto inferiore a quello della Germania. Un motivo di crescente preoccupazione in diversi paesi è stato il fatto che gli impegni di cambio lasciavano poco spazio alla politica del tasso d'interesse per contrastare la debolezza economica. Rispecchiando l'ulteriore rafforzamento della fiducia del mercato nella stabilità dei rapporti di cambio esistenti, nella maggior parte dei paesi europei con impegni di cambio i tassi a lungo termine erano calati in misura analoga, o superiore, ai rendimenti tedeschi tra fine 1991 e inizio 1992, per poi salire leggermente nella primavera e nell'estate.

Il conflitto fra gli obiettivi di crescita economica e di tasso di cambio si è acuito a partire da metà anno, quando le pressioni sui mercati valutari sono state contrastate con aumenti dei tassi d'interesse a breve. I tassi del mercato monetario sono stati innalzati in tutti i paesi aderenti agli AEC eccetto Germania, Paesi Bassi e Belgio, nonché nei paesi nordici le cui monete erano ancorate all'ECU. Da metà settembre i tassi a breve sono poi stati abbassati sulla falsariga di quelli tedeschi nei Paesi Bassi, in Belgio e in Austria, e sono calati decisamente nella primavera di quest'anno in Francia e in Irlanda. Per contro, nell'aprile 1993 in Danimarca i tassi a tre mesi restavano pressoché invariati rispetto al livello di inizio settembre 1992. Lo stesso vale per Spagna e Portogallo, le cui parità centrali erano state corrette verso il basso in seno agli AEC. I tassi a breve sono stati ridotti in varia misura in Italia, Regno Unito, Svezia, Norvegia e Finlandia dopo che questi paesi avevano sospeso i propri impegni di cambio e che le rispettive monete, con l'eccezione della corona norvegese, si erano deprezzate sostanzialmente. Nell'aprile 1993 i tassi a tre mesi in Italia si

Conflitti fra obiettivi in termini di prodotto e di tasso di cambio in altri paesi europei

Tassi d'interesse a breve ridotti nei paesi che hanno sospeso gli impegni di cambio

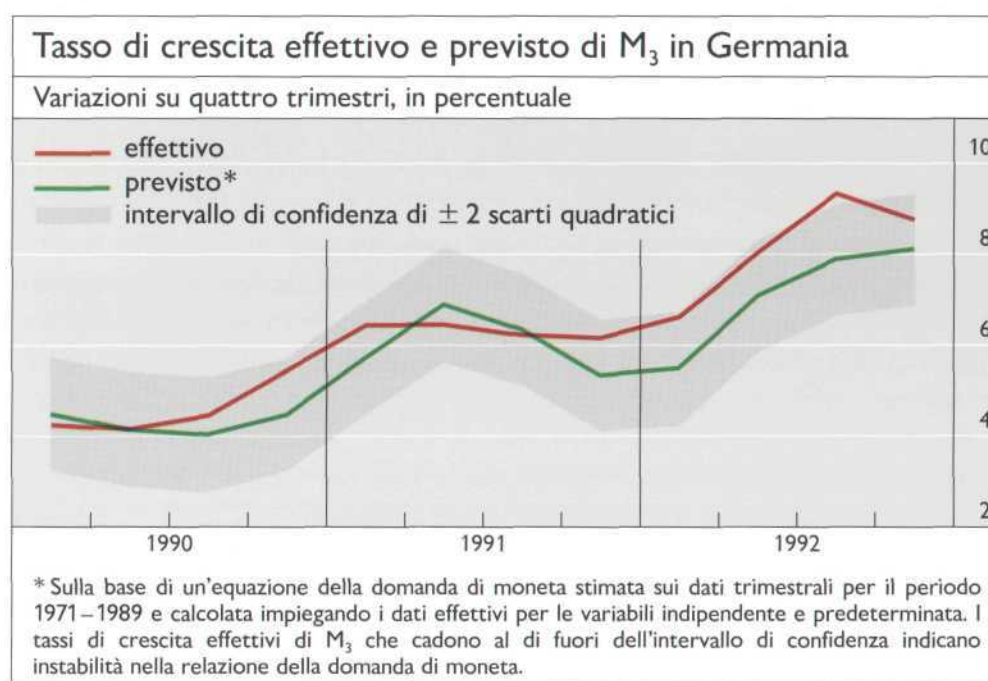


situavano soltanto di poco al disotto del livello di un anno prima, mentre risultavano sensibilmente diminuiti negli altri quattro paesi.

Lo scorso anno l'espansione monetaria e creditizia nei paesi europei ha risentito non soltanto del diffuso rallentamento dell'attività economica, bensì anche della crisi valutaria. In Germania la crescita del credito bancario a breve termine al settore privato è decelerata nettamente con l'indebolirsi dell'attività economica. D'altra parte, i finanziamenti a medio e lungo termine, che rappresentano oltre i tre quarti del totale e che comprendono i prestiti agevolati concessi nei *Länder* orientali, sono aumentati di quasi il 13%, rispetto a una crescita media di meno del 7% negli anni ottanta. La crescita di  $M_3$  superiore all'obiettivo è in certa misura dovuta al calo dei tassi d'interesse a lungo termine, che ha incentivato il collocamento di fondi in depositi a breve. La fascia-obiettivo per il 1993 è stata leggermente innalzata per tenere conto, in particolare, di una più rapida crescita del potenziale produttivo nella Germania orientale.

Durante il 1992 la stabilità della domanda di  $M_3$  in Germania è stata oggetto di ampio dibattito. Le stime econometriche della relazione fra moneta, reddito, prezzi e tassi d'interesse dipendono sempre dalla scelta delle variabili, dei periodi di osservazione e delle tecniche econometriche, e possono quindi essere messe in discussione. Comunque, in passato era convinzione diffusa che, in contrasto con quanto osservato in molti altri paesi, la domanda di  $M_3$  in Germania fosse stabile. Recenti indagini paiono confermare – il che può forse sorprendere – la validità di tale assunto. Come mostra il grafico seguente, la crescita effettiva e quella prevista di  $M_3$  sulla base di una di tali stime mostrano un profilo straordinariamente simile, fatta eccezione per il terzo trimestre del 1992, quando  $M_3$  si è dilatata fortemente in seguito ad afflussi di capitali speculativi, in gran parte rifluiti successivamente. La forte crescita dell'aggregato nel periodo 1990–92 trova dunque spiegazione nella sostenuta dinamica del prodotto nella Germania occidentale in seguito all'unificazione del paese e

Evoluzione di  $M_3$   
in Germania



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

Dicembre su dicembre, in percentuale

	Germania	Francia	Italia	Belgio	Paesi Bassi	Spagna	Regno Unito
1982-84 minimo <sup>2</sup>	5,5	6,1 <sup>3</sup>	13,6	3,0	2,8	4,8	17,9
1988-90 massimo <sup>2</sup>	9,5	12,1	18,4	16,4	12,1	18,9	24,9
1992	9,9	3,0	6,9	5,8	5,2	6,2	4,1
	Portogallo	Irlanda	Grecia	Danimarca	Svezia	Norvegia	Finlandia
1982-84 minimo <sup>2</sup>	21,9	n.d.	17,3	11,0	7,8	13,3	16,1
1988-90 massimo <sup>2</sup>	13,8	10,7	19,8	7,6	18,6	5,7	27,7
1992	18,3	6,0	17,1	-4,1	8,3	-0,1	-6,6

<sup>1</sup> Compreso il credito erogato dalle casse di risparmio e dalla banca centrale. <sup>2</sup> Tasso di crescita (rispettivamente, minimo e massimo) dicembre su dicembre durante il periodo. <sup>3</sup> Recessione del 1986.  
Fonte: statistiche nazionali.

nella persistenza di spinte inflazionistiche, piuttosto che in uno spostamento strutturale nella relazione fra la domanda di moneta e le altre variabili economiche.

Andamenti degli aggregati monetari e creditizi in altri paesi europei

Lo scorso anno, in Francia, un certo rallentamento del credito bancario al settore privato, in parte attribuibile alla maggiore cautela mostrata nella concessione di prestiti alle famiglie, è stato in certa misura compensato dall'accresciuta emissione di titoli. L'indebitamento totale dei settori interni non finanziari è salito del 5<sup>1/2</sup>%, ossia a un ritmo pressoché uguale a quello del 1991. La crescita di  $M_3$  è accelerata portandosi in prossimità del limite superiore della fascia-obiettivo. In Italia l'ascesa dei tassi del mercato monetario a partire da giugno, che si è prontamente trasmessa ai tassi attivi delle banche, ha contribuito a rallentare l'espansione dei prestiti bancari. Alla fine dell'anno la crescita degli impieghi in lire delle istituzioni finanziarie si situava entro i limiti raccomandati in ottobre dalla Banca d'Italia.

I tassi di crescita del credito bancario agli operatori privati hanno risentito della grave recessione e del ridimensionamento del settore bancario in diversi paesi nordici mentre, all'opposto, sono rimasti assai elevati in Grecia e Portogallo. In alcuni paesi gli aumenti dei tassi d'interesse all'epoca della crisi valutaria hanno indubbiamente contribuito a indebolire la domanda di credito. Tuttavia in un certo numero di paesi si è prodotto verso la fine dell'anno un brusco incremento dei crediti bancari, che pare essere servito a finanziare deflussi di capitali. In Svezia la Riksbank ha fornito alle banche fondi in valuta raccolti all'estero, al fine di contrastare la riduzione dei crediti valutari alle imprese interne intervenuta allorché le banche hanno incontrato difficoltà nel rifinanziare tali crediti all'estero.

### Quadro operativo della politica monetaria e sua credibilità

In diversi paesi l'abbandono degli impegni di cambio e il susseguente allentamento della politica monetaria hanno posto la questione di quale grandezza potesse servire da caposaldo nel governo della moneta. In Italia, nel nuovo quadro operativo di politica monetaria è stato attribuito un ruolo più rilevante



all'obiettivo per  $M_2$ . Se si considera l'impatto prospettico del deprezzamento della lira sui prezzi interni, l'obiettivo invariato appare stringente. Tuttavia, il conseguimento dell'obiettivo monetario dipenderà dall'ulteriore moderazione salariale e dai progressi compiuti nel ridurre il disavanzo di bilancio.

Nel Regno Unito è stato annunciato in settembre un intervallo orientativo di crescita per  $M_4$  basato su un'ipotesi di velocità di circolazione stabile, ma nel contesto di una domanda di credito assai debole la crescita di  $M_4$  è presto scesa sotto il limite inferiore dell'intervallo. In considerazione delle insoddisfacenti esperienze fatte in passato nel Regno Unito con le politiche basate su aggregati monetari, il Cancelliere ha in pari tempo annunciato l'intento di conseguire un tasso d'inflazione nel lungo periodo del 2% o meno. Per il restante periodo dell'attuale legislatura l'obiettivo è quello di mantenere l'inflazione di base, misurata dall'incremento annuo dei prezzi al dettaglio con l'esclusione degli interessi ipotecari, entro l'intervallo dell'1-4%. E' inteso che il tasso d'inflazione dovrà situarsi nella zona inferiore dell'intervallo al termine di tale periodo. In Svezia, dopo l'abbandono dell'ancoraggio della corona all'ECU, la Sveriges Riksbank ha annunciato l'intenzione di impostare la propria politica monetaria in funzione di un obiettivo esplicito dell'1-3% in termini di inflazione dei prezzi al consumo, che diverrà operativo a partire dal 1995. La Banca di Finlandia ha dichiarato che mirerà a mantenere il tasso d'inflazione al 2% a partire dal 1995.

L'efficacia della politica monetaria dipende in modo decisivo dalla credibilità delle dichiarazioni d'intenti delle autorità. E tale credibilità può essere acquisita soltanto dimostrando un costante impegno a perseguire gli obiettivi preannunciati. Gli obiettivi pubblicati possono essere di ausilio nell'instaurare la credibilità a condizione che le autorità monetarie dispongano dei mezzi necessari per realizzarli e che il conseguimento degli obiettivi stessi contribuisca a convincere i mercati che la politica segue la rotta prestabilita.

Gli obiettivi intermedi possono essere utili nella misura in cui il loro conseguimento è compatibile con gli obiettivi finali della politica economica. In Italia, così come in Germania, Francia, Spagna e alcuni altri paesi comunitari, la domanda di moneta in senso ampio è stata abbastanza stabile da consentire l'utilizzo degli aggregati monetari come indicatori delle politiche. Gli aggregati stessi possono risultare meno utili nelle economie di più piccole dimensioni, specie se la domanda di moneta è distorta da una crisi nel settore bancario.

Sebbene l'impiego del tasso di cambio come obiettivo intermedio si sia dimostrato utile nel ridurre l'inflazione, lo scorso anno in alcuni paesi il mantenimento di un immutato vincolo di cambio è apparso in conflitto con gli obiettivi di crescita economica. Mentre in diversi paesi gli impegni di cambio hanno facilitato l'accordo su aggiustamenti del bilancio pubblico e adeguamenti salariali centralizzati, vi erano dei limiti a quanto si poteva realizzare rapidamente a tale riguardo.

Ci si può domandare se gli obiettivi di inflazione possano da soli facilmente colmare il vuoto lasciato dall'abbandono del tasso di cambio come obiettivo intermedio. Dato il ritardo con cui la politica monetaria incide sull'inflazione, la sua efficacia nel realizzare gli obiettivi di inflazione può essere giudicata soltanto a notevole distanza di tempo. Il conseguimento dell'obiettivo

Alternative al  
tasso di cambio  
quale grandezza  
di riferimento  
della politica  
monetaria

Pubblicazione di  
obiettivi di infla-  
zione nel Regno  
Unito, in Svezia  
e Finlandia

La credibilità dei nuovi approcci richiede tempo per consolidarsi

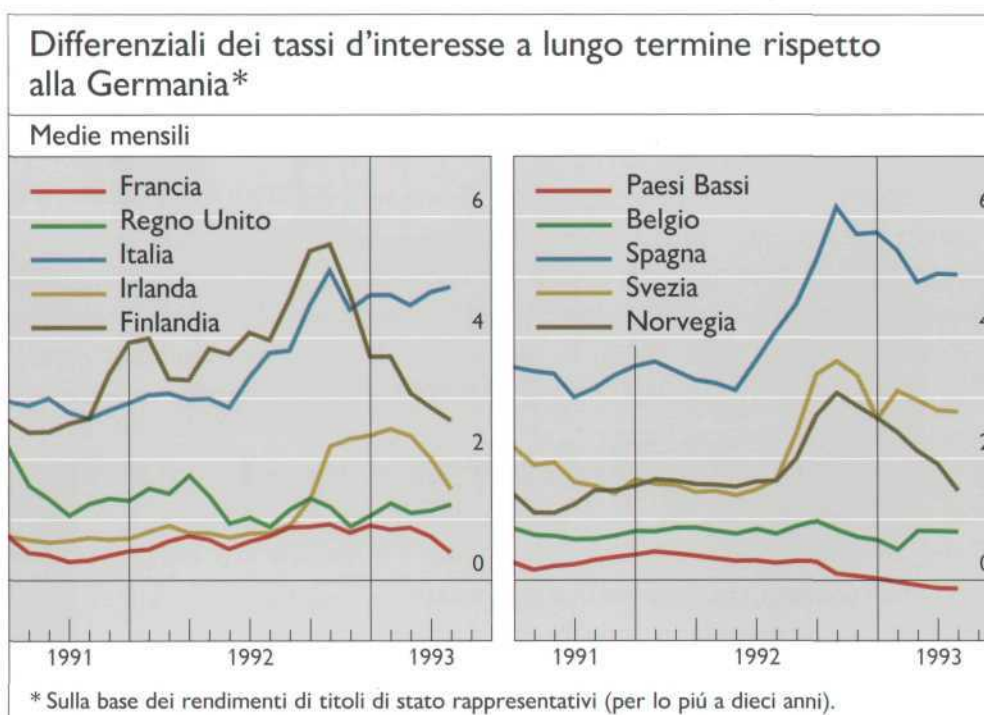
di inflazione dipende dagli sviluppi sul piano delle finanze pubbliche, dei salari e di molte altre grandezze sulle quali la politica monetaria non ha modo di influire direttamente. Inoltre, gli indici di prezzo su cui si basano gli obiettivi pubblicati possono subire l'impatto di sviluppi inattesi nelle condizioni di domanda e offerta in specifici mercati dei beni. La credibilità degli obiettivi di inflazione potrebbe richiedere tempo per affermarsi nei paesi che negli ultimi anni hanno più volte cambiato il quadro operativo della politica monetaria e hanno adottato tali obiettivi soltanto dopo che le proprie monete avevano subito un considerevole deprezzamento.

#### *Vincoli associati ai cambi fluttuanti e ai tassi d'interesse a lungo termine*

Nelle economie aperte l'influsso del tasso di cambio sulla domanda aggregata e sui prezzi costituisce un importante elemento del meccanismo di trasmissione. Sebbene l'attuale debolezza dell'attività economica nei paesi europei possa ritardare la traslazione del deprezzamento esterno della moneta sui prezzi interni, vi è un serio rischio che si rafforzino le spinte inflazionistiche non appena l'economia riprenderà slancio.

Deprezzamento della moneta e aspettative inflazionistiche

Tale rischio pare essere rispecchiato dai tassi d'interesse a lungo termine, che agli inizi del 1993 superavano il livello di un anno prima in Italia, Spagna e Svezia, paesi che hanno svalutato la moneta o sospeso gli impegni di cambio. Un modo per valutare l'effetto della politica del cambio può essere quello di comparare i differenziali dei rendimenti obbligazionari rispetto alla Germania. Questi differenziali hanno reagito al rischio di un riallineamento nell'estate-autunno del 1992. Tuttavia, come si può osservare nel grafico seguente, nella primavera di quest'anno essi risultavano in complesso aumentati rispetto all'estate scorsa, persino nel Regno Unito e in Irlanda, dove i rendimenti a lunga erano calati in termini assoluti. Per contro, in quasi tutti i paesi le cui monete sono rimaste negli AEC a parità centrali immutate i tassi d'interesse a lungo





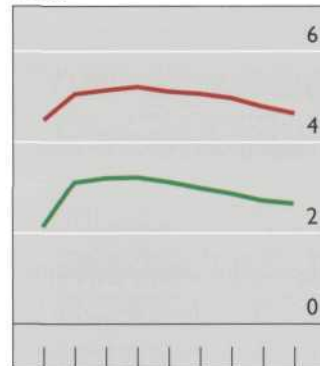
## Differenziali impliciti dei tassi d'interesse a termine a un anno rispetto alla Germania\*

In punti percentuali

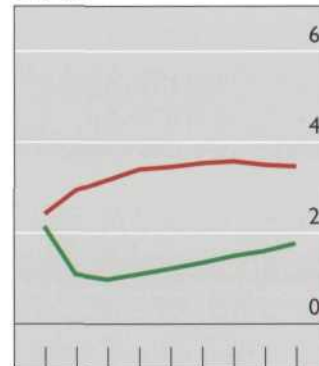
Regno Unito



Italia



Svezia



\* Desunti dalle curve dei rendimenti di titoli di stato nei mesi considerati. Ad esempio, il tasso a termine a un anno fra cinque anni è quel rendimento di un titolo con scadenza a un anno emesso a distanza di cinque anni che uguaglia la remunerazione ottenuta investendo oggi in un titolo a sei anni e quella ottenuta investendo oggi in un titolo a cinque anni e, alla scadenza di questo, in un titolo a un anno.

termine sono nel complesso diminuiti lo scorso anno, ed i differenziali nei confronti della Germania si sono mantenuti ristretti.

Il mutamento delle aspettative inflazionistiche si rispecchia altresì nelle aspettative di tasso d'interesse, misurate dai tassi a termine insiti nella curva dei rendimenti. Nel maggio 1992, prima del referendum danese sul Trattato di Maastricht, il differenziale d'interesse a termine fra Regno Unito e Germania desunto dalle rispettive curve dei rendimenti poteva essere interpretato come indicativo delle attese che i tassi a dodici mesi nel primo paese avrebbero ecceduto di  $1/4$ – $1\frac{1}{4}$  punti quelli tedeschi nei prossimi anni. Nel febbraio 1993, per contro, le curve dei rendimenti segnalavano l'aspettativa di un differenziale negativo nei primi due anni, seguito però da un differenziale positivo di ben  $2\frac{1}{2}$  punti negli anni successivi. Nella misura in cui le aspettative di tasso d'interesse nel più lungo periodo rispecchiano principalmente l'evoluzione attesa dell'inflazione, l'ampliarsi dello scarto nei tassi a termine fra il maggio 1992 e il febbraio 1993 fa ritenere che i mercati finanziari scontino un futuro deterioramento dell'inflazione (e del tasso di cambio) nel Regno Unito rispetto alla Germania.

Anche in Italia e in Svezia le aspettative di inflazione sembrano essere state corrette verso l'alto fra il 1992 e il 1993. Mentre i tassi a termine nel maggio 1992 riflettevano l'aspettativa che il differenziale d'interesse fra Italia e Germania sarebbe rimasto intorno ai 2–3 punti in un arco temporale da due a dieci anni, nel febbraio di quest'anno il divario appariva salito a 4–5 punti. Analogamente, fra il maggio 1992 e il febbraio 1993 lo scarto positivo fra i tassi a termine svedesi e quelli tedeschi è aumentato da 1–2 a  $2\frac{1}{2}$ – $3\frac{1}{2}$  punti.

Le autorità monetarie sono ben consapevoli del pericolo di un'accelerazione dell'inflazione nel più lungo periodo, e in alcuni casi hanno cercato di contenere il deprezzamento della propria moneta mediante interventi sui

mercati dei cambi. Sebbene l'esperienza dell'anno scorso abbia evidenziato le difficoltà che comporta l'osservanza degli impegni di cambio, le autorità di alcuni paesi potrebbero accettare, trascorso un certo tempo, una qualche forma di impegno di cambio, al fine di ristabilire un credibile presidio antinflazionistico nella conduzione della politica monetaria.

## Le risposte della politica monetaria alla crisi del mercato dei cambi

Risposte differenziate nei vari paesi alle pressioni sui mercati dei cambi

In assenza di controlli valutari, i paesi che subiscono pressioni al ribasso sulle proprie monete possono reagire con interventi ufficiali finanziati mediante riserve valutarie o fondi raccolti all'estero, con un innalzamento dei tassi d'interesse oppure con la modifica o la sospensione degli obiettivi di tasso di cambio. Lo scorso anno i paesi europei hanno applicato questi strumenti in combinazioni e in tempi differenti. Ad esempio, mentre la Svezia ha prontamente effettuato ampi aggiustamenti dei tassi d'interesse, il Regno Unito è stato molto più esitante a questo riguardo. L'Italia ha innalzato progressivamente i tassi d'interesse e soltanto a settembre si è mostrata disposta ad accettare un riallineamento della lira; la Danimarca ha consentito ai tassi del mercato monetario di salire bruscamente in risposta alle pressioni sui mercati dei cambi, ma si è costantemente opposta a un riallineamento della propria moneta. La riluttanza a recedere dagli impegni di cambio o ad accettare forti aumenti dei tassi d'interesse in molti casi si è tradotta in massicci interventi valutari.

Interventi valutari su larga scala nel 1992

I problemi di gestione monetaria cui danno luogo gli interventi ufficiali hanno dimensioni sia quantitative che qualitative, che concernono l'uso di segnali nella conduzione della politica monetaria e, in ultima analisi, la credibilità della banca centrale. Le implicazioni quantitative degli interventi ufficiali netti possono essere valutate ponendoli nel contesto dei bilanci delle banche centrali. Se si esprimono le transazioni ufficiali nette in valuta in percentuale sulla moneta della banca centrale (sostanzialmente circolante e riserve bancarie) ad inizio periodo, emerge il loro enorme contributo potenziale (positivo o negativo) alla crescita della base monetaria nei paesi europei durante il 1992, e in particolare nel terzo trimestre. I dati della tabella seguente considerano anche gli effetti degli interventi finanziati mediante prestiti, ma non colgono appieno l'entità dei flussi d'intervento lordi nell'arco di brevi periodi. Pur con queste lacune, nella maggior parte dei paesi il volume degli interventi effettuati lo scorso anno appare più elevato di quello registrato in occasione del precedente massimo del 1987, allorché gli interventi furono sostanziali non soltanto nell'ambito degli AEC ma anche sul mercato del dollaro.

Implicazioni degli interventi per la gestione delle riserve bancarie

Gli interventi ufficiali possono modificare le disponibilità di riserve delle aziende di credito presso la banca centrale. La politica monetaria nei paesi industriali è attuata essenzialmente attraverso la manovra dei tassi d'interesse a brevissimo termine. Le procedure che consentono alla banca centrale di influenzare i tassi a breve e di impiegare la politica monetaria per il perseguimento di obiettivi in termini di tasso di cambio o di altre grandezze costringono in definitiva la banca centrale stessa ad adeguare strettamente l'offerta di riserve bancarie alla domanda, determinata dall'assolvimento più o meno sfasato degli



## Variazioni della base monetaria e contributi delle sue contropartite

Variazioni nel periodo in percentuale della base monetaria<sup>1</sup>

Paesi	Base monetaria <sup>2</sup>				Attività nette sull'estero della banca centrale <sup>3</sup>			
	1987	1987-91 <sup>4</sup>	1992	1992 3° trim.	1987	1987-91 <sup>4</sup>	1992	1992 3° trim.
Germania	12,5	9,0	14,5	3,0	23,1	- 5,6	23,9	17,4
Francia	8,3	1,6	- 13,8	0,2	- 21,2	1,8	- 19,2	- 22,0
Regno Unito	4,3	4,8	2,6	2,1	77,7	- 3,2	- 37,1	- 49,7
Italia	10,1	8,4	4,0	- 0,6	4,9	4,9	- 30,6	- 21,6
Paesi Bassi	11,9	2,7	- 0,2	- 1,8	16,9	3,1	22,9	2,1
Belgio	2,9	0,6	- 0,4	- 5,5	18,9	4,0	4,4	5,9
Svezia	2,9	4,7	- 2,9	- 5,4	16,1	38,4	- 144,2	- 141,9
	Finanziamenti e operazioni di mercato della banca centrale <sup>5</sup>				Altri fattori interni <sup>6</sup>			
	1987	1987-91 <sup>4</sup>	1992	1992 3° trim.	1987	1987-91 <sup>4</sup>	1992	1992 3° trim.
Germania	- 5,8	14,9	- 6,3	- 10,2	- 4,8	- 0,3	- 3,1	- 4,2
Francia	29,1	- 2,8	23,7	23,7	0,4	2,6	- 18,3	- 1,5
Regno Unito	- 48,9	- 15,8	47,3	50,3	- 24,5	23,8	- 7,6	1,5
Italia	- 3,4	3,7	23,8	4,7	8,6	- 0,2	10,8	16,3
Paesi Bassi	- 9,6	- 2,1	- 0,9	- 3,7	4,6	1,7	- 22,2	- 0,2
Belgio	- 0,4	n.d.	- 38,2	- 18,3	- 15,6	- 3,4	33,4	6,9
Svezia	13,8	- 21,1	- 172,9	121,2	- 27,0	- 12,6	314,2	15,3

<sup>1</sup> Flussi depurati dagli effetti di cambio. Per Germania, Francia e Paesi Bassi, principalmente sulla base di medie mensili di dati giornalieri o settimanali; per gli altri paesi, dati di fine mese. <sup>2</sup> Per la Germania, in base ai coefficienti di riserva correnti, escludendo gli effetti di modifiche dei coefficienti; per il Regno Unito, M0; per gli altri paesi, circolante e riserve bancarie. <sup>3</sup> Esclusi gli swaps di valute utilizzati allo scopo di influire sulla liquidità bancaria. <sup>4</sup> A tassi annui. <sup>5</sup> Anticipazioni e (eccettuata la Germania) risconto; acquisti e vendite di titoli in via definitiva o temporanea, crediti speciali a tassi di mercato, swaps di valute e depositi del Tesoro trasferiti sul mercato. <sup>6</sup> Compresi i movimenti sul conto del Tesoro e, per la Germania, gli effetti delle modifiche dei coefficienti di riserva e dei contingenti di risconto.

Fonti: statistiche nazionali e stime BRI.

obblighi di riserva o dal fabbisogno, normalmente limitato, di saldi monetari presso la banca centrale per fini di compensazione. I tassi d'interesse possono essere innalzati per ridurre la necessità di interventi valutari ma, in generale, se gli interventi hanno luogo, il loro impatto sulle riserve bancarie agisce in modo speculare sulle altre operazioni della banca centrale, così da ripristinare il livello desiderato di riserve al termine della giornata o, al più tardi, entro il corrente periodo di riferimento per l'assolvimento degli obblighi.

In generale la banca centrale attua la politica di tasso d'interesse determinando il tasso marginale al quale essa immette o sottrae liquidità bancaria. Ciò può essere effettuato in maniera esplicita, annunciando preventivamente un dato tasso e aumentandolo per contrastare i deflussi di fondi, come è avvenuto in Svezia nel settembre scorso. Nei sistemi in cui tale valore non è annunciato, si può consentire ai tassi a brevissimo termine di reagire alla diversa misura in cui sono offerte riserve bancarie nella prima parte della giornata o del periodo di computo delle riserve obbligatorie. In questo modo nel 1992 sono stati talvolta incoraggiati forti incrementi dei tassi a brevissimo termine in Danimarca e Irlanda. Tuttavia, siffatti movimenti dei tassi d'interesse riflettono essenzialmente l'incertezza delle banche circa le condizioni alle quali sarà infine soddisfatto il proprio fabbisogno residuale di riserve.

La questione essenziale in merito agli interventi valutari verte quindi

soprattutto sull'adeguatezza degli strumenti disponibili per neutralizzare gli interventi stessi, e sull'efficacia di questi ultimi con o senza correzioni dei tassi d'interesse. Possono tuttavia porsi interrogativi di carattere più generale quanto agli effetti degli interventi ufficiali sulla massa monetaria, specie nei paesi che perseguono obiettivi in termini di aggregati monetari, e al ruolo dei medesimi nel facilitare la speculazione valutaria.

#### *Gli effetti degli interventi nei paesi con afflussi di capitali*

Lo scorso anno si è fatto ampio ricorso ai crediti *ad hoc* fra banche centrali e alle facilitazioni a brevissimo termine, in base alle quali le banche centrali aderenti agli AEC possono automaticamente effettuare prelievi di altre valute dello SME per finanziare gli interventi obbligatori allorché i tassi di cambio raggiungono i limiti bilaterali. Le facilitazioni possono essere utilizzate per interventi intramarginali (che fino all'anno scorso avevano avuto un ruolo premimente) soltanto con l'assenso della banca centrale di emissione. Anche in assenza di interventi da parte della banca centrale nazionale, le operazioni compiute da altri istituti di emissione possono influire sulle riserve bancarie nel paese della moneta di intervento. Gli effetti saranno soltanto indiretti se gli interventi sono finanziati con riserve valutarie non collocate presso la banca di emissione della moneta in questione. Talune banche centrali che detenevano elevate disponibilità in marchi tedeschi sul mercato hanno potuto attingervi allorché la propria moneta è divenuta oggetto di pressioni al ribasso. Per contro, quando una banca centrale ha finanziato gli interventi con fondi detenuti presso un'altra banca centrale od ottenuti in prestito da questa, le sue operazioni hanno direttamente influito sulle riserve bancarie in entrambi i paesi.

Di fronte all'enorme immissione di liquidità risultante dagli interventi, talune banche centrali si sono trovate a corto di attività interne prontamente utilizzabili per contenere l'espansione delle riserve bancarie. Esse hanno potuto accrescere le proprie passività introducendo obblighi di riserva o innalzando quelli esistenti, con il rischio di stimolare afflussi di fondi al di fuori dei canali bancari, oppure offrendo alle banche collocamenti fruttiferi d'interesse come alternativa alle disponibilità non remunerate presso la banca centrale. In alcuni paesi, fra cui la Germania, l'emissione di titoli da parte della banca centrale, per conto proprio o del governo, soggiace a limitazioni legali. Le operazioni di mercato sottrattive di liquidità, come gli *swaps* di valute, possono essere incrementate nel breve periodo solo entro i limiti della disponibilità di appropriate attività negoziabili nelle riserve valutarie. L'esperienza del 1992-93 ha nuovamente mostrato come sia assai difficile la gestione del mercato monetario quando devono essere assorbite grandi eccedenze di riserve.

Lo scorso anno la Bundesbank ha per lo più contrastato l'impatto potenziale degli interventi sulla liquidità bancaria contraendo l'offerta di riserve bancarie mediante vendite di titoli pronti contro termine. Nel mese di settembre il suo portafoglio titoli si è ridotto da DM 147 a 97 miliardi. Come è rispecchiato dal passivo del suo bilancio, sono state inoltre assorbite riserve bancarie mediante operazioni temporanee in valuta e l'utilizzo di una facilitazione che consente alle banche di investire eccedenze di liquidità in buoni del Tesoro a tre giorni. In Belgio i rimborsi di passività in valuta estera dello stato



hanno contribuito a ridurre le acquisizioni nette di valuta da parte della banca centrale. La Banca Nazionale ha fatto ricorso su vasta scala a operazioni di mercato, fra cui *swaps* di valute. Nei Paesi Bassi fra gli strumenti impiegati vi è stato un innalzamento degli obblighi di riserva.

I flussi di capitali possono avere un impatto diretto sulla moneta e sul credito interno che normalmente la banca centrale non è in grado di neutralizzare nel breve periodo. Ad esempio, nel settembre scorso in Germania  $M_3$  è cresciuta del 2%, principalmente a causa del fatto che parte dei cospicui afflussi di valuta estera è avvenuta tramite conti di residenti non bancari i quali hanno detenuto un'ampia quota del ricavato sotto forma di depositi a vista o a breve termine presso le banche interne. Soprattutto per effetto del susseguente riflusso di capitali all'estero, il livello di  $M_3$  è rimasto invariato in termini destagionalizzati fra l'ottobre 1992 e il febbraio di quest'anno. Nel marzo 1993 la Bundesbank si è avvalsa di un'estensione dell'autorizzazione a emettere a propria discrezione titoli del Tesoro a breve. Essa ha annunciato un'emissione di strumenti con scadenze da tre a nove mesi offerti con una procedura d'asta aperta alle banche e agli operatori non bancari. La nuova procedura si prefiggeva di permettere alla Bundesbank di influire sui saldi monetari detenuti dai soggetti non bancari e di accrescere la flessibilità degli interventi a regolazione delle riserve bancarie. Nello stesso tempo sono stati sensibilmente abbassati gli obblighi di riserva sui depositi a termine e a risparmio.

Altre conseguenze dei flussi di capitali

#### *Gli effetti degli interventi nei paesi con deflussi di capitali*

Nei paesi con deflussi di capitali i vincoli operativi sono solitamente imposti dall'ammontare di riserve possedute o assunte a prestito che le autorità sono disposte a utilizzare. L'effetto delle vendite ufficiali di divise estere sulle riserve bancarie può essere ritardato dalla raccolta di fondi in valuta effettuata per reintegrare le riserve o dal ricorso a vendite a termine sul mercato dei cambi. Lo scorso anno in alcuni paesi l'impatto potenziale sulla liquidità bancaria è stato in certa misura neutralizzato dall'utilizzo, da parte delle banche e del governo, di preesistenti linee di credito presso la banca centrale.

Tuttavia, nella generalità dei casi le banche centrali hanno agito per controbilanciare la potenziale sottrazione di riserve bancarie causata dalle vendite ufficiali di valuta estera. A tale scopo la maggior parte delle banche centrali ha impiegato su larga scala strumenti specifici, fra cui *swaps* di valute e acquisti a fermo o temporanei di titoli interni. In alcuni casi è stato modificato l'utilizzo dei canali fondamentali per l'offerta di liquidità (come le procedure d'asta in Francia e Spagna); in altri sono stati introdotti nuovi strumenti (come le operazioni pronti contro termine su attività in valuta in Italia), oppure sono stati sospesi schemi di finanziamento che normalmente servono a limitare l'aumento dei tassi d'interesse del mercato (ad esempio la facilitazione *overnight* in Irlanda), così da permettere a questi di salire. Non sempre è facile impiegare questi strumenti in modo flessibile.

Strumenti impiegati per neutralizzare l'impatto degli interventi sulle riserve bancarie

#### *Aspetti generali degli interventi*

Negli ultimi anni gli interventi ufficiali sui mercati dei cambi sono stati di ausilio alle banche centrali nel fronteggiare le spinte al rialzo sulle monete dei paesi in

Utilità degli interventi

Svantaggi degli  
interventi su  
vasta scala con  
limitati aggiusta-  
menti dei tassi  
d'interesse

cui apparivano opportuni tassi d'interesse nominali relativamente elevati per ragioni d'ordine interno. In Belgio, Paesi Bassi e Austria l'impiego di margini di fluttuazione rispetto al marco inferiori a quelli della banda ristretta AEC, congiuntamente alla prassi di non consentire ai tassi d'interesse interni di scendere sensibilmente al di sotto dei livelli tedeschi, lo scorso anno ha implicato che il contenimento delle spinte al rialzo sulle rispettive valute fosse affidato ad interventi ufficiali. Questo approccio ha senza dubbio contribuito alla credibilità delle politiche di questi paesi. L'esperienza di altre banche centrali aderenti allo SME fa ritenere che il ricorso agli interventi per mantenere una valuta nella zona superiore della banda, o impedirne il raggiungimento dei limiti, può parimenti essere utile nel sostenere la credibilità degli impegni di cambio. Tuttavia, gli accadimenti del 1992 hanno confermato come fossero infondate le speranze di poter difendere gli impegni di cambio unicamente con l'arma degli interventi allorché tali impegni sono messi a dura prova. Quando le perdite di riserve raggiungono una dimensione insostenibile, ai paesi non rimane che innalzare i tassi d'interesse in misura sostanziale e per periodi relativamente lunghi oppure modificare la politica del cambio.

Nell'intervenire su vasta scala a difesa della propria valuta cercando nel contempo di limitare gli aggiustamenti dei tassi d'interesse, le banche centrali hanno indirettamente assecondato gli sforzi degli operatori del mercato per coprire le proprie esposizioni nelle monete deboli e per assumere posizioni aperte contro le medesime. Fattori di ordine normativo e prudenziale scoraggiano le banche dall'assumere in proprio ampie posizioni aperte in cambi. Intervenendo sui mercati dei cambi le banche centrali hanno tuttavia contribuito a fare in modo che le aziende di credito potessero soddisfare la domanda della clientela di posizioni attive in valuta estera sotto forma di depositi, prestiti o strumenti fuori bilancio. Nel reintegrare le riserve bancarie le banche centrali hanno concorso a rifinanziare gli incrementi dei crediti bancari in moneta nazionale e hanno facilitato le vendite di titoli in moneta nazionale da parte degli investitori desiderosi di chiudere posizioni in questa moneta o di assumere posizioni contro di essa. Queste argomentazioni non contestano l'efficacia degli interventi in quanto tali; esse dovrebbero piuttosto mettere in guardia contro interventi su vasta scala accompagnati da correzioni solo modeste dei tassi d'interesse. Soltanto aggiustando in modo deciso i tassi d'interesse le banche centrali possono creare un disincentivo a operazioni del settore privato potenzialmente di facile profitto.

#### *Gli aggiustamenti dei tassi d'interesse e la credibilità degli impegni di cambio*

Nei meccanismi dello SME è sempre valsa la presunzione che fra le risposte da opporre a forti tensioni nei tassi di cambio vi dovessero essere aggiustamenti dei tassi d'interesse e dei rapporti di cambio. L'esperienza di Paesi Bassi, Belgio e Francia verso la fine degli anni settanta e nei primi anni ottanta nel difendere gli impegni di cambio aveva mostrato di quale entità possono essere gli aumenti dei tassi d'interesse del mercato necessari, nel contesto di un sistema di parità fisse, per contrastare efficacemente le aspettative di un'imminente svalutazione. L'assenza di siffatte pressioni negli ultimi anni pare aver indotto a sottostimare il rischio di una loro ricomparsa. Tuttavia, la liberalizzazione dei



controlli valutari e la crescente concorrenza sui mercati finanziari nazionali hanno fortemente ridotto la possibilità di confinare gli aumenti dei tassi d'interesse ai mercati esterni e di ritardare la traslazione di tali aumenti sui tassi interni.

Gli operatori del mercato sono ben consapevoli dei costi potenziali che comporta in termini di prodotto un aumento dei tassi d'interesse tale da scoraggiare l'assunzione di posizioni contro la moneta nazionale, e non ignorano che alle autorità monetarie potrebbe mancare il margine di manovra necessario per aumentare i tassi d'interesse in misura sufficiente. Quand'anche esse innalzassero bruscamente i tassi d'interesse per dimostrare la loro risolutezza nel difendere un dato impegno di cambio, tale azione potrebbe rivelarsi inefficace se la loro capacità di mantenere elevati i tassi non fosse percepita come credibile. Questa credibilità dipenderà ovviamente dal vigore dell'economia interna e dalla possibilità di instaurare un consenso su un'appropriata politica di bilancio. Inoltre, se i tassi d'interesse sono innalzati soltanto dopo massicci interventi valutari, la mossa può persino essere interpretata come un segnale che la determinazione delle autorità nel difendere la valuta ha raggiunto i suoi limiti. In queste circostanze l'aumento dei tassi d'interesse può innescare ulteriori deflussi e, paradossalmente, rendere esso stesso insostenibile l'impegno di cambio.

L'aumento in due riprese dei tassi ufficiali dal 10 al 15%, annunciato nel Regno Unito durante la crisi di settembre dopo massicci interventi valutari ufficiali, pare non essere riuscito a convincere il mercato che, data la situazione economica del paese, un rialzo sostenuto dei tassi d'interesse interni praticati alla clientela sarebbe stato fattibile. Durante la crisi di settembre la Sveriges Riksbank ha fortemente innalzato il suo tasso attivo marginale, portandolo dapprima al 75% e quindi ben al 500%. Ciò, unitamente a un accordo per il varo di misure di restrizione fiscale, ha stabilizzato il mercato dei cambi, e il tasso marginale ha potuto essere gradualmente ridotto, fino al livello del 12% nei primi di novembre. Tuttavia, i mercati dubitavano che sarebbe stato possibile riportare i tassi d'interesse a livelli così alti qualora fossero ripresi i deflussi di fondi. E in effetti, quando in novembre il tasso marginale è stato rialzato al 20%, mancando un accordo su ulteriori provvedimenti di bilancio, ciò ha avuto ben scarsi effetti nel frenare i deflussi di capitali.

#### *L'utilizzo dello strumentario della banca centrale per influenzare la traslazione dei tassi d'interesse*

La credibilità di una politica di innalzamento dei tassi d'interesse del mercato monetario a difesa del cambio può essere maggiore nei paesi in cui la banca centrale è in grado di limitare o di ritardare l'impatto sugli altri tassi d'interesse influenzando selettivamente sui costi del rifinanziamento delle banche. A tale scopo può essere impiegata una combinazione di canali di creazione della liquidità. In molti paesi europei le procedure operative della banca centrale sono state concepite in modo da poter influenzare flessibilmente i tassi del mercato monetario mediante strumenti di *fine tuning*, mentre è possibile impiegare procedure più tradizionali per limitare la risposta dei tassi degli altri mercati a variazioni che potrebbero rivelarsi non durature. In Germania, Francia, Belgio,

Impatto degli aumenti dei tassi d'interesse sui mercati valutari

Procedure operative della banca centrale e tassi attivi delle istituzioni finanziarie

Strumenti usati  
in alcuni paesi  
per limitare la  
traslazione degli  
aumenti dei tassi  
a breve

Paesi Bassi e Spagna gli intendimenti della banca centrale a riguardo dei tassi d'interesse sono segnalati per lo più attraverso il tasso al quale è offerta liquidità bancaria nelle aste periodiche. Tali segnali possono essere modulati mediante procedure speciali, ad esempio cambiando le modalità d'asta o il volume delle aggiudicazioni. Nella maggior parte di questi paesi i tassi attivi ufficiali hanno ormai una relazione soltanto indiretta e limitata con i tassi del mercato monetario, ma possono comunque essere usati per impartire segnali "forti" circa gli intendimenti della banca centrale. I tassi ufficiali possono inoltre influenzare selettivamente i tassi applicati a certe categorie di impieghi bancari come, in particolare, i prestiti alle piccole imprese e a soggetti privati, che hanno un accesso limitato agli altri mercati.

In Francia il tasso per le operazioni temporanee a cinque-dieci giorni nel quadro della facilitazione permanente della Banca di Francia, che le banche possono attivare a propria discrezione, tende normalmente a limitare i movimenti al rialzo dei tassi del mercato monetario. Nel settembre scorso tale tasso è stato innalzato, mentre agli inizi di quest'anno la facilitazione è stata sostituita per un certo tempo con operazioni a un giorno effettuate a tassi d'interesse modificabili a discrezione della banca centrale. Nel contempo la Banca di Francia ha fornito un ingente ammontare di riserve bancarie mediante asta a saggi assai inferiori. Queste procedure hanno permesso di aumentare i tassi del mercato monetario, moderandone però l'impatto sui costi del finanziamento bancario, e hanno contribuito così alla decisione delle banche di contenere gli incrementi dei propri tassi attivi di base. Nell'ultima parte di settembre la Sveriges Riksbank ha fornito un modesto volume di fondi agli istituti di credito ipotecario a un tasso d'interesse del 20%, contrastando in pari tempo l'effetto di queste operazioni sulle riserve bancarie in modo da assicurare che i tassi a breve del mercato monetario rimanessero al livello del 50% stabilito per il tasso attivo ufficiale marginale. Anche in Italia, Danimarca e Irlanda si è fatto uso di vari aggiustamenti degli strumenti di creazione della liquidità bancaria al fine di smorzare l'impatto del rialzo dei tassi del mercato monetario sui più importanti tassi attivi delle banche. In alcuni casi i criteri che regolano l'accesso al finanziamento della banca centrale e la tipologia dei titoli stanziabili hanno contribuito, in certe fasi critiche, a isolare temporaneamente i tassi del mercato monetario esterno o interno dagli altri saggi d'interesse.

L'impatto dei meccanismi di finanziamento selettivo della banca centrale sul costo dei fondi raccolti dagli operatori interni non bancari dipende dal margine disponibile per segmentare i mercati di finanziamento. Questo margine è solitamente limitato, anche nel breve periodo, ma può nondimeno essere di aiuto nel fronteggiare una crisi di durata limitata. Inoltre, la misura in cui le banche reagiscono alle variazioni dei tassi ufficiali a brevissimo termine aggiustando i propri tassi attivi varia in funzione delle pratiche specifiche di ciascun paese. Nel Regno Unito variazioni sensibili nei tassi ai quali la Banca d'Inghilterra acquista titoli con scadenze a brevissimo termine in genere si riflettono prontamente sui tassi attivi di base delle banche, che a loro volta condizionano i tassi da esse applicati a gran parte dei crediti in essere e ai nuovi prestiti. Questo aspetto ha chiaramente influito in modo determinante



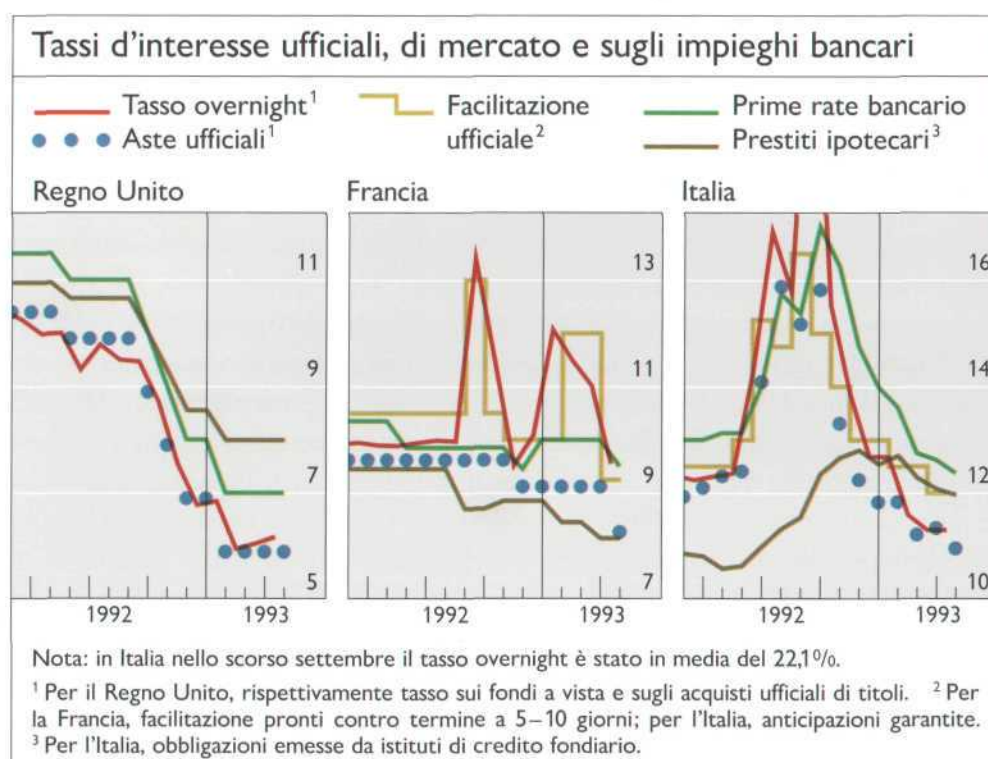
sulla riluttanza delle autorità ad accettare sostenuti incrementi dei tassi del mercato monetario.

Lo scorso anno in diversi paesi la relazione fra i tassi attivi delle banche e i tassi del mercato monetario è stata parimenti influenzata da modifiche nel regime delle riserve obbligatorie. In Francia, nel maggio 1992 le banche hanno concordato di abbassare i tassi primari in rapporto ai tassi del mercato monetario in congiunzione con un abbassamento degli obblighi di riserva. La riduzione dei coefficienti decisa in Italia nel febbraio 1993 dovrebbe anch'essa permettere un sostanziale restringimento dello scarto fra i tassi attivi delle banche e quelli del mercato monetario. In Spagna una prevista diminuzione dei coefficienti di riserva è stata anticipata per contribuire a fronteggiare la crisi valutaria di settembre.

### *I meccanismi di trasmissione dei tassi d'interesse*

La risposta dei tassi attivi applicati dalle istituzioni finanziarie di fronte a variazioni dei tassi a breve del mercato monetario, e quindi la credibilità delle politiche di tasso d'interesse finalizzate a obiettivi di cambio, dipendono parimenti da talune caratteristiche del meccanismo di trasmissione, fra cui il comportamento dei rendimenti a lungo termine, l'importanza relativa del finanziamento a breve, medio e lungo termine, nonché quella degli strumenti a tasso fisso e a tasso variabile. Nel Regno Unito e in Irlanda i movimenti dei tassi a brevissimo termine del mercato monetario sono rapidamente traslati sui tassi variabili applicati alla maggior parte dei mutui ipotecari e ai prestiti alle imprese. Nel Regno Unito una quota relativamente ampia delle obbligazioni societarie in essere è remunerata a tassi aggiustabili. In alcuni altri paesi europei una larga parte delle obbligazioni di stato in essere è rappresentata da titoli a cedola variabile. Peraltro, in molti paesi una porzione considerevole dei

Influsso dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria sulla traslazione dei tassi d'interesse



prestiti erogati dalle istituzioni finanziarie per l'acquisto di abitazioni e investimenti fissi delle imprese ha scadenze a lungo termine. I tassi d'interesse applicati sono fissati nel medio o nel lungo periodo in relazione ai tassi relativamente stabili delle emissioni continue di obbligazioni bancarie a medio termine oppure ai rendimenti di strumenti negoziabili sul mercato finanziario. Questa situazione riflette fondamentalmente la disponibilità di fonti di finanziamento a medio-lungo termine. In alcuni paesi ciò è in parte il risultato di misure adottate nel corso degli anni per facilitare l'offerta di fondi a lungo termine attraverso canali particolari, come gli istituti di credito speciale in Italia. In altri può attribuirsi all'incoraggiamento fornito al finanziamento privato di lungo periodo dalla presenza protratta di bassi livelli d'inflazione e di tassi d'interesse comparativamente stabili.

Impatto della  
debolezza dei  
bilanci

L'impatto degli aumenti dei tassi d'interesse dipende anche in modo determinante dalle strutture di bilancio degli operatori economici. Lo scorso anno in alcuni paesi la misura in cui le autorità sono state disposte ad accettare sostenuti aumenti dei tassi d'interesse è stata influenzata in maniera decisiva dalla debolezza delle posizioni di bilancio delle famiglie, delle imprese e delle banche, che rendeva questi settori particolarmente vulnerabili a un forte e duraturo rincaro del denaro a breve. In Italia un vincolo manifesto era imposto dalla dimensione e dalla brevità della scadenza media del debito del Tesoro, mentre in Irlanda ha costituito un fattore problematico l'ampia componente in valuta estera dell'indebitamento pubblico.

#### *Controlli valutari*

Lo scorso anno i controlli sui cambi erano ormai stati aboliti in gran parte dei paesi europei. Come previsto nel progetto di mercato unico CEE, tali controlli sono rimasti operanti o sono stati inaspriti per contribuire a fronteggiare la crisi valutaria in Spagna, Portogallo e Irlanda. Agli inizi di quest'anno essi erano stati tuttavia rimossi in tutti e tre i paesi.

Impiego dei  
controlli valutari  
per proteggere i  
tassi d'interesse  
interni

I controlli valutari possono limitare la necessità di innalzare i tassi d'interesse interni, mentre consentono di far salire sensibilmente i tassi sui mercati *offshore* della moneta in questione allorché emergono pressioni speculative. Se i controlli sono efficaci nell'impedire il finanziamento da parte del sistema bancario interno di posizioni corte a termine nella moneta nazionale detenute da non residenti, la banca centrale può persino incoraggiare gli aumenti dei tassi sui mercati esterni al fine di disincentivare o penalizzare l'assunzione di posizioni contro la moneta da parte dei non residenti. Allorché questi ultimi cercano di coprire sui mercati bancari le loro disponibilità in titoli denominati nella moneta sotto pressione, le restrizioni valutarie possono risultare meno efficaci nel proteggere i tassi d'interesse interni, ed è anzi possibile che esse scoraggino gli investimenti esteri in titoli interni nel più lungo periodo.

#### *Autonomia della banca centrale*

Data la rilevanza politica dei tassi d'interesse, non sorprende che lo scorso anno la credibilità degli impegni di cambio sia stata condizionata dalla possibilità di correzioni negli orientamenti operativi in vista, ad esempio, di imminenti elezioni. Alla luce di ciò, in alcuni paesi si è posta la questione se la credibilità



della politica monetaria non possa essere accresciuta assicurando che la responsabilità delle scelte monetarie sia più chiaramente attribuita a una banca centrale indipendente. L'autonomia consolidata, o di recente rafforzata, della banca centrale serve probabilmente a spiegare perché in Austria, Paesi Bassi e Belgio la credibilità della politica non è stata messa a dura prova. Le iniziative in corso in altri paesi dello SME, fra cui Francia, Italia, Spagna e Portogallo, per dare maggiore indipendenza alla banca centrale dovrebbero far sì che la credibilità sia meno esposta a considerazioni politiche di breve periodo. Tali modifiche istituzionali, intese a dare sollecita attuazione al disposto del Trattato di Maastricht, attribuirebbero alle banche centrali la responsabilità per le scelte di tasso d'interesse.

Tuttavia, anche una banca centrale indipendente non può, agendo da sola, conseguire soddisfacenti risultati complessivi. L'esperienza di paesi come Svezia e Italia durante la crisi valutaria dello scorso settembre pare confermare che la politica monetaria può non essere efficace nella difesa del cambio se non è sorretta da un'adeguata restrizione di bilancio e da congrui sviluppi sul piano dei salari.

## VII. I prezzi delle attività e la gestione delle situazioni di dissesto finanziario

### Aspetti salienti

Nel periodo sotto rassegna vi è stato un notevole contrasto fra l'andamento dei corsi azionari e quello dei prezzi immobiliari. Lo scorso anno è proseguita la tendenza cedente dei prezzi delle abitazioni e dei fabbricati non residenziali, sebbene in alcuni paesi essa appaia ormai prossima al punto di svolta. In gran parte dei paesi nel primo trimestre 1993 le quotazioni azionarie si situavano a un livello all'incirca uguale o superiore a quello osservabile all'inizio del 1992. Negli Stati Uniti ciò è stato il riflesso delle indicazioni che era in atto una ripresa; in Europa può considerarsi in parte come una risposta agli aggiustamenti delle parità di cambio e a un allentamento effettivo o atteso delle politiche monetarie. In Giappone il mercato è stato fortemente in calo fino all'autunno, per poi stabilizzarsi e segnare un deciso recupero nei primi mesi di quest'anno.

I prezzi delle attività hanno avuto un ruolo preminente nell'attuale ciclo economico, sia per l'ampiezza delle oscillazioni sia per l'impatto esercitato sulle istituzioni finanziarie e sull'attività economica. Siffatte fluttuazioni di medio periodo non costituiscono evidentemente una novità: l'ultimo episodio analogo si è prodotto nei primi anni settanta. Quel che ha richiamato l'attenzione sui recenti movimenti dei prezzi delle attività non è soltanto la loro dimensione assoluta e portata geografica, bensì anche il fatto che la protratta fase ascendente, a differenza di quella precedente, ha avuto luogo nel contesto di tassi d'interesse reali positivi. Ad un esame comparato dei due episodi si rileva come la caratteristica distintiva della più recente esperienza sia stata l'ampia disponibilità di credito venutasi a creare sulla scia dei cambiamenti strutturali intervenuti nel settore finanziario sotto la spinta del mercato e per il volere delle autorità.

Le ampie fluttuazioni dei prezzi delle attività, congiuntamente all'aumento alquanto generalizzato del debito del settore privato nel corso del passato decennio, hanno acuito gli effetti del rallentamento economico sulla redditività delle banche e sulla qualità dei loro attivi. In varia misura anche lo scorso anno la combinazione di questi fattori ha inciso sui risultati economici delle banche, neutralizzando così in parte l'impatto positivo di una favorevole configurazione dei tassi d'interesse in alcuni paesi e dell'ulteriore ristrutturazione del settore.

In alcuni paesi il deterioramento subito negli ultimi anni dalla redditività e dalla qualità dei portafogli delle istituzioni creditizie ha suscitato interrogativi sulla solidità di determinati comparti del settore o ha quanto meno influito pesantemente sulla sua operatività, rendendo necessari interventi governativi volti ad assicurare un'ordinata risoluzione dei problemi. Le Relazioni annuali degli anni precedenti hanno analizzato in dettaglio in una più ampia prospettiva



le cause della ristrutturazione in atto nel settore finanziario a livello mondiale, nonché le sue implicazioni di lungo periodo per la regolamentazione prudenziale e la vigilanza. Quest'anno la trattazione verte sul tema della gestione delle situazioni di dissesto finanziario in quanto tale, prendendo come riferimento cinque paesi che hanno recentemente vissuto problemi di questo tipo, ossia Stati Uniti, Svezia, Norvegia, Finlandia e Giappone.

## I prezzi delle attività: evoluzione recente

### Corsi azionari

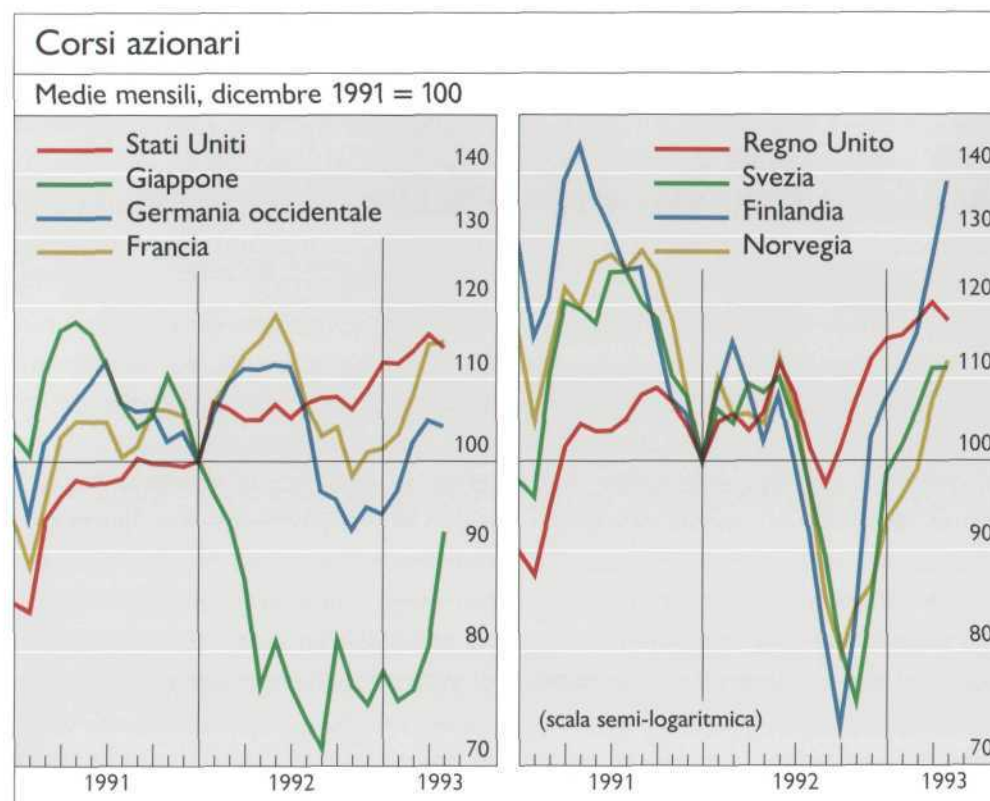
Nel periodo sotto rassegna sull'andamento delle quotazioni azionarie hanno in generale avuto un influsso predominante le prospettive della congiuntura economica, nonché le politiche monetaria e del cambio. La combinazione di questi fattori ha differito considerevolmente a seconda dei paesi.

Dopo essere saliti bruscamente alla fine del 1991 in risposta al sensibile allentamento monetario attuato dalla Federal Reserve, durante gran parte del 1992 i corsi azionari negli Stati Uniti si sono mossi entro una ristretta fascia di oscillazione, in quanto gli investitori attendevano l'emergere di chiari segni di un deciso recupero dell'economia (grafico seguente). I prezzi hanno cominciato a rafforzarsi nell'ultimo trimestre dell'anno, allorché i dati economici e il mutato clima politico hanno convinto il mercato che aveva preso avvio una robusta ripresa. Alla fine del primo trimestre i valori azionari avevano raggiunto un punto di massimo.

Nella maggior parte dell'Europa i mercati azionari si sono mossi al rialzo nel primo semestre, specie nel Regno Unito, dopo i risultati delle elezioni

I corsi azionari salgono negli Stati Uniti...

...fluttuano in Europa...



... cadono e  
quindi risalgono  
in Giappone

politiche in aprile, e in Francia. Tuttavia il Regno Unito, l'Italia e alcuni dei paesi nordici hanno accusato forti cali dei corsi nel terzo trimestre del 1992, in parte a causa dei crescenti timori circa le conseguenze della difesa di una parità di cambio fissa sul livello dei tassi d'interesse e sull'attività economica. Nel trimestre successivo le perdite sono state annullate in parte (Svezia, Italia e Norvegia) oppure del tutto (Regno Unito e Finlandia), poiché il deprezzamento esterno della moneta e i più bassi tassi d'interesse hanno migliorato le prospettive economiche e reso relativamente più attrattivi gli investimenti in azioni. Per contro, in Germania e in Francia i mercati azionari hanno iniziato a recuperare soltanto verso la fine dell'anno in risposta ai segni di allentamento della politica monetaria da parte della Bundesbank.

In Giappone i prezzi delle azioni sono fortemente calati nei primi quattro mesi del 1992 sullo sfondo di nuove rivelazioni di illeciti finanziari, di massicce vendite di azioni da parte di istituzioni finanziarie prima della chiusura dell'esercizio, in marzo, e delle crescenti indicazioni di un rallentamento economico. Un pacchetto di misure di stimolo fiscale e monetario annunciato in aprile non è riuscito ad arrestare la caduta, e l'indice Nikkei è sceso sotto la soglia di 20.000 punti. Dopo una breve pausa, a metà anno le quotazioni azionarie hanno ripreso a calare con l'emergere di nuovi segni di indebolimento. In luglio l'indice ha toccato il livello minimo degli ultimi sei anni. In risposta, a fine agosto le autorità hanno annunciato una serie di provvedimenti diretti a rilanciare l'economia e il mercato azionario. Il programma comprendeva aumenti degli investimenti pubblici e prestiti agevolati all'edilizia abitativa per un totale di ¥ 10,7 mila miliardi (oltre il 2% del PNL), incentivi fiscali agli investimenti in macchine e attrezzature, un allentamento delle restrizioni poste agli acquisti di azioni da parte degli investitori singoli e dei fondi a gestione pubblica, nonché il congelamento delle offerte di azioni da parte di enti pubblici. I corsi azionari hanno reagito prontamente, salendo di quasi il 15% fra agosto e settembre. Essi hanno tuttavia ben presto ripreso a calare, giacché gli investitori sono parsi attendere che si delineasse una svolta ascendente dell'economia. Agli inizi di quest'anno le quotazioni risultavano inferiori di oltre il 20% al livello di un anno prima. A partire da febbraio, tuttavia, esse hanno riguadagnato gran parte del terreno perso, anche a seguito dell'annuncio di ulteriori aumenti degli investimenti pubblici e agevolazioni fiscali per un totale di ¥ 13,2 mila miliardi, equivalenti a quasi il 3% del PNL.

#### *Prezzi degli immobili*

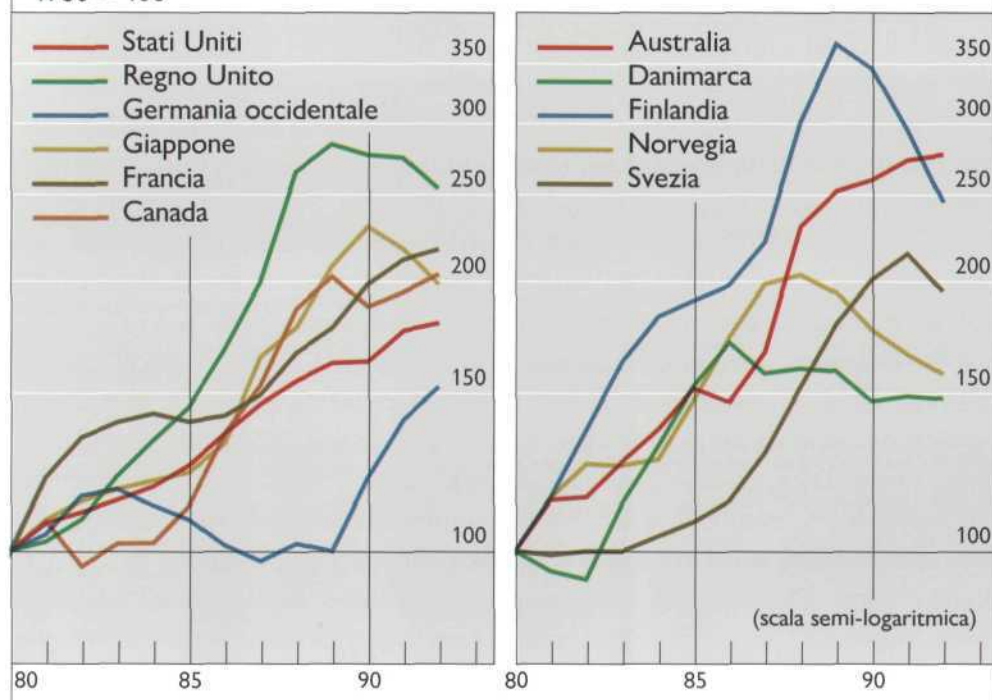
Debolezza  
generalizzata dei  
prezzi immobiliari

Lo scorso anno è proseguita in alcuni paesi la correzione al ribasso dei prezzi degli immobili nel settore delle abitazioni e in quello dei fabbricati non residenziali. In effetti, il calo dei prezzi immobiliari è parso divenire più diffuso e, in molti casi, più accentuato. Indubbiamente ciò ha in parte rappresentato un inevitabile aggiustamento dopo gli eccessivi rincari del passato. Esso potrebbe tuttavia anche essere attribuito al progressivo rallentamento economico che ha interessato un numero crescente di paesi dell'Europa continentale e il Giappone, ovvero alla mancanza in altri paesi, come il Regno Unito, di una robusta ripresa. Nei paesi in cui la flessione dei prezzi era iniziata prima, in corso d'anno vi sono state indicazioni di un approssimarsi al punto di svolta



## Prezzi nominali degli immobili residenziali

1980 = 100



inferiore. Comunque, in molti casi le prospettive di un netto recupero dei prezzi sono rimaste deboli, dato il considerevole eccesso di offerta.

I cali a livello nazionale delle quotazioni nel settore residenziale sono stati particolarmente forti in Finlandia, dove alla fine del 1992 i prezzi nominali risultavano scesi del 34% rispetto al picco del 1989, e in Norvegia, dove la perdita cumulativa di valore dal 1988 ha raggiunto lo scorso anno il 23% (grafico soprastante). In Danimarca e nel Regno Unito la riduzione complessiva dei prezzi delle abitazioni è stata più modesta, sebbene fosse iniziata prima. In Giappone e in Svezia, benché i prezzi dei fabbricati abitativi abbiano cominciato a calare soltanto nel 1991 e nel corso del 1992 rispettivamente, in entrambi i casi il declino ha superato quello registrato nel Regno Unito dall'inizio della fase discendente, nel 1990. Per contro, in Germania lo scorso anno i prezzi hanno continuato a salire, seppure a un ritmo più contenuto.

Le variazioni di prezzo a livello regionale sono state particolarmente marcate in alcuni paesi, fra cui Francia, Regno Unito e Stati Uniti. Ad esempio, in confronto al resto del paese, un ciclo relativamente pronunciato ha avuto luogo nell'area parigina, dove le quotazioni sarebbero ridiscese a livelli che non hanno riscontro prima del 1987. Lo scorso anno in Germania i prezzi si sono stabilizzati a Francoforte, mentre sono ulteriormente saliti a Berlino, raggiungendo un livello praticamente doppio rispetto al 1989.

In alcuni casi alle marcate riduzioni dei prezzi si è accompagnata una forte contrazione nel volume delle compravendite di case. Ciò vale soprattutto per il Regno Unito, dove il numero di transazioni è diminuito di quasi il 50% rispetto al massimo del 1988 e si situa attualmente al livello più basso dal 1974. Analogamente, in Danimarca il volume dei contratti risultava nel 1991 di circa il 35% inferiore al picco del 1985 e non molto superiore al livello del

Immobili  
residenziali

1974-75. In rapporto allo stock di abitazioni esistenti l'entità dei cali appare ancora maggiore. Le iniziative adottate dal governo nei due paesi per rivitalizzare il mercato e stabilizzare i prezzi hanno seguito un approccio simile: una sospensione generale o parziale delle imposte di registro e provvedimenti diretti a contenere le vendite forzate per impedire un'ulteriore pressione al ribasso sui prezzi. Recenti stime indicano che il volume delle transazioni si è stabilizzato in Danimarca ed è cresciuto nel Regno Unito, il che costituisce forse un primo sintomo del ritorno a una situazione di maggiore stabilità dei prezzi.

Il profilo seguito dai prezzi degli immobili non residenziali nel corso dell'anno ricalca quello osservato nel settore delle abitazioni. I prezzi hanno ovunque continuato a diminuire; di fatto il calo si è ancora accelerato, essendo ulteriormente aumentata la quota degli stabili non occupati (tabella seguente). La contrazione maggiore nel 1992 nei prezzi dei fabbricati non residenziali è stata registrata a Sydney, dove il calo cumulativo dal 1989 ha raggiunto il 60%. Anche a Londra i prezzi sono scesi fortemente per il quarto anno consecutivo, ma un rinnovato interesse da parte degli investitori esteri ha fatto sperare che il mercato si stesse infine avvicinando a un punto di svolta. Un analogo ottimismo si è fatto strada negli Stati Uniti. Sebbene in Giappone i prezzi degli immobili non residenziali avessero avuto un calo soltanto modesto

### Prezzi nominali degli immobili non residenziali in alcune grandi città

Città	Quota immobili inoccupati <sup>1</sup> dicembre 1992	1980- 85	1985- 92	1987	1988	1989	1990	1991	1992
variazioni percentuali annue									
Stati Uniti <sup>2</sup>									
Nord-Est	22 <sup>3</sup>	10	-4	5	2	1	-7	-18	-13
Pacifico	20 <sup>4</sup>	4 <sup>5</sup>	-3	2	4	2	-2	-11	-14
Tokyo	1	7	11	61	3	5	4	-7	-19
Berlino <sup>6</sup>	1	n.d.	25	0	5	35	151	38	-7
Francoforte	8	3	13	25	13	37	21	12	-24
Parigi	7	17	6	10	7	23	17	-13	-18
Milano	10 <sup>7</sup>	n.d.	11	4	27	26	52	-8	-18
Londra	14	10	-3	40	18	-3	-14	-28	-30
Toronto <sup>2,8</sup>	15	n.d.	2	10	13	10	-3	-9	-13
Sydney	21 <sup>9</sup>	18	-2	38	30	6	-24	-20	-35
Copenhagen <sup>10</sup>	5 <sup>7</sup>	11	4	5	0	5	1	-9	-6
Helsinki	11	30	2	37	27	32	-20	-17	-20
Oslo <sup>10</sup>	15 <sup>7</sup>	20	-2	24	-10	-16	-9	-17	-8
Madrid	7	17	12	50	36	44	12	-26	-28
Stoccolma	7 <sup>7</sup>	30	2	35	20	13	3	-43	-13

<sup>1</sup> Superficie totale degli stabili finiti disponibili in rapporto allo stock complessivo di tali immobili. <sup>2</sup> Quarto trimestre su quarto trimestre. <sup>3</sup> Centro di Manhattan. <sup>4</sup> Los Angeles. <sup>5</sup> 1983-85. <sup>6</sup> Fino al 1989, solo Berlino Ovest. <sup>7</sup> Sulla base delle limitate informazioni di mercato disponibili. <sup>8</sup> Indice dei prezzi degli uffici nell'Ontario. <sup>9</sup> Settembre. <sup>10</sup> Per i prezzi degli immobili, media nazionale.

Fonti: Jones Lang Wootton e varie associazioni immobiliari private.



rispetto ad altri paesi e la quota dei fabbricati inoccupati a Tokyo fosse rimasta bassa, la serie di provvedimenti economici annunciata nell'agosto 1992 e nell'aprile di quest'anno comprendeva specifiche iniziative a sostegno dei prezzi immobiliari, fra cui in particolare l'anticipazione di acquisti di terreni da parte dell'amministrazione pubblica, un aumento della dotazione dell'istituto nazionale per i prestiti-casa e sgravi fiscali sui mutui contratti per l'acquisto di immobili residenziali. Inoltre, verso la fine del 1992 le banche hanno istituito un organismo per trattare i crediti di dubbio esito garantiti da proprietà immobiliari.

Nell'Europa continentale lo scorso anno si sono avuti ulteriori cali fra l'altro a Parigi, Madrid e Milano. I prezzi sono parimenti diminuiti a Francoforte, dopo un decennio di ascesa, e a Berlino. Il governo francese ha reagito alla debolezza del mercato annunciando verso la fine di dicembre il progetto di rendere più permissivo il sistema che prescrive l'autorizzazione ufficiale per lo spostamento di grandi uffici all'interno di Parigi (e che mirava a incoraggiare la decentralizzazione). Inoltre, sono state adottate diverse misure che istituiscono un trattamento fiscale più favorevole per le compravendite e i *leasing* immobiliari.

## I prezzi delle attività in un quadro di più lungo periodo

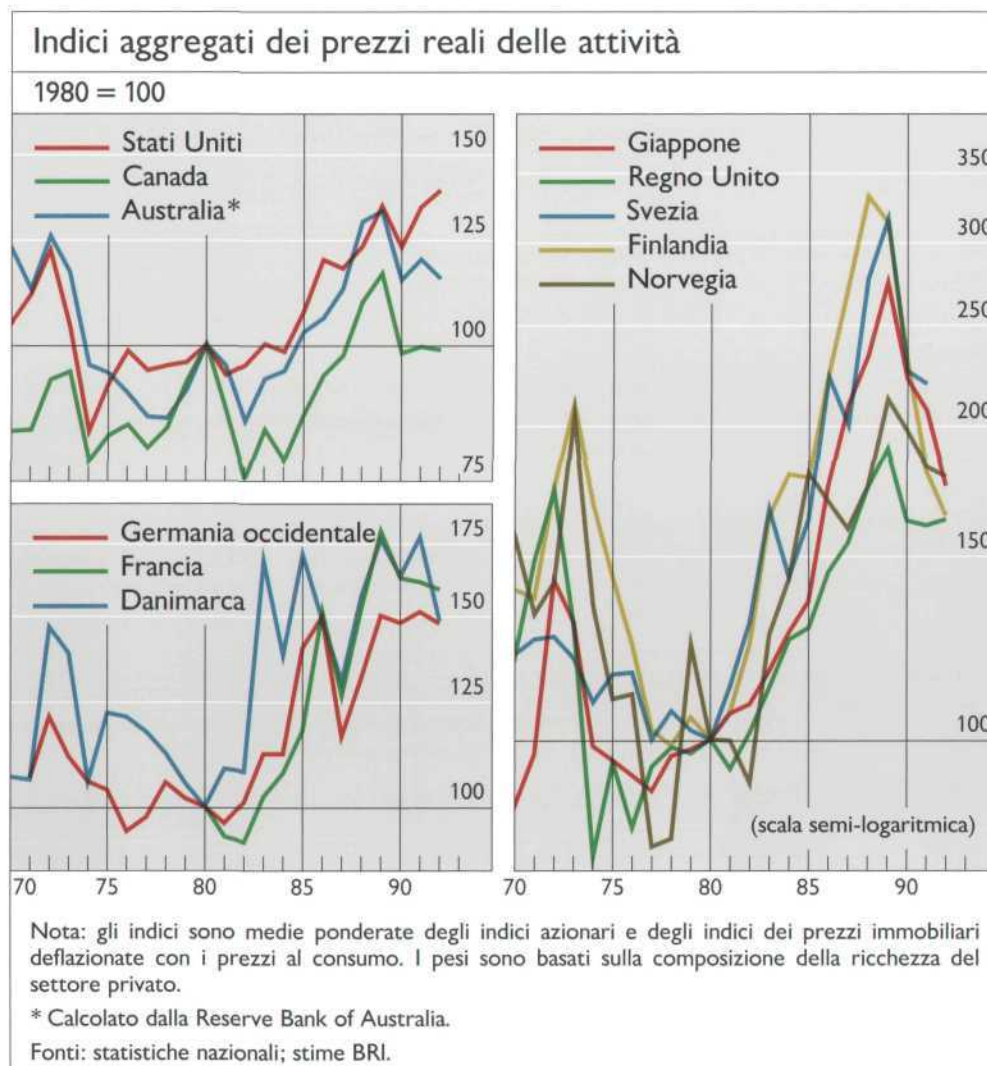
Il grafico a fronte fornisce un quadro dei movimenti in termini reali dei prezzi delle attività in diversi paesi industriali nell'arco degli ultimi due decenni. Esso riporta per ciascun paese una misura sintetica di tali prezzi, ossia un indice aggregato costruito come media ponderata degli indici nazionali dei corsi azionari e dei prezzi degli immobili residenziali e non. I pesi sono dati dalle quote stimate di queste attività sulla ricchezza totale del settore privato. Il grafico offre taluni spunti di riflessione sul comportamento dei prezzi in discorso nei vari paesi e nel corso del tempo.

Sebbene un ampio numero di paesi abbia sperimentato un ciclo dei prezzi reali delle attività nel corso degli ultimi dieci anni, l'intensità dell'inflazione e deflazione di tali prezzi differisce notevolmente. I movimenti più accentuati sono intervenuti in alcuni dei paesi nordici e in Giappone. Ad esempio, in Svezia e Finlandia i prezzi delle attività sono saliti in termini reali di oltre il 200% fra il 1980 e il 1989, per poi annullare gran parte dell'aumento negli ultimi tre anni. Anche in Norvegia vi sono state ampie fluttuazioni, seppure non altrettanto marcate. Nel Regno Unito la svolta ascendente risale alla metà degli anni settanta: l'incremento di circa il 150% segnato fra i punti di minimo e di massimo non sembra aver risentito in misura apprezzabile della recessione dei primi anni ottanta. Anche in altri paesi, segnatamente l'Australia, le fluttuazioni dei prezzi delle attività sono state assai accentuate rispetto ai parametri storici e hanno avuto serie conseguenze sul sistema finanziario e sull'economia in generale.

Per quanto utile come misura sintetica del comportamento dei prezzi delle attività, l'indice aggregato cela al suo interno taluni movimenti significativi delle singole componenti. In alcuni paesi la presenza di distinti cicli dei prezzi immobiliari è infatti occultata dai movimenti erratici dei corsi azionari. L'esempio più lampante è quello della Danimarca, dove i prezzi degli immobili

L'indice aggregato dei prezzi delle attività...

... mostra ampie fluttuazioni negli anni ottanta



hanno segnato un picco nel 1986. Inoltre, in alcuni paesi vi sono state apprezzabili variazioni a livello regionale. Negli Stati Uniti, ad esempio, forti fluttuazioni desincronizzate si sono prodotte successivamente nel Mid-West, nel Nord-Est e nel Sud-Ovest. Analogamente, Londra e Parigi hanno conosciuto fasi di *boom* e di deflazione che risultano stemperate nelle misure a livello nazionale. Di fatto, l'unico paese che pare aver evitato un importante ciclo nei prezzi degli immobili e delle azioni è la Germania.

Raffronto con gli  
anni settanta

Per taluni aspetti i movimenti nei prezzi delle attività a partire dai primi anni ottanta sono simili a quelli intervenuti fra l'inizio e la metà del decennio precedente. Entrambi i periodi mostrano grandi fluttuazioni, sebbene la loro ampiezza risulti generalmente maggiore nel ciclo più recente (grafico sopra-stante). Inoltre, le oscillazioni più marcate hanno avuto luogo in corrispondenza dei picchi congiunturali in netto contrasto con quanto avvenuto attorno alla fine degli anni settanta.

Sono nondimeno rilevabili anche talune difformità. In primo luogo, in molti paesi l'aumento dei prezzi delle attività nei primi anni settanta si produsse generalmente in un arco temporale assai più breve: al massimo due-tre anni, rispetto a più del doppio negli anni ottanta. Inoltre, nelle variazioni dell'indice dei primi anni settanta ebbero un ruolo preponderante i corsi



## I due cicli ascendenti dei prezzi reali delle attività

Paesi	Immobili residenziali			Immobili non residenziali			Azioni		
	Anni '70 <sup>1</sup>	Anni '80		Anni '70 <sup>1</sup>	Anni '80		Anni '70 <sup>1</sup>	Anni '80	
		prima metà <sup>2</sup>	seconda metà <sup>3</sup>		prima metà <sup>2</sup>	seconda metà <sup>3</sup>		prima metà <sup>2</sup>	seconda metà <sup>3</sup>
	variazioni percentuali cumulative								
Stati Uniti	10	2	13	n.d.	2	-15	22	44	46
Giappone	57	23 <sup>4</sup>	74	24	10	86	128	88 <sup>5</sup>	166
Germania occ.	39 <sup>6</sup>	-7	21	16 <sup>6</sup>	1	98	6	139	13
Francia	n.d.	-14	27	n.d.	39	78	13	112	86
Regno Unito	64	16	60	n.d.	-1	33	41	78	41
Canada	40	3	52	n.d.	n.d.	1	18	31	15
Australia	15	2	22	62 <sup>7</sup>	126 <sup>4</sup>	65	29	67	25
Danimarca	24	38	8	2	52	30	88	190 <sup>5</sup>	14
Finlandia	17	35 <sup>5</sup>	59	31 <sup>6</sup>	235 <sup>8</sup>	73	237 <sup>9</sup>	105	146
Norvegia	35	10	15	n.d.	65 <sup>10</sup>	37	65	246	31
Svezia	2	0	35	-30	6	52	18	182 <sup>5</sup>	114

<sup>1</sup> Dal punto di minimo al punto di massimo oppure, nei casi in cui non è individuabile un punto di minimo, dal 1970 al punto di massimo. <sup>2</sup> Dal punto di minimo al 1985 oppure, nei casi in cui non è individuabile un punto di minimo, dal 1981. <sup>3</sup> Dal 1985 al punto di massimo. <sup>4</sup> Minimo nel 1977. <sup>5</sup> Minimo nel 1979. <sup>6</sup> Serie iniziante nel 1971. <sup>7</sup> Minimo nel 1969. <sup>8</sup> Minimo nel 1978. <sup>9</sup> Minimo nel 1967. <sup>10</sup> Serie iniziante nel 1980.

Fonti: statistiche nazionali; stime BRI.

azionari rispetto ai prezzi immobiliari (tabella sopra riportata). Per contro, seppure nella prima metà degli anni ottanta l'ascesa dell'indice fosse ancora principalmente dovuta al *boom* del mercato azionario, nella seconda metà l'influsso dei prezzi immobiliari è stato assai maggiore, soprattutto per effetto della componente residenziale. L'Australia e il Regno Unito costituiscono due eccezioni notevoli a tale configurazione, in quanto i prezzi degli immobili avevano svolto un ruolo primario anche negli anni settanta. Infine, nella maggioranza dei paesi l'inversione di tendenza dei prezzi reali delle attività ha comportato diminuzioni più ampie in termini nominali che non negli anni settanta (prima tabella a pagina 173). Sebbene vi abbia contribuito la più bassa inflazione, ciò è avvenuto nonostante il ruolo preminente svolto dai prezzi immobiliari, che storicamente sono meno inclini a calare in termini nominali che non i corsi azionari. Questo fatto aiuta a comprendere il più severo impatto che negli ultimi anni hanno avuto i prezzi delle attività sui bilanci degli operatori finanziari e non finanziari.

E' possibile individuare talune differenze fra i due episodi anche nella combinazione dei fattori che possono essere stati alla base dei movimenti dei prezzi delle attività. Sebbene in entrambi i periodi i rincari si siano prodotti nel contesto di una robusta crescita economica, in quasi tutti i paesi la sensibilità dell'indice dei prezzi delle attività alla dinamica del PIL reale è stata notevolmente più elevata negli anni ottanta (seconda tabella a pagina 173). Solo nel Regno Unito e in Danimarca tale sensibilità è stata decisamente inferiore. Pertanto, mentre la più protratta fase espansiva delle economie negli anni ottanta può dar conto della durata dell'ascesa dei prezzi delle attività, di per sé essa non spiega interamente la sua maggiore intensità.

La più ripida salita dei prezzi non può nemmeno essere attribuita al livello dei tassi d'interesse corretti per l'inflazione (grafico a pagina 174). In entrambi

Possibili fattori esplicativi:  
crescita economica reale;

I due cicli discendenti dei prezzi aggregati reali e nominali delle attività				
Paesi	Anni '70 <sup>1</sup>		Anni '80 <sup>1</sup>	
	Reali	Nominali	Reali	Nominali
	variazioni percentuali cumulative			
Stati Uniti	-32	-17	-8 <sup>2</sup>	-3 <sup>2</sup>
Giappone	-37	4	-36	-31
Germania occ.	-22	-2	-2	1
Francia	n.d.	n.d.	-12	-4
Regno Unito	-56	-41	-15 <sup>3</sup>	-7 <sup>3</sup>
Canada	-17	-7	-16	-12
Australia	-32	39	-14 <sup>2</sup>	-8 <sup>2</sup>
Danimarca	-28	-9	-16	-10
Finlandia	-53	-16	-51	-42
Norvegia	-61	-56	-16	-8
Svezia	-13	4	-31	-17

<sup>1</sup> Il periodo è definito dalla variazione dal punto di massimo al punto di minimo oppure, nei casi in cui non è stato raggiunto alcun punto di minimo negli anni ottanta, fino all'osservazione più recente. <sup>2</sup> Minimo nel 1990. <sup>3</sup> Minimo nel 1991.  
 Fonti: statistiche nazionali; stime BRI.

tassi d'interesse  
corretti per  
l'inflazione;

regime fiscale;

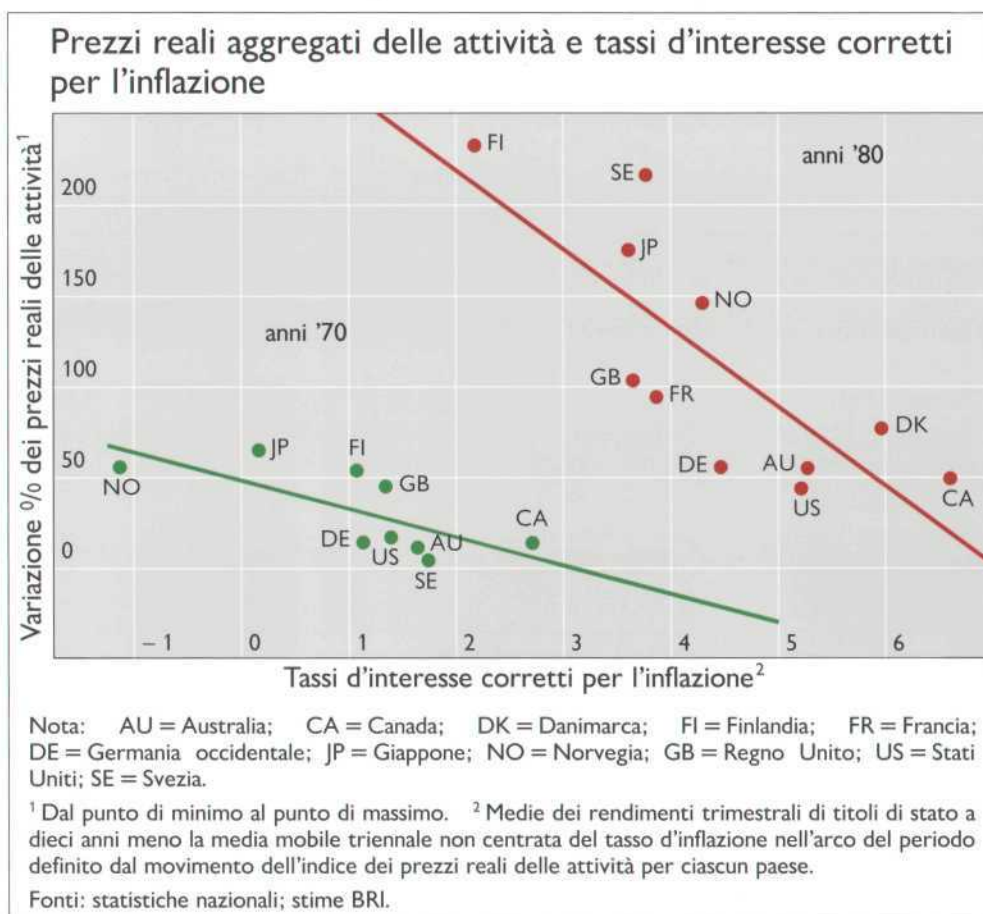
gli episodi vi è a livello dei vari paesi una chiara relazione negativa fra i tassi d'interesse deflazionati e i rincari delle attività; tuttavia, i tassi d'interesse reali erano bassi o addirittura negativi nei primi anni settanta, mentre risultavano positivi e ben più alti negli anni ottanta.

Un'esplicita considerazione dei fattori fiscali non modifica sostanzialmente questa conclusione. Certo, il costo-opportunità del corrispondente finanziamento risulta inferiore negli anni ottanta se si tiene conto del regime tributario, un fattore particolarmente importante nei paesi con tassi d'inflazione relativamente alti e per gli operatori economici che possono dedurre i costi di finanziamento ai fini d'imposta. Ad esempio, al netto della componente fiscale il costo dei fondi destinati all'acquisto di abitazioni è stato negativo per buona parte degli anni ottanta nei paesi nordici, dove la piena deducibilità degli interessi ipotecari si è associata a una persistente inflazione (grafico a

Sensibilità dei prezzi aggregati reali delle attività alla crescita economica nei due cicli ascendenti*					
Paesi	Anni '70	Anni '80	Paesi	Anni '70	Anni '80
Stati Uniti	1,14	1,48	Australia	1,02	1,68
Giappone	3,12	3,18	Danimarca	3,19	2,31
Germania occ.	1,36	1,82	Finlandia	2,43	6,35
Francia	n.d.	4,11	Norvegia	3,82	5,75
Regno Unito	4,05	3,39	Svezia	0,30	6,88
Canada	0,60	1,41			

\* Incremento percentuale dal punto di minimo al punto di massimo dell'indice aggregato dei prezzi reali delle attività diviso per l'incremento percentuale dal punto di minimo al punto di massimo del PIL reale.  
 Fonti: statistiche nazionali; stime BRI.



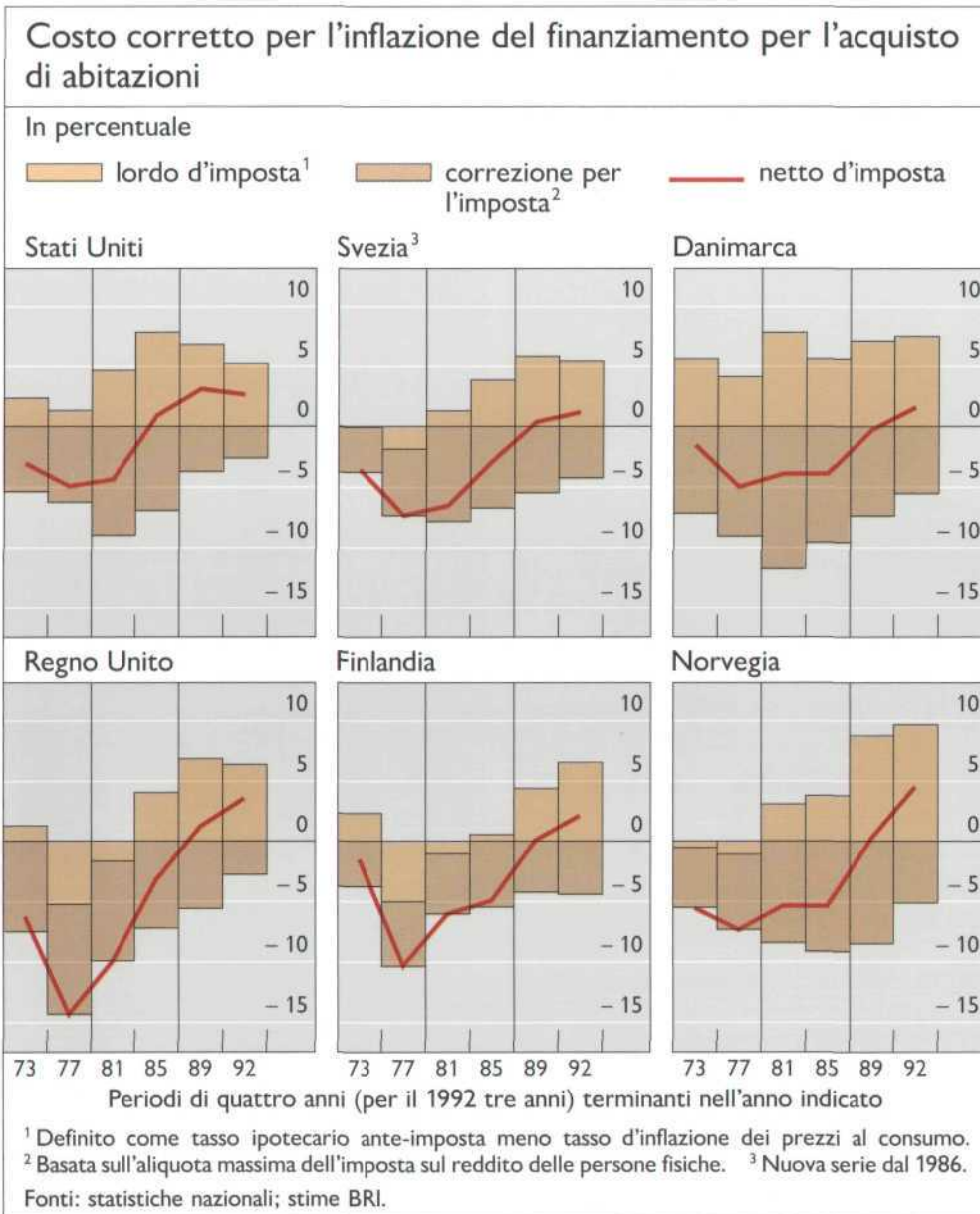


pagina 175). Inoltre, una riduzione dell'effettivo sgravio fiscale può contribuire a spiegare la collocazione temporale del recente ciclo discendente dei prezzi degli immobili residenziali in molti paesi, fra cui in particolare alcuni dei paesi nordici, e dei fabbricati non residenziali negli Stati Uniti. Nondimeno, anche nei primi anni settanta erano in vigore agevolazioni fiscali, cosicché queste non possono di per sé spiegare la differenza di reattività ai tassi d'interesse reali osservabile fra i due episodi. Come si dirà più oltre, tuttavia, l'impatto della componente fiscale potrebbe essersi rafforzato a causa dei cambiamenti intervenuti nel contesto finanziario.

Se il vigore della crescita economica, il livello dei tassi d'interesse reali e il regime tributario non spiegano in modo soddisfacente l'intensità dell'inflazione dei prezzi delle attività negli anni ottanta, allora il principale fattore propulsivo va ricercato altrove. Un'evidente possibilità è il comportamento del credito. Nella maggior parte dei paesi considerati è osservabile una relazione alquanto stretta, e comunque più stretta che negli anni settanta, fra il credito al settore privato in rapporto al PIL e i movimenti dei prezzi delle attività (grafico a pagina 176).

Sono diverse le ragioni per cui il credito e i prezzi delle attività possono essere correlati. Dal lato della domanda, l'indebitamento è tipicamente motivato dalle aspettative a riguardo dei futuri flussi di reddito derivanti dall'investimento, reale o finanziario, che si rispecchiano sui prezzi di mercato delle attività. Le decisioni di indebitamento possono anche essere di natura più speculativa, come quando gli operatori del mercato mirano a trarre beneficio da plusvalenze attese in conto capitale. Dal lato dell'offerta, la disponibilità degli

e disponibilità di  
credito

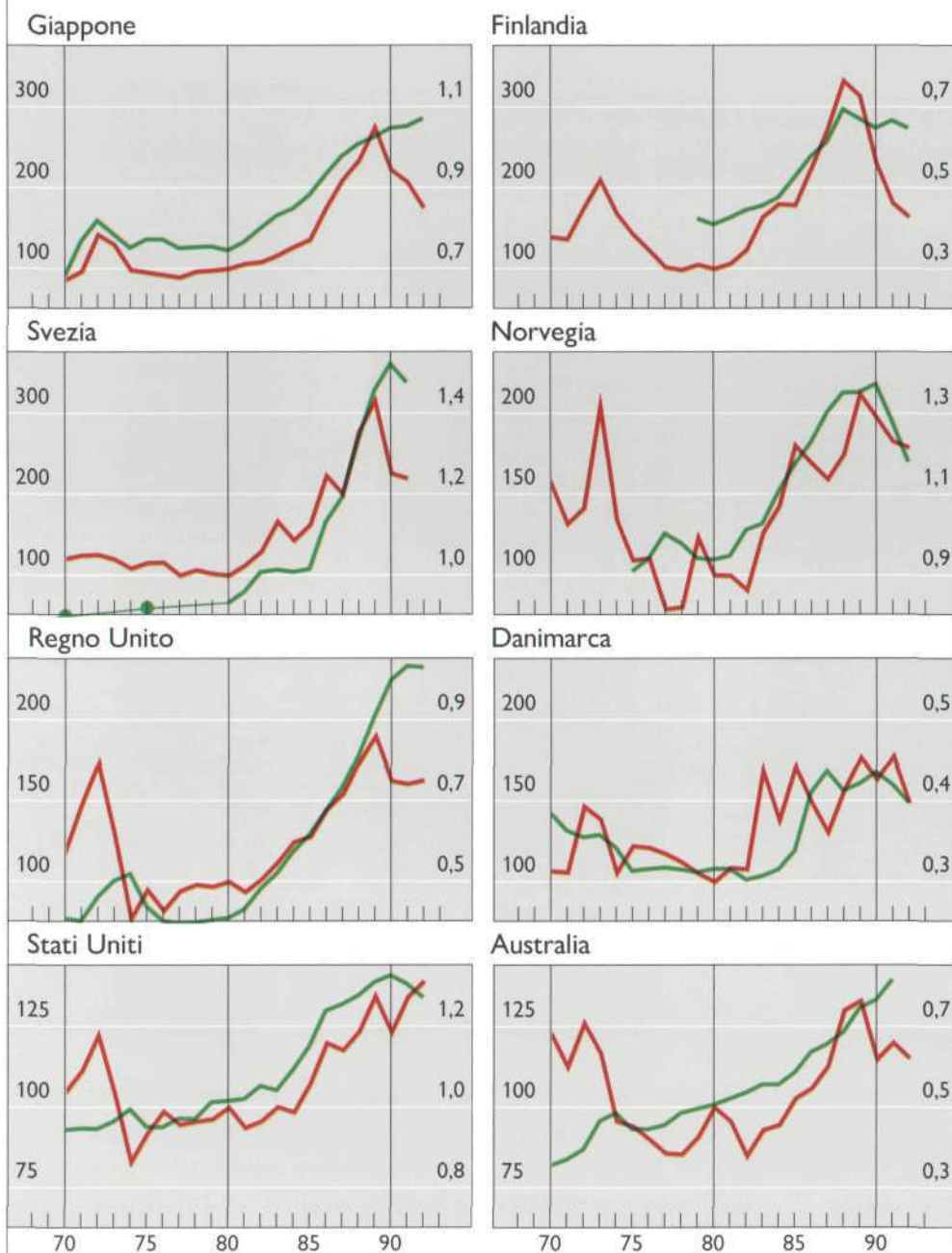


intermediari finanziari a erogare crediti aumenta con il crescere dei prezzi delle attività, a causa della maggiore capacità dei mutuatari di fornire garanzie reali. Nella fase avanzata di un *boom* dei prezzi delle attività le aspettative di guadagni di capitale possono divenire il fattore predominante e svincolarsi dalle grandezze fondamentali dell'economia reale. La svolta discendente può essere innescata da svariati fattori, fra cui un rallentamento dell'attività economica, un regime fiscale meno favorevole o, spesso, un inasprimento della politica monetaria. E' così possibile che vengano poste le premesse per una fase di caduta dei prezzi delle attività, di aggiustamento dei bilanci sia degli intermediari finanziari sia dei mutuatari, e di crescita rallentata o negativa del credito. Ad esempio, dopo essersi indebitate fortemente negli anni ottanta a fronte del valore crescente delle proprie abitazioni (grafico a pagina 177), in alcuni paesi molte famiglie hanno visto scendere il prezzo degli immobili di proprietà al disotto del debito ipotecario in essere. Si stima che nel Regno Unito a fine 1992 non meno di un milione e mezzo di proprietari di casa (ossia circa il 10%)



## Prezzi aggregati reali delle attività e credito

— prezzi aggregati reali delle attività (1980 = 100; ordinata di sinistra)  
 — credito privato totale/PIL\* (ordinata di destra)



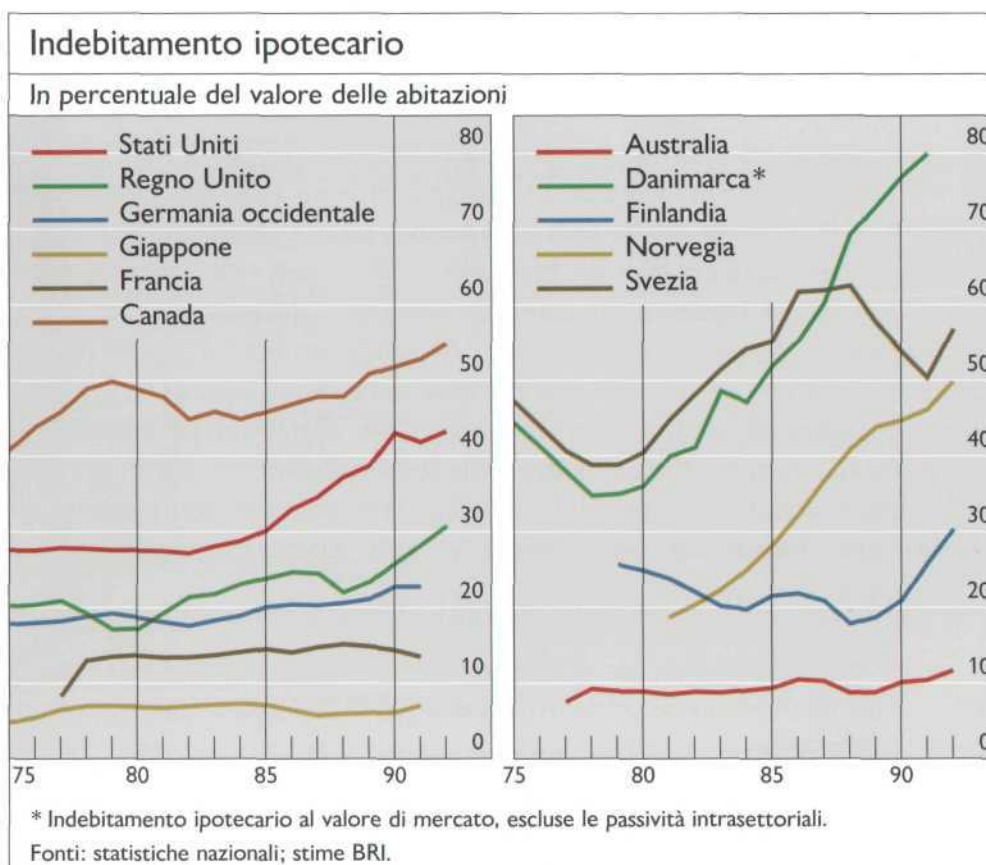
\* Per la Danimarca, unicamente credito bancario; per la Svezia, livello puntuale per il 1970 e per il 1975 e andamento dal 1980 in poi.

del totale) si trovasse in tale situazione. In alcuni paesi nordici e in certe regioni degli Stati Uniti le famiglie hanno dovuto affrontare problemi analoghi.

Alcuni elementi dello scenario complessivo sopra descritto tendono ad accompagnare tutti i cicli di medio periodo dei prezzi delle attività. Ciò che contraddistingue il ciclo degli anni ottanta è la loro ampiezza e intensità dopo la forte espansione del credito durante il decennio. In larga misura questa espansione è derivata dall'allentamento dei vincoli al credito nel settore

finanziario, sulla scia di cambiamenti strutturali indotti dal mercato o promossi dalle autorità. Il risultato di questi cambiamenti è stato quello di intensificare le pressioni concorrenziali e di ampliare il ventaglio delle opportunità di indebitamento. Nel contempo essi hanno accresciuto l'impatto delle normative fiscali preesistenti che incoraggiavano l'assunzione di debito e che erano state meno efficaci nel periodo in cui prevaleva il razionamento del credito.

L'importanza relativa delle iniziative ufficiali e delle forze di mercato nel determinare le strutture e i comportamenti nel settore finanziario non è sempre chiaramente individuabile, poiché la deregolamentazione è derivata talvolta dalla constatazione che i controlli vigenti stavano divenendo inefficaci. L'importanza relativa delle due componenti ha tuttavia differito notevolmente da un paese all'altro. Ad esempio, è alle forze di mercato che va principalmente attribuito l'intensificarsi della concorrenza fra le banche e gli intermediari mobiliari negli Stati Uniti, che ha alimentato l'ondata di acquisizioni societarie finanziate con capitale di prestito durante gli anni ottanta, contribuendo in tal modo al rialzo dei corsi azionari. Per contro, la deregolamentazione è stata particolarmente importante in Svezia, Norvegia e Finlandia, paesi passati nello spazio di poco tempo, verso la metà degli anni ottanta, da un regime di razionamento del credito a un sistema di aperta concorrenza. Un processo analogo è avvenuto in Australia nei primi anni ottanta. La deregolamentazione è stata parimenti estesa nel Regno Unito, dove nella prima metà del decennio sono state abolite le restrizioni (dirette e indirette) al credito e si è incoraggiata una maggiore concorrenza fra le banche e le "building societies", rinforzando in tal modo una tendenza di fondo del mercato. E' interessante notare che in questo





paese un processo di deregolamentazione (nel quadro del "Competition and Credit Control Act" del 1971) aveva parimenti preceduto l'ascesa dei prezzi delle attività nei primi anni settanta. In Giappone la deregolamentazione è stata più graduale, ma a partire dalla metà degli anni ottanta sono stati allentati i vincoli posti all'accesso delle imprese ai mercati internazionali e sono stati parzialmente liberalizzati i tassi d'interesse sui depositi, mentre sono prospere le istituzioni creditizie non bancarie, meno regolamentate. Per contro, in Germania, dove il sistema finanziario ha subito pochi cambiamenti strutturali, non vi è stato un importante ciclo dei prezzi delle attività.

Accanto ai fattori strutturali, anche una politica monetaria permissiva pare avere contribuito alla rapida crescita del credito durante la fase ascendente dei prezzi delle attività, specie in alcuni dei paesi che hanno conosciuto i cicli di prezzo più marcati. Si può ritenere che, seppure in varia misura, l'orientamento della politica in Svezia, Norvegia, Finlandia e Giappone non sia stato propizio ad una restrizione del ricorso al credito. Ciò è valso anche per il Regno Unito verso la metà degli anni ottanta, così come nei primi anni settanta. Senza dubbio i rapidi cambiamenti intervenuti nel sistema finanziario hanno reso più difficile il compito delle autorità. Laddove i tassi d'interesse si sono sostituiti ai controlli quantitativi come principale meccanismo per regolare la concessione di credito, il loro livello ha spesso fornito un'indicazione fuorviante del grado di restrizione del credito, specie in presenza di una consistente domanda insoddisfatta latente. Analogamente, la forte crescita degli aggregati monetari e creditizi è stata talvolta considerata come un innocuo corollario della deregolamentazione. In alcuni casi le condizioni relativamente permissive erano altresì collegate con la riluttanza a permettere un apprezzamento del cambio i cui effetti sono particolarmente rilevanti nel contesto di movimenti di capitali liberalizzati. Per contro, la disciplina monetaria di cui hanno beneficiato i membri dello SME ha probabilmente contribuito a raffrenare i comportamenti speculativi.

... nonché della politica monetaria

Una questione di fondo suscitata dal più recente ciclo dei prezzi delle attività è se fluttuazioni di tale portata siano destinate a ripetersi oppure se si tratti di un fenomeno eccezionale. Nella misura in cui tale ciclo ha rispecchiato i costi dell'aggiustamento a un contesto finanziario deregolamentato e più competitivo, vi è motivo di ottimismo. Al tempo stesso, in questo nuovo contesto la domanda di credito può più facilmente essere assecondata, e così pure le pressioni speculative. Come si dirà più oltre, il far sí che siano evitati tali eccessi data la minaccia che essi recano alla stabilità finanziaria, costituisce uno dei compiti di grande momento che si pongono ai responsabili delle politiche, un compito che richiede coerenza d'azione a livello macro e microeconomico.

## Il settore bancario: recenti andamenti

A partire dagli ultimi anni ottanta in parecchi paesi industriali vi è stato un diffuso deterioramento nella redditività, nella qualità dell'attivo e nel merito di credito delle banche. L'ondata senza precedenti di declassamenti che ha investito il settore è l'indicatore più eloquente di tale tendenza.

Il deterioramento è in parte il riflesso dell'indebolirsi dell'attività economica durante il periodo. La sua portata è stata tuttavia ampliata dalle forti

Diffuso deterioramento dei risultati economico-finanziari delle banche

Prestiti immobiliari delle banche in alcuni paesi <sup>1</sup>									
Paesi	1982	1985	1990	1992	Paesi	1982	1985	1990	1992
	in percentuale sui prestiti al settore privato					in percentuale sui prestiti al settore privato			
Stati Uniti	29	31	41	43	Canada	30	33	46	51
Giappone <sup>2</sup>	12	14	24	19	Norvegia	51 <sup>3</sup>	48	50	46
Germania <sup>4</sup>	44	46	42	40	Portogallo	23	28	34	33
Francia	28	29	31	30	Spagna	19 <sup>3</sup>	19	27	30
Regno Unito	16	19	31 <sup>5</sup>	32	Svizzera	51	52	54	54 <sup>6</sup>

<sup>1</sup> I dati non sono del tutto raffrontabili a livello di paesi. <sup>2</sup> Prestiti a imprese edili e società di gestione immobiliare. <sup>3</sup> 1983. <sup>4</sup> Prima del 1990, unicamente Germania occidentale. <sup>5</sup> Discontinuità nella serie a causa dell'inclusione di una "building society" convertita in banca. <sup>6</sup> 1991.

Fonte: statistiche nazionali.

fluttuazioni dei prezzi delle attività, nonché dall'aumento alquanto generalizzato del debito del settore privato, che hanno caratterizzato il corrente ciclo economico. Le banche dei paesi in cui i movimenti dei prezzi delle attività e l'espansione del credito sono stati più spinti figurano fra quelle maggiormente colpite. I prezzi degli immobili hanno avuto un ruolo particolarmente importante, non soltanto a causa del diffuso utilizzo di tali beni come garanzia reale, ma anche in ragione della grande e crescente importanza dei crediti erogati per l'acquisto e la costruzione di fabbricati (tabella precedente).

Il ruolo del mercato immobiliare ...

I dati preliminari sui risultati dello scorso anno testimoniano del notevole impatto del mercato immobiliare, specie nel comparto non residenziale, sulla redditività e sulla qualità dell'attivo delle banche (tabella a pagina 180). La debolezza dei prezzi immobiliari e le insolvenze nei prestiti ipotecari hanno costituito in diversi paesi una determinante fondamentale degli accantonamenti per perdite su crediti; ciò vale soprattutto per le banche di alcuni dei paesi nordici e anglosassoni, Giappone e Francia. Negli Stati Uniti tali accantonamenti hanno ricalcato le vicissitudini del mercato degli immobili non residenziali: essi sono infatti leggermente diminuiti rispetto agli altissimi livelli degli anni precedenti in seguito allo stabilizzarsi del mercato in gran parte del paese, specie nel Nord-Est, mentre hanno continuato ad aumentare nella California meridionale, dove ci si aspettava un ulteriore calo dei prezzi. In Svezia non meno della metà delle perdite su crediti segnalate è collegata all'attività nel settore immobiliare.

... e dei corsi azionari

L'andamento dei corsi azionari è stato comparativamente meno importante, ma ha comunque svolto un ruolo apprezzabile in almeno due paesi, dove le banche detengono notevoli partecipazioni azionarie a titolo di investimento. In Finlandia il forte calo dei prezzi delle azioni ha acuito i già gravi problemi delle banche. In Giappone, a differenza di quanto avvenuto negli anni passati, le banche non hanno potuto migliorare i risultati economici con la realizzazione di plusvalenze latenti sui loro portafogli azionari, date la perdurante debolezza del mercato e le pressioni dissuasive esercitate dalle autorità, le quali temevano che tali vendite avrebbero depresso ulteriormente i prezzi.

Fattori positivi

Lo scorso anno la deflazione dei prezzi delle attività ha parzialmente neutralizzato l'impatto di taluni fattori favorevoli sui risultati di gestione delle



Redditività nelle maggiori banche nel 1991 e 1992 <sup>1</sup>									
Paesi	Numero di banche	ROA <sup>2</sup>		Accantonamenti per perdite su crediti		Margine d'interesse netto		Costi operativi	
		1991	1992	1991	1992	1991	1992	1991	1992
		in percentuale sul totale dell'attivo							
Stati Uniti	15	0,60	1,12	1,13	0,97	3,19	3,45	3,93	3,89
Giappone <sup>3,4</sup>	21	0,31	0,22	0,09	0,14	0,81	0,97	0,65	0,69
Germania <sup>5</sup>	3	0,63	0,67	n.d.	n.d.	2,15	2,11	2,30	2,30
Francia	6	0,39	0,29	0,67	0,73	2,13	2,20	2,15	2,07
Regno Unito	4	0,35	0,29	1,41	1,50	3,08	2,99	3,60	3,49
Canada <sup>4</sup>	6	1,26	0,60	0,54	1,11	3,24	3,12	2,80	2,80
Australia <sup>4</sup>	4	1,07	-0,25	1,27	1,88	3,66	3,43	3,61	3,71
Danimarca <sup>6</sup>	2	0,01	-1,03	1,26	1,56	2,72	2,78	2,30	2,34
Finlandia	3	-0,49	-1,67	0,90	2,23	1,70	1,47	2,32	2,12
Paesi Bassi	3	0,59	0,61	n.d.	n.d.	2,14	2,20	2,08	2,11
Norvegia	4	-3,77	-1,22	3,68	2,34	2,52	2,69	3,63	3,00
Spagna	6	1,24	0,94	0,55	0,60	3,35	3,00	2,98 <sup>7</sup>	2,88 <sup>7</sup>
Svezia	6	-0,41	-1,99	1,82	3,20	2,37	2,28	1,85	2,05
Svizzera	3	0,74	0,73	0,48	0,57	1,45	1,40	2,07	2,18

<sup>1</sup> I dati non sono del tutto raffrontabili a livello di paesi. <sup>2</sup> Profitto lordo d'imposta. <sup>3</sup> Per il 1992, risultati di metà esercizio in ragione annua. <sup>4</sup> Esercizi finanziari. <sup>5</sup> Utile operativo netto parziale, che non comprende gli accantonamenti per perdite su crediti, guadagni/perdite sull'attività di negoziazione in proprio e voci straordinarie. <sup>6</sup> Il portafoglio titoli è valutato ai prezzi correnti di mercato. <sup>7</sup> Cinque banche.

Fonti: per la Svezia, autorità nazionali; per gli altri paesi, IBCA Ltd.

banche. Fra questi fattori figurano il calo dei tassi d'interesse a breve e l'accen-  
tuarsi dell'inclinazione negativa della curva dei rendimenti, che ha ampliato il  
margine d'interesse soprattutto per le banche situate in paesi esterni allo SME.  
Inoltre, le turbolenze valutarie in seno allo SME hanno rappresentato un'ap-  
prezzabile fonte di proventi straordinari per parecchie grandi banche, specie  
negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Un fattore di più lungo periodo è stato il  
perdurante sforzo delle banche di comprimere i costi operativi, sia di riflesso al  
generale ridimensionamento del settore dopo la rapida espansione del  
decennio passato, sia in risposta a pressioni concorrenziali di natura strutturale.  
In alcuni casi hanno avuto anche un certo ruolo le iniziative volte a innalzare gli  
*spreads* sui crediti, e ciò soprattutto negli Stati Uniti.

La varia combinazione dei fattori influenti sulla redditività delle banche ha  
dato luogo, lo scorso anno, a un quadro alquanto differenziato. In Norvegia,  
Svezia e Finlandia esse hanno continuato a subire perdite; in Norvegia, tuttavia,  
le perdite sono state di entità inferiore, e ciò può essere indicativo di un inizio  
di superamento della crisi. Nella maggior parte degli altri paesi i margini di  
profitto sono calati, in misura particolarmente ampia in Francia e in Australia,  
dove alcune grandi banche hanno subito consistenti perdite. Nel Regno Unito i  
risultati sono stati difformi: alcune fra le maggiori istituzioni hanno visto accre-  
scere notevolmente i propri profitti rispetto ai livelli depressi dell'anno prima,  
ma una di esse è incorsa per la prima volta in una perdita al lordo delle  
imposte. Per contro, negli Stati Uniti il settore bancario nel suo insieme ha  
registrato utili record, e il numero delle istituzioni promosse a un merito di

Sviluppi confor-  
tanti negli Stati  
Uniti

credito superiore ha nettamente sopravanzato quello dei declassamenti, facendo ritenere che le maggiori difficoltà fossero state superate.

### La gestione delle situazioni di dissesto finanziario

Alcuni recenti episodi di dissesto finanziario

In un orizzonte temporale di più lungo periodo, in un certo numero di paesi il deterioramento dei conti delle istituzioni creditizie è stato abbastanza grave da indurre i poteri pubblici a sostenere parte dei costi della necessaria ristrutturazione. Situazioni di grave difficoltà finanziaria in importanti segmenti del sistema bancario sono state presenti negli Stati Uniti, in Norvegia, Svezia e Finlandia. In Giappone i fallimenti effettivi o i salvataggi hanno finora interessato soltanto istituzioni finanziarie non bancarie e alcune banche minori, ma le autorità hanno adottato misure e incoraggiato iniziative private volte ad assicurare un'ordinata risoluzione dei problemi di qualità dell'attivo che più in generale affliggono le istituzioni creditizie. In tutti questi paesi i responsabili delle politiche hanno dovuto trovare adeguate risposte alle pressanti questioni che

#### Operazioni di sostegno alle banche negli Stati Uniti

Istituzione	Beneficiari			Sostegno totale <sup>1</sup>			Sostegno governativo <sup>2</sup>	
	numero		attività in % del settore	in % delle attività dei beneficiari	in % del PIL	in mdi di \$ USA	in % del sostegno totale	in % del disavanzo pubblico <sup>3</sup>
	assoluto	in % del settore						
Banche								
Media 1980-87	82	0,6	0,5	33,3	0,1	3,5	—	—
Media 1988-91	181	1,4	1,1	39,5	0,3	13,4	— <sup>4</sup>	— <sup>4</sup>
1992	122	1,0	1,2	28,3	0,2	12,5	— <sup>4</sup>	— <sup>4</sup>
Massimo (1991) <sup>5</sup>	127	1,0	1,7	31,2	0,4	19,8	— <sup>4</sup>	— <sup>4</sup>
Casse di risparmio <sup>6</sup>								
Media 1980-87	36	1,1	1,1	94,5	0,2	9,1	—	—
	321	9,9	8,6					
Media 1988-91	197	7,8	6,1	96,6	1,3	67,9	100,0 <sup>7,8</sup>	25,5 <sup>7</sup>
	364 <sup>9</sup>	12,3 <sup>9</sup>	8,1 <sup>9</sup>					
1992	69	3,6	4,1	76,5	0,5	27,0	100,0 <sup>8</sup>	9,2
Massimo (1990) <sup>5</sup>	315	12,5	8,4	88,6	1,5	83,5	100,0 <sup>8</sup>	26,4
	520 <sup>10</sup>	16,5 <sup>10</sup>	14,1 <sup>10</sup>					
Totale								
Media 1980-87	118	0,7	0,6	59,6	0,3	12,5	—	—
Media 1988-91	378	2,4	2,3	70,3	1,5	81,3	54,6 <sup>11</sup>	25,5 <sup>7</sup>
1992	191	1,4	1,7	49,7	0,7	39,5	68,4 <sup>11</sup>	9,2
Massimo (1988) <sup>5</sup>	426	2,6	3,2	73,9	2,3	113,7	—	—

<sup>1</sup> Esborsi lordi dei fondi di assicurazione dei depositi e della Resolution Trust Corporation. <sup>2</sup> Esclusi i prestiti di capitale circolante. <sup>3</sup> Fattore di scala soltanto. <sup>4</sup> Nel 1991 il governo ha autorizzato la Federal Deposit Insurance Corporation a raccogliere fondi per \$USA 30 miliardi ma finora l'ente non si è avvalso di tale facoltà. <sup>5</sup> Picco misurato in base alla percentuale delle attività di tutte le istituzioni assistite. <sup>6</sup> Le cifre in corsivo si riferiscono alle istituzioni tecnicamente insolventi secondo i Generally Accepted Accounting Principles (GAAP). <sup>7</sup> 1989-91; nel 1988 non vi è stato alcun finanziamento. <sup>8</sup> Finanziamento autorizzato in e fuori bilancio per un totale di circa \$USA 130 miliardi nel 1989-92. Si stima che il finanziamento aggiuntivo necessario superi i \$USA 30 miliardi. Si prevede che meno del 10% del totale sia recuperato da risorse del settore. <sup>9</sup> Unicamente 1988. <sup>10</sup> Massimo del 1987. <sup>11</sup> Sulla base dei soli esborsi lordi, compresi i prestiti di capitale circolante.

Fonti: autorità nazionali; stime BRI.



Operazioni di sostegno alle banche in determinati paesi								
Paesi	Beneficiari			Sostegno totale <sup>1</sup>			Sostegno governativo <sup>2</sup>	
	numero		attività in % del settore	in % delle attività dei beneficiari	in % del PIL	in miliardi di unità monetarie locali	in % del sostegno totale	in % del disavanzo pubblico <sup>3</sup>
	assoluto	in % del settore						
Norvegia <sup>4</sup>								
1988	2	1,0	2,5	5,4	0,1	0,8	25,0	1,3 <sup>5</sup>
1989	7	3,8	3,9	16,5	0,6	3,9	14,6	6,5 <sup>5</sup>
1990	9	5,3	4,5	6,8	0,3	1,9	—	—
1991	17	10,5	59,4	4,1	2,0	14,0 <sup>6</sup>	59,8 <sup>6</sup>	298,9 <sup>6</sup>
1992	11	7,4	69,8	2,8	1,7	12,0 <sup>6</sup>	100,0	50,6 <sup>6</sup>
Finlandia <sup>7</sup>								
1991 (a livello singolo)	28	6,3	15,7	3,7	0,9	4,6	84,5	13,2
1992 (a livello singolo) <sup>8</sup>	22	6,0	23,8	15,1	5,7	28,2	86,2	58,9
1992 (a livello generale) <sup>9</sup>	135	33,0	92,4	1,1	1,6	7,9	100,0	19,2
Svezia <sup>10</sup>								
1991	1	0,8	18,2	1,5	0,3	4,2	100,0	19,8
1992	3	2,7	26,9	7,1	2,0	29,3	100,0	26,0
1993 <sup>11</sup>	1	0,9	4,4	50,7	2,4	34,0	100,0	24,1
Giappone 1991-92 <sup>12</sup>	2	0,3	0,1	3,3	0,0	28,0	—	—

<sup>1</sup> Sostegno complessivo fornito alle istituzioni in dissesto da fondi privati di garanzia/assicurazione o da enti governativi. Compresa le garanzie ma escluse le acquisizioni di attivi di qualità deteriore. <sup>2</sup> Compresa la banca centrale. <sup>3</sup> Fattore di scala soltanto; il sostegno accordato è costituito in parte dall'acquisizione di attività il cui contributo effettivo alle entrate pubbliche è difficile da quantificare. <sup>4</sup> Circa un ottavo del sostegno ha assunto la forma di garanzie. <sup>5</sup> Avanzo di bilancio. <sup>6</sup> Escluso un programma di prestiti agevolati aperto a tutte le banche e totalizzante circa N.Kr. 15 miliardi. <sup>7</sup> Nessuna assistenza in forma di garanzie. Sostegno autorizzato sino a fine 1993 e non utilizzato entro il 1992, ammontante a circa Fmk. 25 miliardi, ossia al 5% circa del PIL del 1992. <sup>8</sup> Un'unica società per azioni è stata costituita mediante la fusione di quarantuno casse di risparmio, alcune delle quali erano in situazione di dissesto. <sup>9</sup> Apporto generale di capitale. <sup>10</sup> Circa un terzo del sostegno ha assunto la forma di garanzie. <sup>11</sup> Attività del settore, numero complessivo di banche, PIL e disavanzo pubblico riferiti al 1992. <sup>12</sup> Unicamente le fusioni assistite dal fondo bancario di assicurazione dei depositi.

Fonti: autorità nazionali; stime BRI.

concernono la gestione delle difficoltà, con le connesse implicazioni in termini di stabilità macroeconomica e di efficienza dei sistemi finanziari.

#### Portata e implicazioni dei problemi

Un'indicazione della portata relativa del dissesto finanziario è fornita dal volume dell'attivo delle istituzioni fallite o che hanno ricevuto assistenza (tabella soprastante e tabella a pagina 181). I dati statistici indicano che i problemi sono stati massimamente acuti nei paesi nordici, dove le banche in crisi totalizzavano in un dato anno almeno un quarto delle attività complessive del settore. In Finlandia molte istituzioni sono state ristrutturare e tutte le banche hanno potuto beneficiare di un apporto generale di capitale da parte del governo in proporzione alle proprie attività ponderate per il rischio. In Svezia nel 1993 almeno tre altre istituzioni, non comprese fra quelle in tabella e totalizzanti circa la metà delle attività complessive, hanno richiesto assistenza governativa. Comparativamente i problemi sono stati meno gravi negli Stati Uniti. Tuttavia, a causa del più basso grado di concentrazione, il numero di istituzioni dissestate risulta assai maggiore.

Indicatori di  
dissesto:

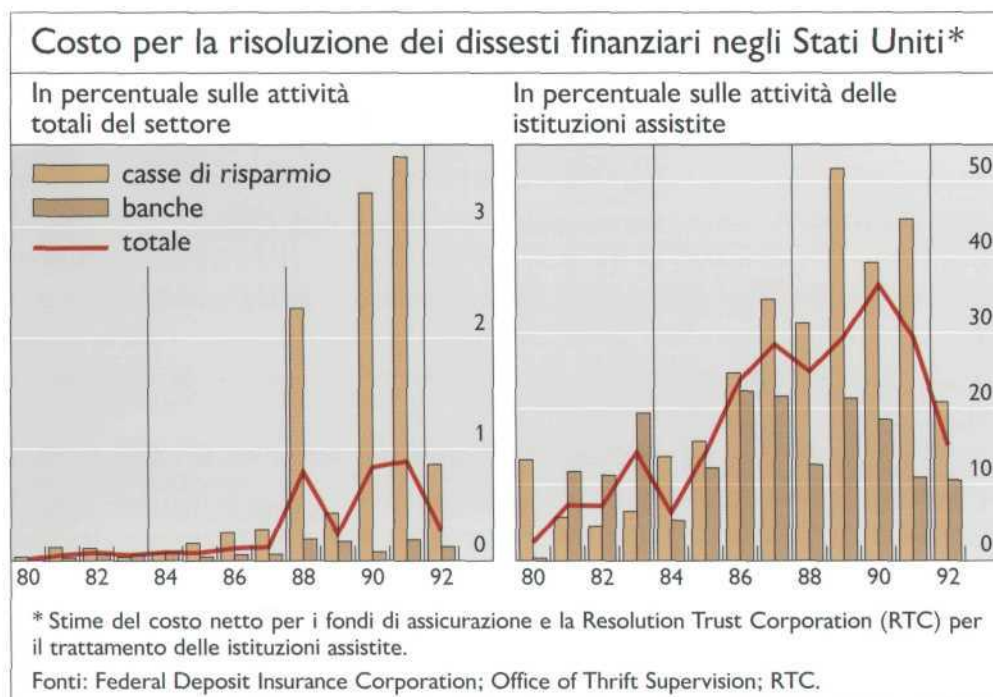
istituzioni fallite  
o assistite;

l'entità dell'assistenza;

Un secondo indicatore di dissesto finanziario (parimenti riportato nelle tabelle) è dato dall'ammontare del sostegno fornito dai fondi privati di garanzia o di assicurazione e da enti governativi sotto forma di apporti di capitale, prestiti o garanzie o pagamenti, a depositanti e creditori. Benché l'entità dell'assistenza vari evidentemente in funzione della forma che questa ha assunto, il quadro che emerge è sostanzialmente simile a quello ora delineato. L'ammontare del sostegno è stato particolarmente ingente nei paesi nordici, dove esso ha imposto un gravoso onere alle già deteriorate finanze pubbliche. Gli interventi hanno altresì aggravato in misura sensibile i disavanzi di bilancio negli Stati Uniti, l'unico paese per il quale sono disponibili stime dei costi per la risoluzione dei dissesti, in contrapposizione all'ammontare delle operazioni di sostegno. Il costo cumulativo stimato dal 1980 equivale a circa il 3% del PIL del 1992 (grafico seguente).

e dei crediti in sofferenza

Un utile indicatore complementare del grado di dissesto è l'incidenza dei crediti in sofferenza (tabella a pagina 185). Questa misura si incentra sulla qualità dell'attivo e dà un'idea dei problemi insiti nei portafogli delle istituzioni. Lo svantaggio maggiore è tuttavia che non sono generalmente disponibili statistiche sui prestiti in sofferenza, senza contare che le definizioni differiscono ampiamente da un paese all'altro, in ragione degli approcci seguiti sul piano della trasparenza dei bilanci e delle pratiche contabili. I dati disponibili fanno ritenere che la quota dei prestiti compromessi è sostanzialmente simile nei tre paesi nordici, dove oltre il 10% degli impieghi è costituito da sofferenze e un'ulteriore cospicua parte dei crediti è stata ristrutturata a causa di un deterioramento nella situazione finanziaria dei mutuatari. Tali prestiti problematici al netto degli accantonamenti in essere superano il patrimonio primario. I dati per le banche commerciali USA confermano che la qualità dell'attivo in questo settore non è mai stata pregiudicata in modo così grave come nei paesi nordici.





Le limitate statistiche sui crediti in sofferenza rendono particolarmente difficile una valutazione della qualità degli impieghi delle banche giapponesi. Le informazioni rese note contemplano soltanto i prestiti in mora da almeno 180 giorni presenti nel portafoglio di ventuno banche maggiori. L'esclusione dei crediti concessi a tassi agevolati, trasferiti a società di liquidazione o iscritti nei libri di affiliate in difficoltà ha indotto a ritenere che la dimensione attuale dei prestiti problematici sia maggiore, specie se si tiene conto degli stretti legami che le banche intrattengono con le istituzioni finanziarie non bancarie, sia come detentrici di partecipazioni sia come principali prestatrici di fondi. Gli impieghi complessivi di queste istituzioni sono pari a circa un quarto di quelli delle ventuno maggiori banche, e consistono per il 40% circa in prestiti garantiti da ipoteca immobiliare. Secondo stime del mercato, pressoché un terzo dei crediti erogati dalle società "jusen" (istituzioni inizialmente specializzate nel finanziamento della proprietà abitativa), ad esempio, è in stato di mora (per un ammontare di ¥ 5 mila miliardi, equivalenti a oltre il 40% dei prestiti bancari problematici ufficialmente identificati); il passivo di molte di queste società è in corso di ristrutturazione nel quadro di accordi informali. Inoltre, non si dispone di informazioni esplicite sulla qualità degli impieghi delle banche regionali e "shinkin", alcune delle quali sono state fra le più attive nelle operazioni speculative sui mercati immobiliari e azionari durante gli anni del *boom*, e che sono relativamente più esposte all'impatto della deregolamentazione dei tassi sui depositi.

Le perdite latenti o palesi subite dagli intermediari finanziari possono avere serie implicazioni per l'economia, sebbene queste siano spesso di difficile valutazione. Se la disciplina indotta dai mercati e dalle autorità è limitata, sia perché i problemi rimangono occultati, sia perché i mercati tardano a reagire, sia infine perché vi sono aspettative di salvataggio, è alquanto probabile che si determini un'allocazione distorta delle risorse. Gli intermediari continuano a ottenere fondi a condizioni che non rispecchiano la loro situazione sottostante, sono spinti a fornire credito a mutuatari dissestati a scapito della clientela più sana e hanno un maggiore incentivo ad assumere rischi eccessivi nel tentativo di riequilibrare la loro posizione finanziaria. Come ha mostrato vividamente l'esperienza delle casse di risparmio negli Stati Uniti, questi schemi di comportamento possono creare i presupposti per una crisi differita nel tempo, ma tanto più grave. A livello macroeconomico è presente un importante elemento di "illusione di ricchezza", in quanto i detentori di attività verso le istituzioni sovrastimano il valore delle attività stesse. I dati di bilancio pubblico possono essere gravemente distorti, poiché in siffatte circostanze il governo accumula spesso *de facto* passività latenti, particolarmente gravose se denominate in valuta estera e verso non residenti.

Allorché la crisi insorge, essa può avere un forte impatto contrattivo sull'economia. La crisi si trasmette attraverso diversi canali. Con il venir meno della fiducia negli intermediari il ritiro disordinato di fondi, l'esaurirsi delle linee di credito e la non disponibilità a effettuare transazioni con le istituzioni in difficoltà costringono queste ultime a decurtare drasticamente i propri crediti e a dismettere attività a prezzi "di liquidazione". Il sistema dei pagamenti può subire gravi turbative: prosciugandosi il credito, viene meno la capacità di

Le implicazioni  
del dissesto ...

... allorché la  
disciplina imposta  
dal mercato e  
dalla vigilanza è  
limitata ...

... e insorge  
la crisi

Crediti bancari in sofferenza in determinati paesi, 1992 <sup>1</sup>						
Paesi	In sofferenza <sup>2</sup>		Ristrutturati <sup>3</sup>		Prestiti problematici netti <sup>4</sup>	Per memoria: attività recuperate <sup>5</sup>
	in % dei prestiti	in % delle attività	in % dei prestiti	in % delle attività	in % del patrimonio primario	in % delle attività
Stati Uniti <sup>6</sup>	3,1	1,8	0,6	0,3	7,9	0,7
massimo (1991)	3,7	2,2	0,5	0,3	13,9	0,8
Norvegia <sup>7</sup>	11,5	9,3	n.d.	n.d.	99,5	n.d.
Finlandia	12,9	7,7	1,0	0,6	141,0 <sup>8</sup>	n.d.
Svezia	13,4	8,3	3,9	2,4	145,4	1,1
Giappone <sup>9</sup>	3,1	2,0	n.d.	n.d.	40,4	n.d.

<sup>1</sup> Conti non consolidati, eccetto che per Stati Uniti e Finlandia. Se non altrimenti specificato, i prestiti e le attività sono al lordo degli accantonamenti. <sup>2</sup> Per gli Stati Uniti, prestiti in mora da almeno novanta giorni contabilmente produttivi d'interessi, più i prestiti cassati; per la Norvegia e la Finlandia, prestiti in mora da oltre novanta giorni; per la Svezia, prestiti in mora da oltre sessanta giorni, più i crediti di dubbio esito; per il Giappone, prestiti in mora da oltre 180 giorni. <sup>3</sup> Prestiti le cui condizioni sono state rinegoziate a causa del deterioramento della situazione finanziaria del mutuatario. <sup>4</sup> Prestiti in sofferenza ed eventuali prestiti ristrutturati al netto degli accantonamenti. <sup>5</sup> Attività acquisite a fronte di prestiti con garanzia reale. <sup>6</sup> Unicamente banche commerciali. <sup>7</sup> Dati provvisori. <sup>8</sup> Compresa la garanzia in sofferenza. <sup>9</sup> Ventuno grandi banche; fine settembre.

Fonti: autorità nazionali; stime BRI.

assicurare i servizi di regolamento. L'elevato grado di leva finanziaria che caratterizza le istituzioni creditizie, gli stretti legami esistenti fra di esse e l'imperfetta informazione sulla loro situazione sottostante creano una miscela infiammabile potenzialmente in grado di amplificare la crisi e i costi ad essa connessi, poiché le situazioni localizzate di dissesto possono facilmente propagarsi attraverso il sistema.

Motivi dell'intervento pubblico

Il timore dell'emergere di problemi sistemici di questo genere è storicamente alla base del coinvolgimento delle autorità nel gestire le situazioni di dissesto finanziario. La forma assunta da tale coinvolgimento dipende da diversi fattori, fra cui la gravità del problema, le peculiarità nazionali del quadro giuridico e regolamentativo, nonché i vincoli più generali di natura politica ed economica. In tutti i casi, tuttavia, si sono poste tre questioni interconnesse: come evitare una reazione disordinata dei mercati; come realizzare la necessaria ristrutturazione dell'operatività e dei bilanci delle istituzioni; e come evitare il ripetersi dei problemi.

#### *Come evitare una reazione disordinata del mercato*

Le opzioni che si offrono alle autorità per evitare una reazione disordinata del mercato dipendono in ampia misura dalla collocazione temporale della loro azione e dalla portata del problema. L'individuazione precoce di dissesti latenti e un tempestivo intervento sono d'importanza cruciale. Ciò richiede a sua volta adeguati sistemi d'informazione e congrue capacità di finanziamento.

Il ruolo delle regole contabili...

Un elemento fondamentale dei sistemi d'informazione è costituito dalle prescrizioni contabili. Se alle banche non è richiesto o consentito di costituire accantonamenti a fronte di crediti di dubbio esito in modo tempestivo, vi è il rischio che le perdite siano sottostimate e rimangano sconosciute. Ciò può



dissimulare l'emergere di situazioni critiche. In Giappone, dove la costituzione di accantonamenti è stata fortemente condizionata da regole restrittive limitanti la loro deducibilità ai fini fiscali, lo scorso anno si è concesso alle banche una certa maggiore flessibilità nel creare riserve a fronte dei crediti di dubbia esigibilità. Nei paesi nordici sono state inasprite negli ultimi anni le prescrizioni sugli accantonamenti e sulle svalutazioni di crediti, affinché le istituzioni offrano un'immagine più realistica della propria solidità finanziaria. Taluni hanno giudicato eccessivo l'inasprimento in Norvegia, vedendo in esso un fattore di aggravamento della crisi. Tuttavia, poiché le perdite effettive hanno normalmente superato le precedenti stime, è probabile che le prescrizioni abbiano influito sul momento in cui sono state palesate le perdite piuttosto che sulla dimensione delle stesse.

Una questione strettamente connessa riguarda la misura in cui le informazioni sui bilanci bancari note alle autorità debbano essere rese di pubblico dominio. Tradizionalmente le opinioni in proposito differiscono assai da paese a paese. Negli Stati Uniti, ad esempio, gli standard di trasparenza sono comparativamente elevati, almeno per le banche quotate in borsa; di recente essi sono stati notevolmente migliorati nei paesi nordici e in Giappone sotto la spinta del mercato. Le differenze riscontrabili sono in parte riconducibili ad aspetti strutturali dei sistemi finanziari non specifici dell'operatività bancaria, come la misura in cui il controllo aziendale è esercitato attraverso i mercati dei capitali. Esse discendono altresì da differenti valutazioni circa il ruolo da assegnare alle forze di mercato nel disciplinare l'attività delle banche: una minore trasparenza accolla inevitabilmente un onere maggiore alla regolamentazione e vigilanza prudenziale. Tuttavia, si conviene generalmente che, se la trasparenza può essere utile nell'impedire il crearsi di situazioni di crisi, allorché il dissesto latente sussiste, il limitarsi a rivelare la situazione di fondo degli intermediari rischia di innescare una reazione disordinata del mercato. Si rendono perciò necessarie concomitanti misure di stabilizzazione.

Un intervento tempestivo e la salvaguardia della fiducia nel sistema richiedono adeguate capacità di finanziamento. Una possibile fonte è costituita dagli schemi di assicurazione o garanzia dei depositi finanziati dalle stesse istituzioni creditizie. Questi hanno preceduto l'insorgere di situazioni di dissesto in tutti e cinque i paesi eccetto la Svezia. In loro assenza un ruolo maggiore dovrà essere svolto direttamente dalla banca centrale e dal governo. Tali schemi potrebbero tuttavia non essere sufficienti ad assicurare una risoluzione ordinata di problemi su vasta scala. Negli Stati Uniti, in Norvegia e in Finlandia i meccanismi esistenti hanno dovuto essere integrati con risorse pubbliche; negli Stati Uniti la limitata capacità di finanziamento è stata una delle ragioni per cui la risoluzione di casse di risparmio tecnicamente insolventi è stata differita così a lungo. In Giappone le riserve del fondo di assicurazione dei depositi, pari a circa ¥ 700 miliardi, sono relativamente limitate. In Svezia, in Finlandia e – in forma meno ufficiale – in Norvegia, le autorità hanno ritenuto di dover affermare pubblicamente che sarebbe stato garantito il puntuale regolamento delle passività di tutte le banche, non da ultimo nell'intento di dissipare timori nella comunità finanziaria internazionale che avrebbero potuto pregiudicare la raccolta di fondi all'estero.

... della trasparenza delle informazioni ...

... e delle capacità di finanziamento

### La ristrutturazione delle istituzioni

Tre strategie: Vi sono più modi di agire nei confronti di istituzioni in dissesto: attendismo liquidazione e ristrutturazione del bilancio al fine di mantenere in vita le istituzioni come entità indipendenti oppure incorporate in altre società. L'esperienza dei paesi considerati offre esempi di ciascuna di queste strategie.

attendismo; La strategia dell'attendismo – definibile sostanzialmente come un approccio "guadagna-tempo", eventualmente combinato con un allentamento dei requisiti prudenziali e regolamentativi – è stata talvolta adottata allorché le difficoltà sono apparse temporanee e/o gestibili da parte delle istituzioni in causa. Ne è un esempio quanto avvenuto per le casse di risparmio USA sulla scia del forte aumento dei tassi d'interesse nei primi anni ottanta, che aveva compromesso la loro solvibilità: a molte istituzioni fu consentito di continuare ad operare nonostante fossero tecnicamente insolventi (tabella seguente). Un esempio per taluni aspetti simile era stato il trattamento accomodante nei riguardi delle grandi banche commerciali USA immediatamente dopo lo scoppio della crisi debitoria dei paesi in via di sviluppo, specie in relazione ai livelli degli accantonamenti. Taluni elementi di attendismo possono riscontrarsi anche nell'approccio seguito dalle autorità giapponesi nei confronti degli attuali

Forme di risoluzione di dissesto finanziario						
	Stati Uniti		Norvegia	Finlandia	Svezia	Giappone
	banche	casse di risparmio				
Liquidazione						
Numero	290	344	1	—	—	—
% dei casi	19,3	29,9	3,6	—	—	—
% delle attività	5,2	11,9	0,2	—	—	—
Chiusura e acquisizione						
Numero	1.137	807	3	—	—	—
% dei casi	75,5	70,1	10,7	—	—	—
% delle attività	73,8	88,1	31,6	—	—	—
Assistenza a banche operanti <sup>1</sup>						
Numero	78 <sup>2</sup>	—	24 (16)	34 (16) <sup>3</sup>	3 (1)	2 (2)
% dei casi	5,2	—	85,7 (57,1)	100,0 (47,1)	100,0 (33,3)	100,0 (100,0)
% delle attività	21,1	—	68,1 (6,8)	100,0 (47,4)	100,0 (13,7)	100,0 (100,0)
Per memoria:						
acquisizioni pubbliche						
numero	106 <sup>4</sup>	698 <sup>5</sup>	2	2 <sup>3</sup>	2 <sup>6</sup>	—
% dei casi	7,0	60,6	7,1	5,9	66,7	—
% delle attività	24,8	85,5	30,2	83,5	86,3	—
di cui:						
acquisizioni negoziate	—	—	—	2 <sup>3</sup>	2 <sup>7</sup>	—

<sup>1</sup> In parentesi, fusioni assistite. <sup>2</sup> Le banche sono state spesso oggetto di fusioni, ma non sono disponibili dati precisi. <sup>3</sup> Un'unica società per azioni è stata costituita mediante la fusione di quarantuno casse di risparmio, di cui alcune in situazione di dissesto. <sup>4</sup> "Bridge banks" della FDIC (acquisizione temporanea); soltanto otto transazioni se si consolidano le affiliate. <sup>5</sup> Temporanea acquisizione da parte della RTC. <sup>6</sup> In una banca il governo deteneva già una partecipazione maggioritaria. <sup>7</sup> Il valore delle azioni di una delle banche è oggetto di arbitrato.

Fonti: statistiche nazionali; stime BRI.



problemi di qualità degli attivi bancari, com'è esemplificato dal temporaneo allentamento delle prescrizioni contabili applicate alle perdite di valutazione. In determinate circostanze l'attendismo può rivelarsi funzionale, ma esso non è affatto privo di rischi. Il buon esito di questo approccio dipende normalmente da fattori esterni che in gran parte si sottraggono al controllo delle autorità e degli intermediari: nei casi ora menzionati, una più favorevole configurazione dei tassi d'interesse, un miglioramento della capacità di rimborso del debito nei paesi mutuatari e un contesto macroeconomico propizio. Nel frattempo, un eventuale rilassamento della disciplina prudenziale può allentare i vincoli posti a comportamenti incauti.

La liquidazione, ovvero il realizzo frazionato delle attività di un'istituzione, è una procedura relativamente infrequente, anche perché vi è la convinzione che lo smembramento dell'attivo implichi una considerevole perdita di valore, non da ultimo a causa dello sconvolgimento di consolidati rapporti creditizi. Un'altra ragione è costituita dai timori circa gli effetti di rimbalzo su altre parti del sistema bancario e finanziario. Poiché l'importanza di questi fattori tende a crescere in funzione della dimensione della banca in causa, sono tipicamente le istituzioni minori a essere liquidate. Ciò è illustrato chiaramente dall'esperienza degli Stati Uniti, dove le autorità responsabili (la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) per le banche e la Resolution Trust Corporation (RTC) per la maggior parte delle casse di risparmio) sono state statutorialmente vincolate a scegliere la soluzione meno costosa, fatta eventualmente eccezione, relativamente alla FDIC, per i casi in cui l'intermediario era considerato "essential to the community" (tabella precedente). Nei paesi nordici e in Giappone le procedure di liquidazione sono state attivate quasi esclusivamente nei confronti di imprese finanziarie non bancarie.

liquidazione;

La soluzione più comune consiste nel ristrutturare il bilancio dell'istituzione disastata. Ciò comporta invariabilmente una sua ricapitalizzazione diretta o indiretta. Una possibilità – prassi tipicamente seguita nei paesi nordici – è quella di rafforzare la base patrimoniale degli stessi intermediari in difficoltà mediante un esplicito apporto di fondi oppure l'apprestamento di garanzie. Queste ultime possono essere collegate al valore degli attivi, all'assolvimento di obbligazioni o alla sottoscrizione residuale di emissioni azionarie. Un'altra possibilità, complementare alla prima, è quella di appoggiare la fusione dell'istituzione con un'altra meglio capitalizzata, spesso dopo aver assunto gli impieghi di cattiva qualità. Si tratta della procedura più frequentemente applicata alle banche USA ("purchase and assumption"); una sua variante è parimenti comune in Giappone, dove le autorità incoraggiano le istituzioni più solide ad assorbire quelle deboli. Anche in Norvegia e Finlandia sono state numerose le fusioni nell'ambito delle casse di risparmio. Questo approccio può divenire più problematico quando il grado di concentrazione è già elevato, come accade per le grandi banche nei paesi nordici. Una terza possibilità è che i creditori accettino una sensibile riduzione del valore contrattuale delle proprie attività, un elemento questo che è stato presente negli accordi informali attuati in Giappone. Il recente salvataggio di un grosso istituto di finanziamento immobiliare ("jusen"), in occasione del quale le banche creditrici hanno accettato di rinegoziare i propri crediti a condizioni agevolate, è illustrativo di tale tipo di approccio.

ristrutturazione  
dei bilanci...

... e di altri  
aspetti dell'opera-  
tività

Il riassetto di attività e passività, tuttavia, è soltanto uno dei mezzi per realizzare un più efficiente impiego di risorse umane e finanziarie. Pertanto, la ristrutturazione è di norma estesa ad aspetti più generali dell'operatività delle istituzioni, come l'eliminazione di capacità eccedente. Nei paesi nordici, ad esempio, i programmi di ristrutturazione hanno tipicamente comportato lo sfoltoimento delle reti di filiali, la dismissione di personale (tabella a pagina 29 del Capitolo II), il ritiro da taluni settori operativi o mercati e cambiamenti nell'organizzazione interna.

Gestione sepa-  
rata delle attività  
compromesse

Considerazioni in termini di ricapitalizzazione e efficienza sono alla base della scelta se gestire separatamente gli impieghi in sofferenza (si veda anche il Capitolo III). La gestione separata in una cosiddetta "bad bank" o società di liquidazione è pratica usuale negli Stati Uniti, dove tali attività sono amministrate dalla FDIC e dalla RTC. In Svezia le attività di un certo numero di banche sono state trasferite a una filiazione autonoma dell'istituzione dissestata oppure a una società indipendente. Uno schema analogo, apprestato congiuntamente dalle banche, ha recentemente iniziato ad operare in Giappone. Quando le attività sono rimosse dai bilanci delle banche a prezzi agevolati, sussiste un elemento di ricapitalizzazione. Ciò ha rappresentato la regola negli Stati Uniti nei casi in cui le istituzioni in crisi non sono state liquidate. Altrimenti, la principale giustificazione di una gestione separata risiede nelle efficienze organizzative, le quali possono contribuire a valorizzare le attività di bassa qualità e ridurre i fenomeni di *cross-subsidisation* fra i mutuatari solidi e quelli dissestati. La ristrutturazione interna delle banche svedesi ne è un esempio. Inoltre, la separazione può essere determinata dall'intento di alleviare le pressioni a liquidare le garanzie reali oppure di sormontare specifiche prescrizioni. Così è stato, ad esempio, in Giappone, dove lo schema apprestato consente alle banche di richiedere sgravi fiscali a fronte dei propri crediti di dubbio esito.

Due problemi  
cruciali:

Un problema rilevante che va comunque affrontato, quale che sia l'approccio alla gestione della crisi, è come rendere minime le distorsioni concorrenziali derivanti dall'intervento delle autorità. Tali distorsioni assumono almeno due forme. La prima, che è stata al centro del dibattito negli Stati Uniti, riguarda la disparità di trattamento fra le istituzioni dissestate minori, solitamente liquidate, e quelle di maggiori dimensioni, che in genere sono state incorporate e/o hanno ricevuto assistenza finanziaria senza dover cessare l'attività. Il trattamento più favorevole dei creditori nonché, eventualmente, degli azionisti degli intermediari maggiori può trovare riscontro nelle migliori condizioni di finanziamento. La seconda forma, tipica dei paesi nordici, dove le liquidazioni sono state rare, consiste per contro nella disparità di trattamento fra le istituzioni deboli, che beneficiano di assistenza e quelle più solide, che ne sono invece private. Ciò è sentito come particolarmente iniquo, poiché in generale le imprese più sane sono anche quelle meglio amministrate.

come evitare le  
distorsioni  
concorrenziali;

Non vi sono soluzioni semplici in nessuno dei casi. Le preoccupazioni espresse negli Stati Uniti potrebbero essere tacitate assicurando una maggiore uniformità di trattamento per le istituzioni dissestate, come nei paesi nordici. Vi sarebbe tuttavia il pericolo di allentare eccessivamente la disciplina del mercato. Il problema che ha preoccupato in particolare i paesi nordici può essere affrontato in più modi: ampliando il novero delle istituzioni ammesse a



ricevere assistenza; apprestando quest'ultima in base a criteri volti a minimizzare il costo per il governo e a ricalcare le condizioni di mercato; vigilando sul comportamento delle istituzioni al fine di individuare e modificare le pratiche concorrenziali scorrette. Tutte queste possibilità sono state in effetti utilizzate, particolarmente in Svezia e Finlandia, dove l'esigenza di rendere minime le distorsioni concorrenziali è stata esplicitamente adottata come criterio informatore degli interventi. In Norvegia la preoccupazione di evitare disparità di trattamento è stata la ragione alla base della decisione di accordare a tutte le banche un credito della banca centrale a tassi agevolati, commisurato alle rispettive attività ponderate in base al rischio, per un ammontare totale di circa N.kr. 15 miliardi (circa il 2% del PIL). Nondimeno, è insito nella natura dell'intervento pubblico nella gestione delle crisi il fatto che venga inibito il libero agire delle forze di mercato. Le distorsioni sono di conseguenza inevitabili.

Un secondo problema cruciale è come limitare il rischio che la gestione delle situazioni critiche da parte delle autorità allenti indirettamente i vincoli posti alla disciplina finanziaria ("moral hazard"). Nel breve periodo il problema è relativamente trattabile: allorché viene fornita l'assistenza, le autorità possono acquisire le istituzioni dissestate e quindi controllare più direttamente la ristrutturazione, com'è avvenuto per talune grandi banche in Norvegia, oppure concedere un sostegno subordinato all'attuazione di specifiche misure di risanamento, una soluzione questa che è stata in linea di principio preferita in Svezia e Finlandia. Nel più lungo periodo, tuttavia, nella misura in cui la gestione della crisi pone al riparo coloro che vantano attività verso gli intermediari dalle perdite subite da questi ultimi, la disciplina del mercato può divenire più lasca. Inoltre, l'esperienza del passato induce a ritenere che la proprietà pubblica può tendenzialmente acuire questo rischio.

La tutela dei piccoli depositanti è ovunque un obiettivo fondamentale di interesse pubblico. I depositanti maggiori e gli altri creditori sono *de facto* protetti allorché alle istituzioni vengono risparmiate procedure concorsuali ed esse non sono liquidate. La protezione può tuttavia non essere completa nel caso di accordi informali, come in Giappone, oppure quando le autorità si riservano una certa discrezionalità nel trattamento dei creditori e dei depositanti, come è avvenuto negli Stati Uniti a partire dal 1989. Inoltre, sebbene in linea di principio si concordi generalmente sull'opportunità che i proprietari e, se del caso, gli amministratori siano chiamati a rispondere finanziariamente per il dissesto dell'istituzione, in pratica ciò è reso difficile da vincoli di varia natura e da altre considerazioni.

I proprietari possono non essere chiaramente individuabili in quanto categoria distinta, come nel caso delle casse di risparmio nei paesi nordici, le quali sono "possedute" da enti locali oppure organizzate in forma mutualistica. Le autorità possono non disporre della potestà legale di imporre agli azionisti una partecipazione alle perdite. In Norvegia, ad esempio, è stata necessaria l'emanazione di un decreto regio speciale, nel novembre 1991, per consentire svalutazioni del capitale sociale senza l'assenso degli azionisti. Né in Svezia né in Finlandia sono possibili tali svalutazioni forzate. In nessuno dei due paesi esiste inoltre una base giuridica che permetta alle autorità di acquisire una banca se non attraverso procedure concorsuali o in base a mutuo consenso. In Svezia si

il rischio di  
"moral hazard"

Il trattamento  
dei depositanti e  
dei creditori ...

... dei proprie-  
tari ...

progetta di introdurre norme di legge dirette a sormontare questi vincoli. Più in generale, la riluttanza del governo a possedere istituzioni finanziarie può porre dei limiti naturali al rigore del trattamento. Problemi di questo tipo si sono posti anche negli Stati Uniti, dove fino al 1987 la FDIC non era autorizzata a possedere azioni bancarie con diritto di voto. Di conseguenza, la mancanza di un candidato idoneo ad acquisire un'istituzione disastata nel quadro di una transazione "purchase and assumption" lasciava alla FDIC ben poche possibilità se non quella di fornire assistenza alla banca senza chiuderla, con beneficio degli azionisti esistenti. Ciò spiega in parte il contrasto fra il trattamento riservato alla Continental Illinois, assistita ma non chiusa, e quello della Bank of New England, acquisita temporaneamente dalla FDIC nella sua nuova funzione di "bridge bank", che permette a questo ente di possedere una banca per un periodo massimo di cinque anni.

...e degli amministratori

Talune differenze fra i paesi sono altresì riscontrabili nella politica adottata nei confronti degli amministratori. Le informazioni disponibili indicano che la sostituzione dei dirigenti è stata una prassi standard negli Stati Uniti e in Norvegia. Essa appare meno frequente in Svezia, anche a causa di precedenti destituzioni da parte degli azionisti, e sembra aver avuto scarsa priorità in Finlandia. Allorché la situazione di dissesto è generalizzata vi può essere la tendenza a ritenere che la colpa non sia imputabile primariamente agli amministratori delle singole istituzioni. Inoltre, nei paesi minori la disponibilità relativamente limitata di risorse manageriali alternative può essere sentita come un vincolo.

I limiti dell'intervento pubblico

I problemi delle distorsioni concorrenziali e del *moral hazard* evidenziano come il coinvolgimento dei poteri pubblici nella gestione delle situazioni di dissesto finanziario comporti un costo e sia soggetto a limiti propri. I governi non possono essere riguardati come una sorta di "deus ex machina" capace di cancellare d'un tratto e in modo indolore le conseguenze di gravi squilibri finanziari. Ad esempio, l'assunzione di perdite da parte del governo di fatto ne redistribuisce l'onere su una base più larga, ma non lo elimina, come mostra la lievitazione del fabbisogno di finanziamento. E quando le passività verso i non residenti sono di dimensioni cospicue, possono ben presto farsi sentire i vincoli sul finanziamento esterno.

### La prevenzione

Insegnamenti da trarre sul piano della prevenzione:

La gestione d'emergenza delle situazioni di dissesto finanziario ha bisogno di essere integrata da misure di più lungo periodo volte a evitare il ripetersi dei problemi. Un insegnamento fondamentale da trarre dal modo in cui si sono originate le recenti difficoltà è che un'efficace prevenzione richiede la messa in atto di politiche sinergiche a livello macro e microeconomico al fine di assicurare la disciplina finanziaria.

impegno antinflazionistico di lungo periodo;

A livello macro, storicamente la migliore salvaguardia contro gli eccessi finanziari è costituita da un fermo impegno antinflazionistico di lungo periodo. L'inflazione degli anni settanta pose le premesse per il forte aumento del livello e della variabilità dei tassi d'interesse nei primi anni ottanta, che a sua volta innescò la crisi delle casse di risparmio USA e del credito ai PVS fortemente indebitati. Un'inflazione relativamente elevata ha parimenti contribuito



all'insorgere delle attuali difficoltà nei paesi nordici, non da ultimo in quanto essa ha interagito con i regimi fiscali nel fornire generosi sussidi ai mutuatari. Come si è detto più sopra, l'orientamento relativamente permissivo della politica monetaria nei paesi nordici e in Giappone ha verosimilmente facilitato l'ascesa dei prezzi delle attività, sulla falsariga di quanto si è potuto osservare anche in altri paesi, e in particolare nel Regno Unito.

Al tempo stesso, una salda politica antinflazionistica non è ovviamente sufficiente. La diversa reattività dei corsi delle attività e del livello generale dei prezzi alle condizioni creditizie può porre un grave dilemma alle autorità, che possono trovarsi nella situazione di dover soppesare il rischio di non riuscire a inibire i comportamenti speculativi, da un lato, contro il pericolo di una indesiderata contrazione nell'economia reale, dall'altro. Tale dilemma si è presentato in modo particolarmente manifesto in Giappone, dove evidenti segni di eccessi speculativi sono coesistiti con una bassa inflazione.

A livello microeconomico, la leva aggiuntiva di cui dispongono le autorità per conseguire la disciplina finanziaria è la vigilanza e regolamentazione prudenziale. Com'è chiaramente illustrato dall'esperienza dei paesi nordici e delle casse di risparmio USA, in un contesto finanziario liberalizzato e più competitivo, se non interviene un deciso rafforzamento delle salvaguardie prudenziali a integrazione della disciplina del mercato l'insorgenza di gravi squilibri costituisce un rischio notevole.

regolamentazione e vigilanza prudenziale

Iniziative in questa direzione sono state intraprese in tutti i paesi che hanno sperimentato problemi. Talune si sono iscritte nel quadro di una più ampia azione internazionale, come il rafforzamento dei requisiti patrimoniali in linea con l'Accordo di Basilea. Altre hanno costituito la risposta a più specifiche carenze a livello interno. Ne sono un esempio i miglioramenti delle prescrizioni sulla trasparenza. Un altro esempio è costituito dalle misure adottate in Giappone per condurre sotto un più rigoroso presidio di vigilanza quelle imprese finanziarie non bancarie che per prime si sono trovate in situazione di dissesto. In Finlandia è in corso una profonda revisione del sistema di vigilanza. Negli Stati Uniti, le varie iniziative intraprese dalle autorità dopo la crisi delle casse di risparmio sono state dirette a potenziare le basi normative della regolamentazione prudenziale e della vigilanza. La più recente di esse, ossia il "Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act" del 1991, è di portata particolarmente ampia. Nel quadro della sua attuazione è stato introdotto, verso la fine del 1992, un sistema di provvedimenti, in parte vincolanti e in parte discrezionali, applicabili da parte degli organi di vigilanza delle banche federali in funzione del grado di patrimonializzazione delle istituzioni a rischio. Il sistema si prefigge di assicurare una "prompt corrective action", al fine di ridurre la probabilità di fallimento e i costi connessi per il Bank Insurance Fund. La nuova legge ha altresì reso più stringenti le condizioni alle quali il FDIC può fornire assistenza alle banche che continuano ad operare (*open-bank assistance*). Inoltre, nel gennaio 1993 il FDIC ha per la prima volta richiesto il pagamento di premi commisurati al rischio per l'assicurazione dei depositi, sulla base dei livelli patrimoniali e delle valutazioni degli organi di vigilanza. La decisione è stata motivata dal convincimento che il sistema precedente era troppo generoso e a basso prezzo, e indeboliva quindi l'incentivo a un comportamento prudente.

Conseguenze  
paradossali della  
deregolamenta-  
zione

Come si ebbe a osservare nella Relazione dello scorso anno, il rafforzamento del quadro operativo della regolamentazione prudenziale e vigilanza in risposta a un contesto finanziario altamente competitivo e in rapida evoluzione costituisce una sfida per le politiche a livello globale. Unitamente al perseguimento di una stabile e prudente politica macroeconomica esso costituisce altresí un presupposto per realizzare e preservare i benefici, evitando nel contempo i costi, del processo di deregolamentazione che è andato intensificandosi durante il passato decennio. Un obiettivo primario di tale processo è il ridimensionamento della presenza pervasiva dei poteri pubblici che caratterizzava i sistemi finanziari di molti paesi industriali. L'esperienza dei paesi in cui è insorta una crisi finanziaria indica che, se non fiancheggiata da congrue politiche macro e microeconomiche, la deregolamentazione può paradossalmente condurre a un maggiore, anziché minore, coinvolgimento dei poteri pubblici.



## VIII. I mercati dei cambi: andamenti e possibili fattori esplicativi

### Aspetti salienti

Il presente capitolo descrive dapprima gli sviluppi intervenuti sui mercati dei cambi nel periodo sotto rassegna; nella seconda parte esso tratta dei numerosi fattori, complessi e spesso interrelati, che hanno concorso a determinare la protratta crisi valutaria in Europa nel 1992 e nei primi cinque mesi di quest'anno.

Nel periodo in esame, il dollaro ha nuovamente descritto un ciclo completo di apprezzamento e deprezzamento, di riflesso al rafforzarsi, e quindi al venir meno, della fiducia in una ripresa dell'economia statunitense. Alla fine del 1992 le aspettative di una ripresa si sono nuovamente ravvivate ed è parso prendere avvio un secondo ciclo. Dopo vari episodi di debolezza, lo yen ha infine iniziato ad apprezzarsi sensibilmente a partire da settembre.

In Europa, ben sette monete partecipanti agli Accordi europei di cambio (AEC) e tre valute nordiche ancorate all'ECU hanno subito a più riprese forti pressioni sui mercati, e un'altra moneta è stata soggetta a temporanee e limitate tensioni. Fra di esse, solo tre valute appartenenti alla banda stretta degli AEC hanno potuto evitare la svalutazione o il passaggio ad un regime di cambio fluttuante: il franco francese, la corona danese e il franco belga. La combinazione di sane grandezze economiche fondamentali e di un chiaro impegno delle rispettive autorità è riuscita infine a convincere gli operatori che gli attacchi contro queste monete erano destinati a fallire, come i fatti hanno confermato.

Le cause della tempesta valutaria sono molteplici e la loro incidenza specifica – in termini politici ed economici – non è facilmente discernibile né classificabile in ordine d'importanza. Tuttavia, in un'ottica globale, non è forse esagerato dire che nel periodo in esame si è assistito ai più significativi accadimenti intervenuti sulla scena monetaria internazionale dal crollo del sistema di Bretton Woods vent'anni orsono.

### Gli accadimenti del 1992 e dei primi mesi del 1993

Il 1992 ha avuto inizio con un cambio del dollaro sceso in prossimità del livello minimo segnato nel ciclo precedente, dopo che i tassi d'interesse ufficiali USA erano stati ulteriormente abbassati in considerazione del fatto che la ripresa economica continuava a essere debole e incerta. In Europa, la situazione della Germania appariva tale da richiedere il mantenimento di una politica monetaria restrittiva per qualche tempo ancora. In effetti, il differenziale dei tassi d'interesse a breve fra Stati Uniti e Germania ha continuato ad ampliarsi per gran parte dell'anno, toccando un massimo storico di oltre 6½ punti percentuali in settembre (grafico seguente). Al volgere dell'anno anche il meccanismo di

Nel contesto che fa da sfondo alla crisi valutaria europea...



... si iscrive un episodio di forte pressione sul marco finlandese...

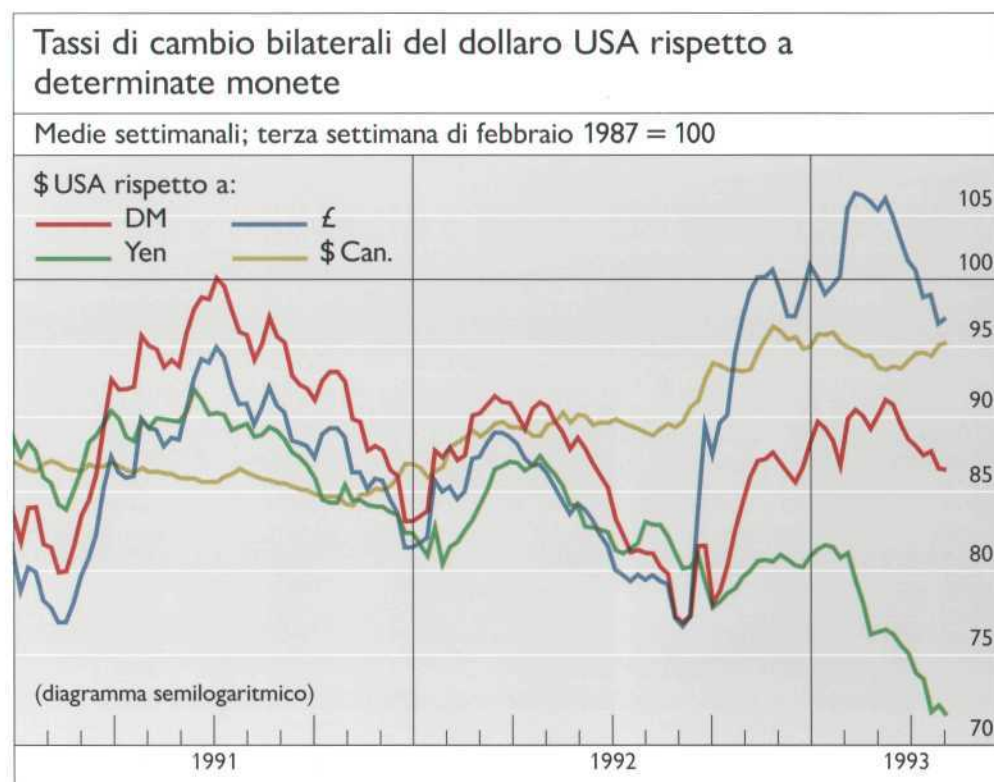
cambio europeo è stato soggetto a tensioni, e per un breve periodo la banda stretta è stata sollecitata al massimo, con il franco belga situato al limite superiore e la corona danese a quello inferiore (grafico a pagina 199).

Le tensioni negli AEC erano state peraltro precedute, nel novembre 1991, da una grave crisi valutaria in Finlandia. Questo paese aveva subito deflussi di capitali di tale portata che il 14 novembre le sue riserve in valuta (comprese le posizioni a termine) risultavano praticamente prosciugate. Non rimaneva quindi altra scelta se non abbandonare l'ancoraggio all'ECU (adottato solo cinque mesi prima); dopo un giorno di fluttuazione il marco finlandese è stato riagganciato all'ECU con una svalutazione del 12,3% della sua parità centrale. Anche la corona svedese si è trovata sotto pressione, e il 5 dicembre la Riksbank è intervenuta drasticamente innalzando di 6 punti percentuali, fino al 17½%, il tasso marginale di rifinanziamento.

... cui segue, dopo un rafforzamento solo temporaneo del dollaro USA...

Il dollaro ha segnato un minimo di DM 1,51 agli inizi del gennaio 1992; dopodiché, come in varie occasioni precedenti, ha improvvisamente iniziato a risalire in seguito alla pubblicazione di taluni indicatori USA che segnalavano un'economia più vigorosa del previsto. Inoltre, le incertezze generate dalla disgregazione dell'ex Unione Sovietica esercitavano un certo influsso negativo nei confronti del marco tedesco; anche lo yen dava segni di debolezza, poiché il saggio di sconto ufficiale giapponese era stato ancora una volta ridotto al volgere dell'anno. In febbraio, dopo la pubblicazione di ulteriori indicatori economici insoddisfacenti in Giappone, le autorità statunitensi e nipponiche intervenivano congiuntamente a sostegno dello yen. Ciononostante, nelle quattro settimane successive la moneta giapponese si deprezzava ulteriormente del 5½% rispetto al dollaro. L'ascesa del dollaro nei confronti del marco è culminata a metà marzo, a un livello superiore di circa l'11% al minimo di gennaio, e rispetto allo yen agli inizi di aprile, con un apprezzamento del 9,6%. In seguito, il dollaro è calato in media sino ai primi di settembre, perdendo oltre il 17% nei confronti del marco. Ancora una volta la ragione risiedeva sostanzialmente nel fatto che le aspettative di ripresa si erano rivelate





troppo ottimistiche, mentre in Germania la politica monetaria veniva mantenuta restrittiva in misura maggiore e più a lungo del previsto.

La debolezza dello yen rispetto alle monete europee è continuata, pur con fasi alterne, sino all'autunno, in quanto si sono intensificati i segni di un indebolimento dell'economia e dei mercati azionari giapponesi, e i tassi d'interesse sono stati ulteriormente abbassati, portando al 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% il saggio ufficiale di sconto verso la fine di luglio. A fine aprile, i Ministri delle finanze e i Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Sette avevano già rilevato che "la flessione dello yen (...) non contribuiva al processo di aggiustamento". Ulteriori interventi non riuscivano tuttavia a frenare lo slittamento della moneta giapponese, nonostante il crescente avanzo commerciale del paese.

Quanto al dollaro, agli inizi di luglio il saggio di sconto USA è stato abbassato al livello minimo degli ultimi trent'anni. Nel contempo, venivano intrapresi a sostegno della moneta americana interventi concertati di notevole entità, proseguiti in modo intermittente sino a fine agosto; ciononostante, il 2 settembre il dollaro toccava un minimo assoluto infragiornaliero inferiore a DM 1,39.

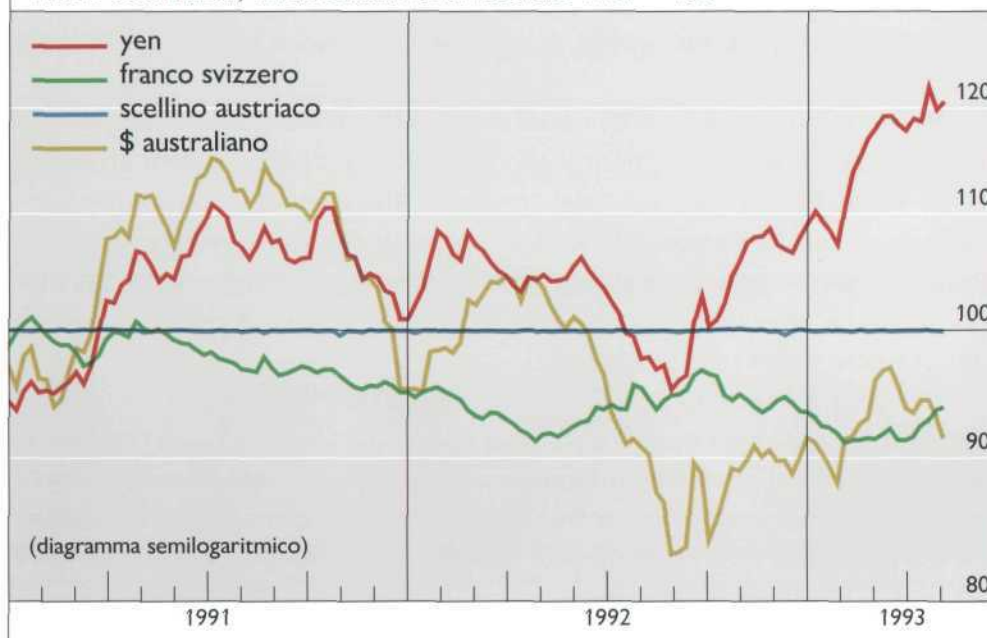
In seguito il dollaro e, in particolare, lo yen si sono rafforzati; quest'ultimo a un certo punto aveva guadagnato ben il 29% contro il marco, sotto l'influsso degli ulteriori provvedimenti di stimolo adottati dal governo (Capitolo II) e della ripresa del mercato azionario. In Germania l'economia è andata nel frattempo indebolendosi e la politica monetaria ha cominciato ad essere gradualmente allentata. In Giappone, le autorità hanno ben presto iniziato a temere un rialzo eccessivo dello yen, e sono intervenute in vendita nel marzo e nell'aprile 1993. Frattanto, in febbraio il saggio ufficiale di sconto era stato nuovamente abbassato al 2<sup>1</sup>/<sub>2</sub>%. L'ascesa del dollaro, peraltro meno pronunciata, è stata favorita dalla pubblicazione di dati che sembravano finalmente

... un indebolimento sia dello yen sia del dollaro ...

... fino all'inizio della crisi in Europa, quando tanto la moneta americana quanto, soprattutto, quella giapponese cominciano a rafforzarsi

## Tassi di cambio bilaterali di determinate monete rispetto al marco

Medie settimanali; terza settimana di febbraio 1987 = 100



confermare un'accelerazione della crescita negli USA. Tuttavia, a partire dalla fine di marzo l'atteggiamento del mercato a riguardo del dollaro è nuovamente mutato, in quanto si delineava per il primo trimestre un tasso di crescita debole, com'è stato successivamente confermato.

E' in questo contesto che si è innescata la serie di crisi valutarie europee nell'arco di un periodo di otto mesi, che va da metà settembre 1992 al maggio 1993. Le pressioni sui mercati valutarî hanno dapprima interessato alcune delle cosiddette monete "ad alto rendimento". Sull'altro versante, il marco è stato sospinto al rialzo dalla decrescente probabilità di un imminente allentamento della politica monetaria tedesca. A metà luglio, la Bundesbank ha in effetti innalzato in misura inaspettatamente ampia il saggio di sconto, portandolo dall'8 all'8<sup>3</sup>/<sub>4</sub>%, pur mantenendo invariato il tasso *Lombard*, di maggior rilevanza sul piano internazionale. In Italia, nonostante l'annuncio di un drastico pacchetto di misure fiscali da parte del governo di recente (per quanto tardiva) formazione, i tassi d'interesse ufficiali hanno dovuto essere aumentati per la seconda volta nel corso del mese. Ciononostante, la lira ha segnato un nuovo minimo storico sul marco.

Nel frattempo, anche la sterlina era andata indebolendosi in seno agli AEC, e non solo a causa del suo legame particolarmente forte con il dollaro, allora in ribasso. Nonostante alcuni interventi ufficiali, il 26 agosto la sterlina era scesa in prossimità del limite inferiore della sua banda di oscillazione; a una ferma dichiarazione del Cancelliere dello Scacchiere seguivano acquisti dichiarati di sterline contro marchi, i cui effetti sono stati tuttavia di breve durata. Diverse banche centrali di altri paesi aderenti allo SME sembrano essere intervenute in sostegno delle rispettive valute, e in Svezia e Finlandia si è provveduto a innalzare i tassi ufficiali. Il 28 agosto 1992, i Ministri delle finanze della

La crisi europea prende avvio allorché il differenziale d'interesse USA/Germania raggiunge il culmine

Le pressioni negli AEC si intensificano a fine agosto...



Comunità europea rilasciavano una decisa dichiarazione in cui si affermava che "una modifica della struttura attuale delle parità centrali non sarebbe stata la risposta appropriata alle attuali tensioni nello SME". Ciononostante, il giorno lavorativo seguente le tensioni sfociavano in una vera e propria tempesta e, malgrado gli interventi obbligatori, la lira chiudeva al limite inferiore nella fascia di fluttuazione.

Il 3 settembre, il Regno Unito ha annunciato l'allestimento di un prestito per l'equivalente di ECU 10 miliardi da convertire in sterline. I fondi dovevano servire al parziale finanziamento del crescente fabbisogno del settore pubblico. Sulla scia di questo annuncio, la sterlina è salita fortemente per tre o quattro giorni, mentre proseguivano gli interventi concertati a sostegno della lira, che, nonostante un ulteriore rialzo dei tassi d'interesse in Italia, è ridiscesa al limite inferiore della banda ufficiale.

Pertanto, il 5 settembre l'ECOFIN (Consiglio dei Ministri economici e finanziari della Comunità europea) si riuniva a Bath in un clima carico di tensioni. In considerazione del fatto che in Germania le condizioni interne continuavano a essere giudicate non sufficientemente sane e che il Presidente della Bundesbank non era comunque costituzionalmente abilitato a impegnare il Consiglio centrale della banca, l'incontro non ha potuto dare apprezzabili risultati concreti.

Tre giorni dopo, a seguito della sospensione di un accordo salariale precedentemente negoziato, il marco finlandese era nuovamente costretto a fluttuare, e si deprezzava rapidamente di un ulteriore 14% rispetto all'ECU. Anche le monete svedese e norvegese hanno ben presto subito rinnovate pressioni. Da allora la moneta finlandese ha continuato a fluttuare, e agli inizi dell'aprile 1993 si era complessivamente deprezzata del 31% rispetto alla sua parità con l'ECU del giugno-novembre 1991. Il 9 settembre 1992, la banca centrale svedese portava al 75% il suo tasso marginale di rifinanziamento. Al tempo stesso veniva annunciato che, al fine di rafforzare le riserve valutarie, il settore ufficiale avrebbe mutuato fondi sui mercati internazionali per l'equivalente di ECU 16 miliardi. Inoltre l'ente nazionale svedese per il debito pubblico veniva ufficialmente incaricato dal governo di concordare analoghi finanziamenti per ulteriori ECU 15 miliardi.

Nel frattempo, le tensioni negli AEC si acuivano, nonostante – o piuttosto come testimonia – il volume senza precedenti degli interventi ufficiali. Dopo che la lira aveva superato i suoi limiti ufficiali, nella riunione d'emergenza tenutasi il 12 e il 13 settembre 1992 veniva decisa una svalutazione del 3½% delle sue parità centrali, congiuntamente a un'uguale rivalutazione di tutte le altre monete partecipanti agli AEC. Il giorno seguente, la Bundesbank decideva di ridurre il tasso *Lombard* dello 0,25% e il saggio di sconto dello 0,5%, e venivano effettuate operazioni volte a ottenere un calo dello 0,5% nei tassi del mercato monetario tedesco.

Sui mercati valutari è tuttavia prevalsa subito l'opinione che queste iniziative non fossero sufficienti, e le pressioni sono proseguite, in particolare nei confronti di lira, sterlina, corona svedese, peseta ed escudo. Il 16 settembre la sterlina veniva investita da fortissime pressioni, e nonostante "massicci" interventi concertati e l'annuncio di due rialzi dei tassi d'interesse nel corso della stessa giornata, anch'essa è rimasta al suo limite inferiore della fascia AEC.

... propagandosi  
alle monete dei  
paesi nordici

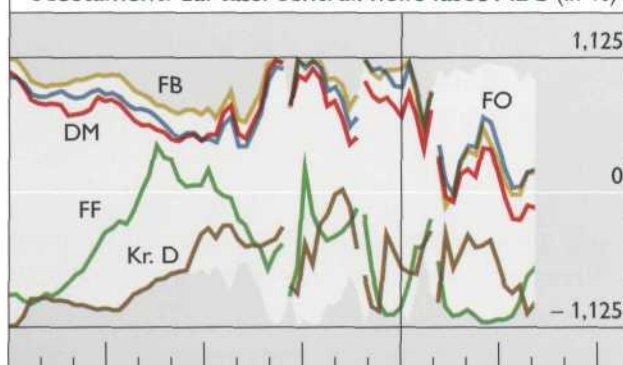
La svalutazione  
della lira e la  
riduzione dei  
tassi ufficiali in  
Germania...

... non riescono  
a calmare  
i mercati

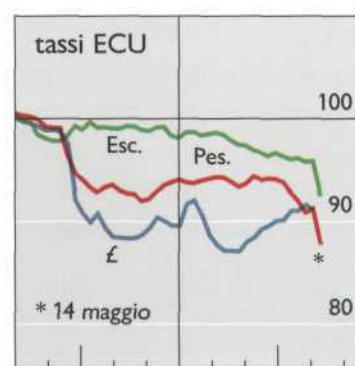
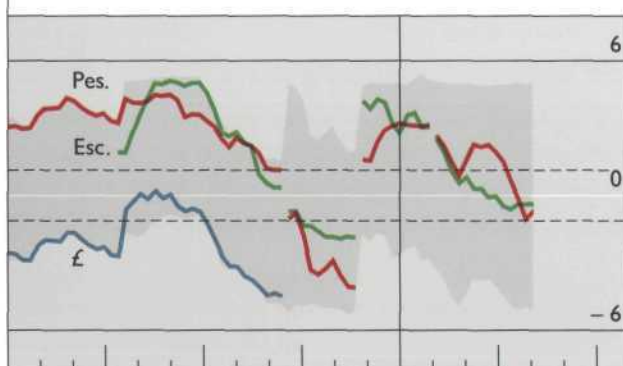
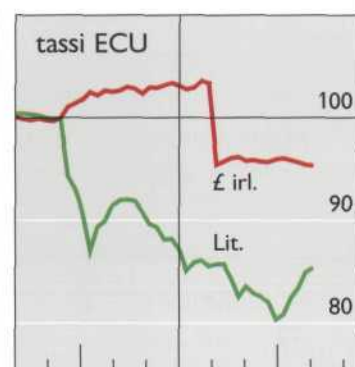
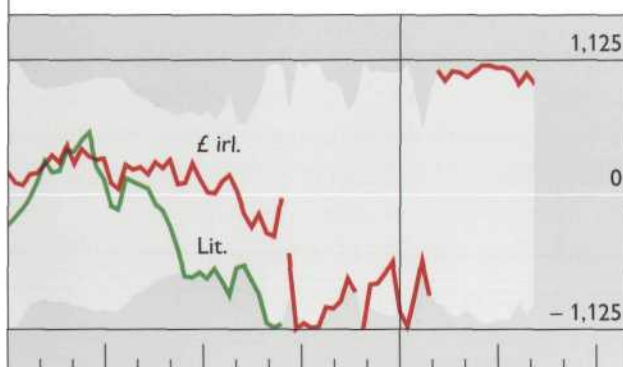
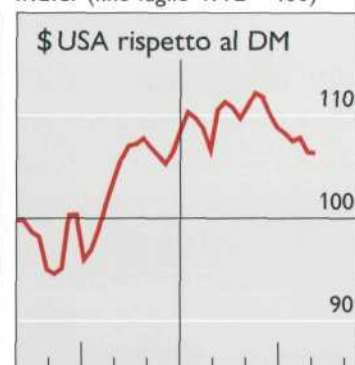
# Valute europee con regimi di cambio fisso o ancorato all'ECU a metà 1992

Medie settimanali

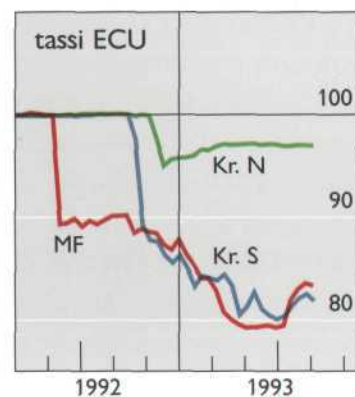
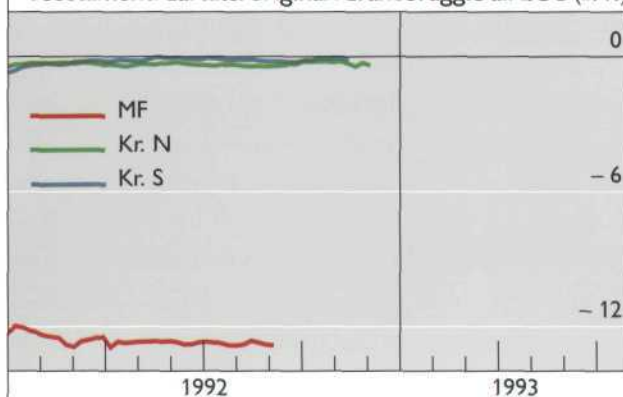
Scostamenti dai tassi centrali nelle fasce AEC (in %)



Indici (fine luglio 1992 = 100)



Scostamenti dai tassi originari di ancoraggio all'ECU (in %)



Nota: le zone ombreggiate indicano il divario massimo effettivo nella banda stretta degli AEC (zona più chiara) e il divario massimo consentito nella banda ampia (zona più scura), date le posizioni effettive delle valute della banda stretta. Lo scellino austriaco non appare nel grafico.



La banca centrale svedese ha aumentato il tasso marginale a ben il 500%, e anche la corona norvegese è stata sostenuta in questo periodo da amplissimi interventi.

Più tardi nel corso dello stesso giorno, le autorità britanniche decidevano di sospendere, "nelle attuali circostanze", la partecipazione della sterlina agli AEC. Le autorità italiane hanno parimenti annunciato la decisione di sospendere temporaneamente gli interventi obbligatori, cosicché anche la lira è da allora uscita di fatto dal sistema (la Banca d'Italia ha successivamente dichiarato di aver compiuto interventi a sostegno della lira per \$ 24 miliardi nel solo mese di settembre). Infine, la peseta è stata ufficialmente svalutata del 5%.

Gli attacchi speculativi si sono quindi estesi, coinvolgendo in particolare il franco francese, nonostante la riconosciuta solidità delle variabili economiche fondamentali che avrebbero dovuto sostenere questa moneta. Gli interventi sono stati ancora una volta ingenti ma — forse significativamente — soltanto intramarginali, in quanto il franco è rimasto al disopra del suo limite inferiore nella banda. Poco dopo, il governo svedese annunciava l'adozione di un pacchetto di drastici provvedimenti fiscali, cosicché la corona è sopravvissuta alla prima tempesta, e il tasso attivo marginale ha potuto essere ridotto dal 500 al 50%. Durante la fase di turbolenza le pressioni si sono propagate alla dracma greca; anche per questa moneta gli interventi sono stati massicci, e la Banca di Grecia ha innalzato il suo tasso ufficiale di rifinanziamento dal 30 al 40%. Ciononostante, la dracma si è deprezzata ulteriormente.

Nei tre giorni successivi alla vittoria di stretta misura dei "sì" nel referendum francese, le pressioni sul franco francese sono proseguite con estrema intensità. Ma quei tre giorni si sono peraltro rivelati decisivi, in quanto sia le autorità francesi sia quelle tedesche hanno manifestato in modo inequivocabile, con le parole e nei fatti, che consideravano assolutamente appropriata la parità del franco. In particolare, come è stato reso noto solo in seguito, nei sette giorni precedenti il 23 settembre erano stati compiuti interventi per FF 160 miliardi (ossia circa \$ 32 miliardi) a sostegno della moneta francese. La Banca di Francia aveva altresì innalzato di 2½ punti il tasso delle operazioni pronti contro termine a cinque-dieci giorni, portandolo al 13% il 23 settembre. Su base media ponderata i tassi di mercato *overnight* erano saliti, a un certo punto, ad oltre il 24%, mentre i tassi bancari attivi di base sono rimasti invariati. Il successo della strategia è stato tale che, nello spazio di soli cinque giorni, si è potuto constatare l'inizio di consistenti riflussi di fondi verso il franco francese.

La Banca d'Inghilterra ha pubblicato in seguito una stima del volume degli interventi ufficiali avvenuti nei quattro mesi terminanti a fine settembre: la cifra supera \$ 160 miliardi, per lo più costituiti da vendite di marchi. Per il periodo da giugno a dicembre, la Banca d'Italia ha stimato il totale degli interventi effettuati in difesa dei tassi di cambio in circa \$ 200 miliardi, di cui la metà nel solo mese di settembre. La relazione pubblicata nell'aprile 1993 dal Gruppo dei Dieci su "International Capital Movements and Foreign Exchange Markets" conferma sostanzialmente queste valutazioni, in quanto stima in DM 284 miliardi l'ammontare complessivo delle vendite nette di marchi da parte delle banche centrali europee nell'arco dello stesso periodo di sette mesi. Di questo importo, DM 188 miliardi sono stati utilizzati a sostegno delle valute AEC.

Sterlina e lira  
escono dagli AEC  
e la peseta viene  
svalutata...

...innescando  
pressioni sul  
franco francese...

...che vengono  
arginate

Nonostante  
interventi di  
entità senza  
precedenti...

...alcune altre  
monete perman-  
gono sotto  
pressione

Ciononostante, le pressioni sui mercati valutari sono proseguite in ottobre e in particolare in novembre, e hanno interessato numerose monete, fra cui la sterlina, a seguito dell'abbassamento dei tassi d'interesse britannici. A metà novembre, il governo svedese non riusciva a ottenere il necessario sostegno unanime dei partiti al suo nuovo pacchetto di austerità fiscale. La reazione del mercato è stata immediata (di fatto, già da diversi giorni erano state assunte posizioni di copertura in previsione di un possibile insuccesso); le autorità hanno quindi deciso di lasciar fluttuare la corona. Successivamente, esse hanno reso noto che il deflusso di valuta sull'arco di sei giorni era stato pari a \$26 miliardi, ossia all'11% del PNL svedese. La cifra comparabile per gli interventi effettuati durante le tre settimane della crisi di settembre è di poco superiore alla metà di questo ammontare. Al tempo stesso, anche la corona norvegese ha dovuto essere nuovamente sostenuta da ingenti interventi ufficiali, che hanno totalizzato in soli due giorni Kr.N 48 miliardi, pari al 46% delle riserve non auree del paese a fine ottobre.

Ancora una volta, l'ondata speculativa si è propagata, sottoponendo a forti pressioni peseta, escudo, corona danese e sterlina irlandese. Il Ministero delle finanze francese annunciava per contro che FF 33 miliardi erano riaffluiti alle riserve ufficiali nel mese di ottobre.

Pressioni inter-  
mittenti sul  
dollaro canadese  
e australiano

Nel frattempo, anche il dollaro canadese era oggetto di ulteriori, sebbene discontinue, pressioni, dapprima in maggio e quindi nuovamente fra il settembre e il novembre 1992. Una situazione analoga si ripeteva verso la fine dell'aprile 1993. In ordine successivo, i mercati hanno reagito: al fallimento di un grande conglomerato immobiliare; alle potenziali implicazioni di un voto negativo nel referendum costituzionale; allo sconvolgimento valutario in Europa; al generale rafforzamento del dollaro USA e, infine, al deteriorarsi della posizione finanziaria del governo federale e delle amministrazioni provinciali (grafico a pagina 196). La banca centrale ha risposto talora con interventi e, particolarmente verso la fine del 1992, con forti incrementi dei tassi d'interesse, in parte per contenere i movimenti del cambio e in parte per controbilanciare l'impatto del deprezzamento sulle condizioni monetarie generali. Anche in Australia, al nervosismo suscitato talvolta dagli sviluppi in Europa si sono sommate le incertezze politiche e i timori del mercato per il deterioramento delle finanze a livello federale e dei singoli stati, esercitando forti spinte al ribasso sul cambio in gennaio, agosto e ottobre-novembre 1992 (grafico a pagina 197). In ognuna di queste occasioni, la banca centrale ha reagito effettuando interventi ufficiali e consentendo un certo ampliamento dei differenziali d'interesse a breve rispetto agli Stati Uniti.

Svalutazione di  
peseta ed  
escudo...

Tornando agli sviluppi in Europa, il 22 novembre sia la peseta che l'escudo (il quale aveva aderito agli AEC nell'aprile 1992) sono stati svalutati del 6% nell'ambito del meccanismo di cambio dello SME. Sono altresì proseguite le pressioni su corona danese, corona norvegese e sterlina irlandese, che si sono estese ben presto al franco francese. La banca centrale irlandese ha aumentato il tasso *overnight* a ben il 100% verso la fine del mese, e nell'arco dell'intero periodo dicembre 1992-gennaio 1993 il franco francese, la corona danese e la sterlina irlandese hanno continuato a subire con intermittenza forti pressioni, fronteggiate con interventi e rialzi dei tassi d'interesse. La parità



della corona norvegese non ha retto sino alla fine dell'anno, nonostante interventi ancora maggiori, e il 10 dicembre è stata lasciata fluttuare. Tuttavia, contrariamente a quanto avvenuto nella maggior parte degli altri casi, la moneta non si è deprezzata più del 6% ed ha persino segnato un leggero recupero da metà dicembre (grafico a pagina 199).

... fluttuazione  
della corona  
norvegese ...

L'attacco successivo ha investito la sterlina irlandese. All'effetto della perdita di competitività, causata in particolare dalla caduta della sterlina inglese, si è aggiunto quello derivante dal mantenimento di tassi d'interesse interni così elevati in un'economia in condizioni di forte sottoimpiego. Il 30 gennaio 1993 la moneta irlandese veniva quindi svalutata del 10%, e da allora è rimasta in prossimità del suo limite superiore nella banda stretta degli AEC.

... e svalutazione  
della sterlina  
irlandese

Il franco belga è stato oggetto di pressioni nel febbraio 1993 e ha accusato una certa debolezza anche in marzo, per effetto delle incertezze politiche suscitate dal dibattito sulla riforma costituzionale e dell'opposizione a talune proposte di provvedimenti fiscali. Tuttavia, le pressioni sono state contrastate abbastanza agevolmente e prontamente con un aumento dei tassi d'interesse abbinato a interventi valutari, e grazie al fatto che, poco dopo, è stato concordato un pacchetto di misure di bilancio.

Contenimento  
di temporanee  
pressioni sul  
franco belga

Anche il franco francese ha subito ulteriori pressioni, assieme alla peseta e alla corona danese, specie dopo la svalutazione della moneta irlandese a fine gennaio 1993. Tuttavia, il 4 febbraio la Bundesbank ha nuovamente ridotto i tassi d'interesse, portando il tasso *Lombard* dal 9½ al 9% e abbassando di 0,25 punti percentuali, all'8%, il saggio di sconto. Ciò ha consentito di allentare le tensioni, ma solo temporaneamente, e il marco finlandese, la lira e la corona svedese hanno ben presto iniziato a indebolirsi ulteriormente.

Ulteriore discesa  
dei tassi d'inte-  
resse ufficiali  
tedeschi ...

Il 4 marzo, poiché il Consiglio centrale della Bundesbank aveva apparentemente deciso per il momento di non ridurre ulteriormente i tassi ufficiali, ancora una volta il franco francese subiva pressioni al ribasso. Queste sono cessate allorché, già l'indomani, la banca centrale tedesca ha sorpreso i mercati annunciando una riduzione del tasso sulle operazioni pronti contro termine a quattordici giorni dall'8,49 all'8,25%. All'effetto di questo provvedimento sul marco si sono sommate le crescenti incertezze politiche in Russia. Il 18 marzo la Bundesbank ha quindi nuovamente abbassato il saggio di sconto, portandolo al 7½%, lasciando per contro invariato il tasso *Lombard*.

... e recupero del  
franco francese,  
nonostante il calo  
dei tassi d'inte-  
resse

All'approssimarsi del secondo ballottaggio delle elezioni legislative in Francia, il franco ha subito fortissime spinte al ribasso. Tuttavia, dopo l'esito finale della consultazione elettorale, e data la determinazione mostrata dalle autorità francesi e tedesche nel difendere la parità del franco in seno agli AEC, le pressioni su questa moneta si sono allentate, avendo la Bundesbank proceduto a ulteriori riduzioni dei tassi d'interesse ufficiali e di mercato a partire dal 23 aprile. In effetti, in aprile e agli inizi di maggio il rinnovato vigore del franco ha consentito alle autorità francesi di proseguire nella ricostituzione delle proprie riserve, operando nel contempo un cauto ribasso dei tassi d'interesse finché, in termini di eurotassi a tre mesi, si è praticamente annullato il differenziale rispetto a quelli tedeschi.

L'atto finale del periodo in rassegna si è avuto il 13 maggio 1993 allorché la peseta – dopo interventi concertati seguiti da un aumento dei tassi

Le pressioni sulla peseta causano la sua terza svalutazione, e la seconda per l'escudo

d'interesse ufficiali spagnoli – è stata investita per la terza volta consecutiva da pressioni insostenibili, inducendo le autorità spagnole a richiedere un ulteriore riallineamento della propria moneta nell'ambito degli AEC; veniva pertanto concordata una svalutazione dell'8% delle parità centrali bilaterali di questa moneta. Le autorità portoghesi hanno anch'esse svalutato l'escudo per la seconda volta; in questa occasione del 6<sup>1/2</sup>‰.

Quindi, delle dieci monete europee con tasso di cambio fisso o ancorato all'ECU, che avevano subito ripetuti e forti attacchi speculativi al ribasso fra il novembre 1991 e metà maggio 1993, soltanto due (oltre al franco belga) – tutte facenti parte della banda di oscillazione stretta – hanno evitato una svalutazione delle proprie parità centrali o la fluttuazione (marco e fiorino hanno ovviamente subito soltanto spinte al rialzo). Un'altra moneta ancorata, lo scellino austriaco, è parsa sottrarsi del tutto alla crisi ed è rimasta considerevolmente stabile nei confronti del marco. Per contro, nel periodo sotto rassegna il franco svizzero ha segnato forti oscillazioni rispetto alla moneta tedesca; nel marzo 1992, i tassi d'interesse in Svizzera sono stati aumentati e la Banca Nazionale è intervenuta a sostegno della moneta. Per un certo periodo, durante il secondo e il terzo trimestre, il franco svizzero ha beneficiato della flessione del dollaro e di un parziale ritorno al ruolo di moneta-rifugio, a causa degli accadimenti in Russia e delle turbolenze sui mercati valutari. In seguito, tuttavia, allorché i tassi d'interesse sono stati ridotti – in particolare il saggio di sconto, in quattro riprese dal 7 al 5% – la moneta svizzera ha mostrato un certo indebolimento sino agli inizi di aprile (grafico a pagina 197).

## Anatomia della crisi valutaria europea

Perché la crisi valutaria europea è esplosa con tanta violenza? O, più precisamente, perché le pressioni si sono accumulate per tanto tempo, cosicché la crisi, quando è sopraggiunta, è stata quasi inevitabilmente violenta?

Molteplicità di fattori alla base della crisi in Europa...

Prima di tentare di rispondere a questi interrogativi, vale forse la pena di notare subito che sono molti i fattori in causa. Per giunta questi fattori, accidentalmente, sono entrati in gioco tutti in un particolare momento, il che rende praticamente impossibile discernarli o classificarli chiaramente in base all'importanza o all'intensità del loro impatto. In realtà, il cercare di farlo in modo rigoroso sarebbe probabilmente un esercizio vano, poiché anche nell'economia la storia non può essere, per così dire, ripercorsa secondo ipotesi diverse al fine di misurare l'impatto precipuo di ciascuna di esse. Gli sviluppi sui mercati dei cambi europei nel periodo in esame hanno costituito in sostanza un unico, benché protratto, evento (il termine "europeo" comprende in questo contesto sia i paesi aderenti agli AEC sia i tre paesi nordici con impegni di cambio unilaterali).

... di ordine politico...

Un fattore di fondo (non economico) era la saldezza dell'adesione, sul piano politico, al processo di Maastricht. Alle radici della Comunità europea, un forte impegno politico ha sempre costituito un fondamentale, potente e benefico fattore di aggregazione, il quale va visto alla luce della storia della prima metà di questo secolo. Ma la manifestazione concreta di questa volontà politica si è tendenzialmente concentrata per la maggior parte del tempo non



sull'unione politica ma piuttosto sulla cooperazione e sulle istituzioni economiche (e con indubbi benefici economici). Così è stato in generale a cominciare dalla Comunità europea del carbone e dell'acciaio, passando per lo SME, fino ad arrivare da ultimo all'accordo istitutivo del Trattato di Maastricht sull'unione europea concluso dai dodici Capi di stato e di governo nel dicembre 1991.

In aggiunta, nel corso del 1991 due altri paesi nordici, la Svezia e la Finlandia, in parte al fine di prepararsi in vista di un eventuale ingresso futuro nella Comunità europea, si sono associati alla vicina Norvegia nell'adottare una politica di ancoraggio unilaterale delle proprie monete all'ECU (la Norvegia aveva già preso una decisione in tal senso nel 1990). Questo approccio è anche servito a fornire un caposaldo antinflazionistico per la conduzione della politica monetaria. Infine, nell'aprile 1992 l'escudo portoghese ha aderito agli Accordi europei di cambio, portando a dieci il numero delle monete partecipanti.

Tutto ciò ha forse distolto l'attenzione dal fatto insidioso ma fondamentale che i progressi verso la convergenza tra i paesi degli AEC erano lenti e disuguali. In particolare, da qualche tempo i tassi di cambio effettivi reali di alcuni paesi aderenti agli AEC (come pure dei paesi nordici) si stavano muovendo verso l'alto (grafico di pagina 83 nel Capitolo IV). Pur con le molte difficoltà statistiche connesse alla misurazione delle variazioni dei tassi di cambio effettivi reali, e anche se la scelta della base temporale è comunque opinabile, non vi è dubbio che un certo numero di paesi con regimi di tasso di cambio fisso o ancorato stava subendo un deterioramento della propria posizione competitiva, e ciò in una fase di incipiente recessione. E' pur vero che, per effetto di attive politiche antinflazionistiche, è stata realizzata al tempo stesso una considerevole convergenza dei tassi d'inflazione. Ma ciò ha richiesto necessariamente tempo e non ha pertanto impedito che si creasse una certa divergenza tra i tassi di cambio reali. Non è chiaro se i mercati, e i responsabili delle politiche, ritenessero che queste distorsioni avrebbero potuto con il tempo essere corrette mediante ulteriori aggiustamenti dei costi e dei prezzi interni anziché con un deliberato riallineamento delle parità.

Il tempo tuttavia non ha giocato in favore di questa soluzione. La fiducia nella volontà politica di procedere verso l'Unione economica e monetaria (UEM) è stata gravemente indebolita dal risultato del referendum danese del giugno 1992, nonché dai sondaggi che non escludevano un responso negativo neppure da parte dell'elettorato francese in occasione del referendum di settembre. In questo mutato clima di aspettative, il "bonus" politico che aveva contribuito a eliminare i dubbi sulle distorsioni dei cambi è venuto meno. Ha cominciato così a profilarsi la possibilità che l'UEM subisse ritardi e che prima della sua attuazione si rendesse a un certo punto necessario un riallineamento delle parità.

Un altro fattore di fondo era la combinazione delle politiche in Germania, ovvero il disavanzo di bilancio e gli alti tassi d'interesse, specie nel segmento a breve, che ad esso si accompagnavano. Esistono invero analogie alquanto strette con la squilibrata combinazione delle politiche degli Stati Uniti nella prima metà degli anni ottanta. La principale differenza, in un'ottica retrospettiva, sta nel fatto che, essendo il dollaro una moneta fluttuante, il suo massiccio

... ed economico

Convergenza  
lenta e graduale  
distorsione  
dei tassi di  
cambio reali

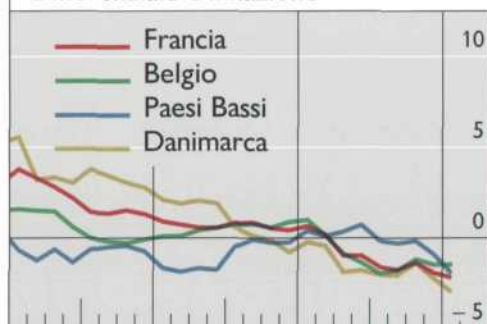
Lo shock  
dell'esito  
del primo  
referendum  
danese

La combinazione  
delle politiche  
in Germania...

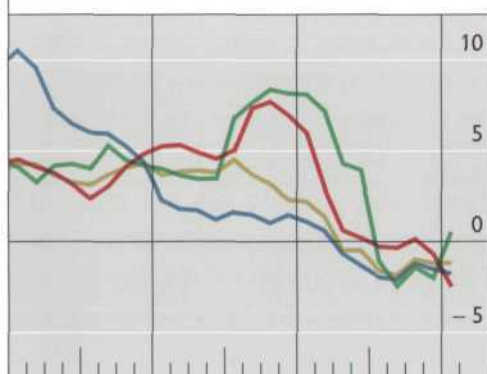
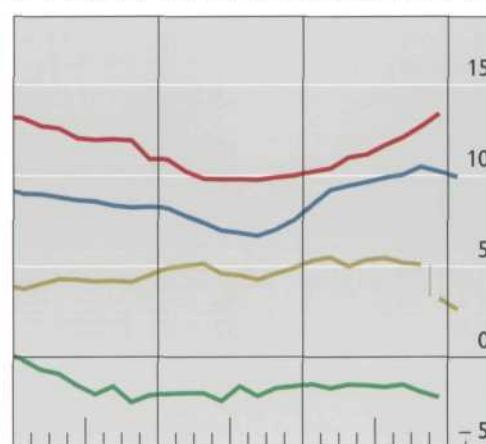
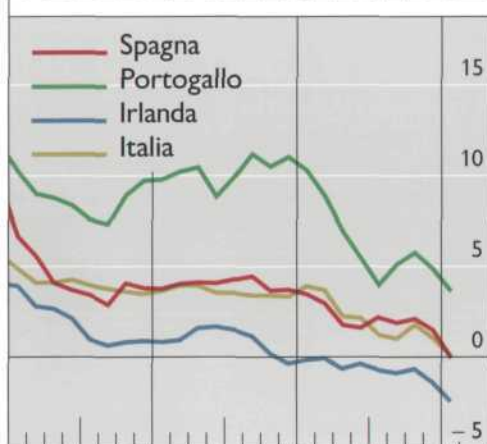
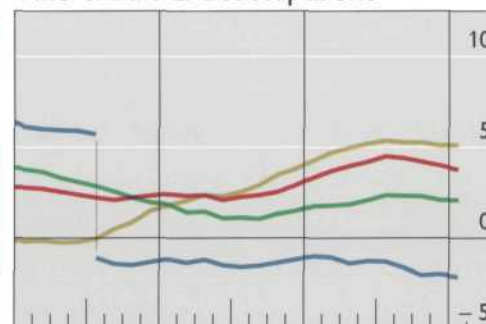
## Differenziali dei tassi d'inflazione e di disoccupazione rispetto alla Germania occidentale

Medie trimestrali, in punti percentuali

Differenziale d'inflazione<sup>1</sup>



Differenziale di disoccupazione<sup>2</sup>

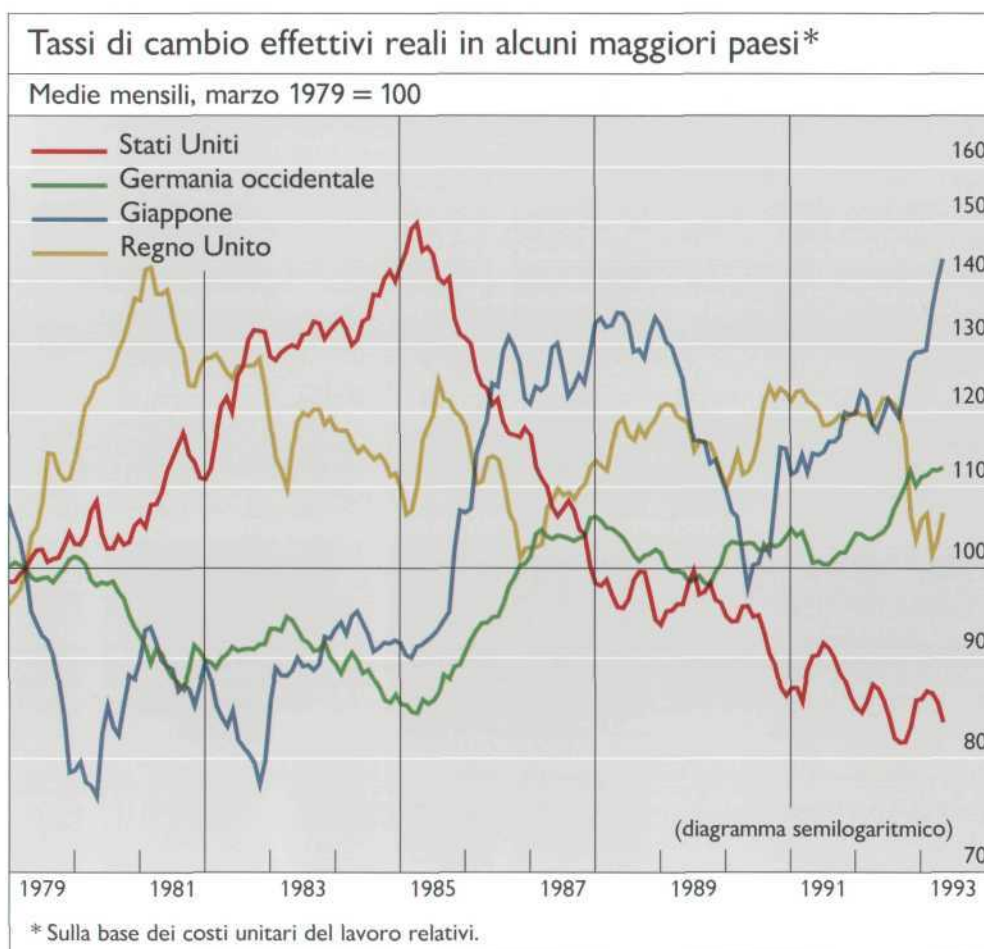


<sup>1</sup> Calcolato sulle variazioni dei prezzi al consumo su quattro trimestri. <sup>2</sup> Per Paesi Bassi e Italia, discontinuità nella serie.

Fonti: statistiche e definizioni nazionali.

apprezzamento e la conseguente distorsione dei cambi avevano innescato pressioni di tipo diverso rispetto a quelle "imbottigliate" negli AEC e nei regimi di cambio ancorato dei paesi nordici nel 1992. Un'altra differenza è che in Germania l'inflazione era già superiore al limite del 2% auspicato dalla Bundesbank. Nel precedente episodio statunitense, il rialzo del dollaro aveva naturalmente agito nel senso di mantenere a un livello relativamente basso le pressioni inflazionistiche. Pur tuttavia, così come nel caso attuale della Germania, le autorità monetarie statunitensi avevano ritenuto necessario mantenere i tassi d'interesse a breve relativamente alti. In Germania, durante il periodo in





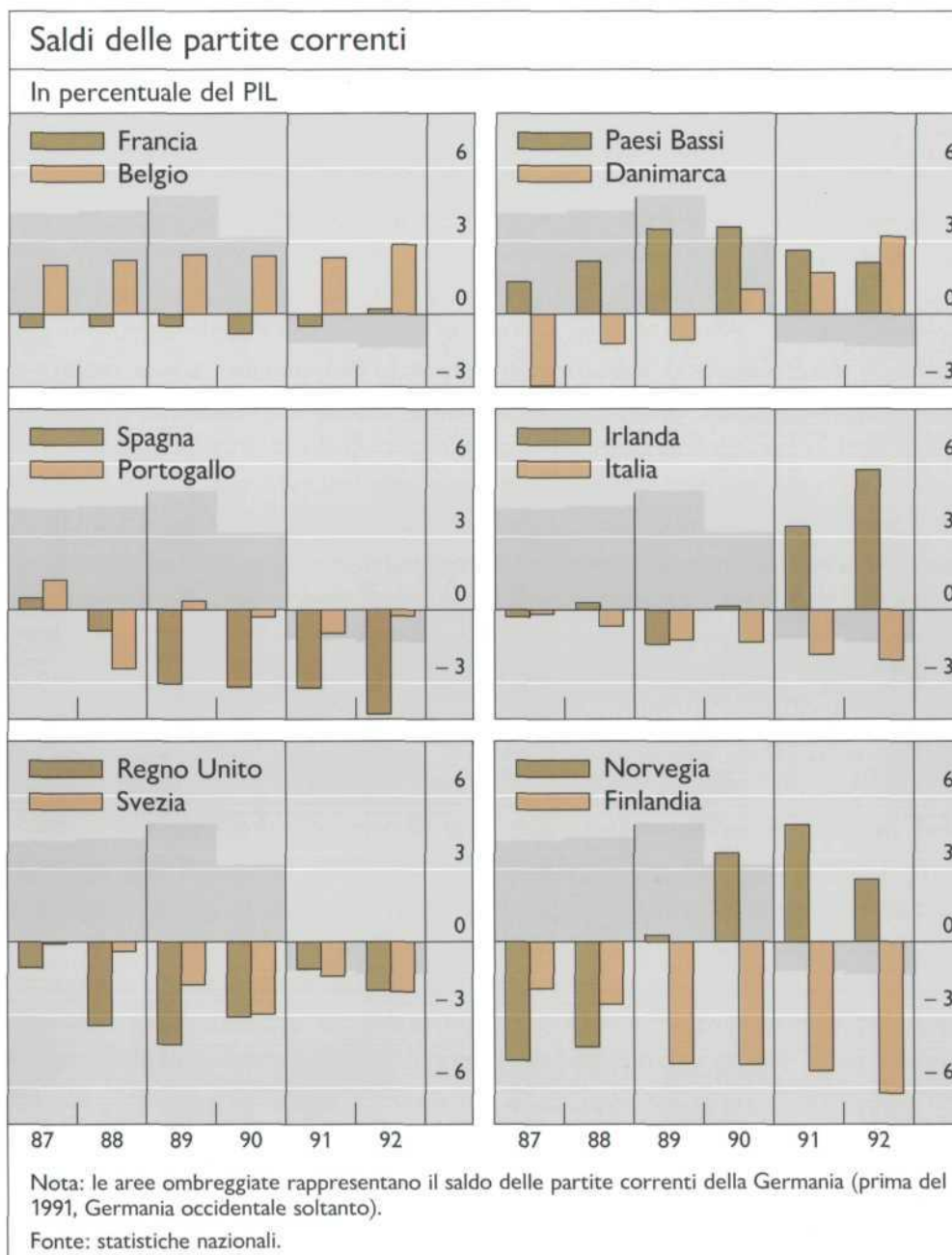
esame, l'esigenza di agire in tal senso era forse ancora maggiore, se si considera che la Bundesbank si trovava di fronte sia a un eccessivo disavanzo di bilancio sia a una pressione dei costi salariali alquanto forte per i parametri tedeschi, ambedue riconducibili in gran parte alla peculiarità della situazione determinatasi con la riunificazione del paese (Capitolo II). Ma nel più lungo periodo l'investimento in obbligazioni in marchi appariva attraente anche perché in certa misura si confidava nel fatto che la Germania sarebbe riuscita infine a venire a capo dei suoi problemi e che i tassi a lunga sarebbero quindi calati. Per i paesi con regimi di cambio fisso o ancorato tutto ciò si è tradotto nell'esigenza di mantenere i propri tassi d'interesse a livelli più alti di quanto sarebbe stato altrimenti necessario. E, in momenti di tensione valutaria, essi sono stati persino costretti ad aumentarli fortemente, a prescindere dallo stato delle grandezze economiche fondamentali.

Si sostiene talora che la debolezza del dollaro per gran parte della primavera e dell'estate dello scorso anno abbia rappresentato un importante fattore causale della successiva crisi europea. Ed è certamente vero che precedenti episodi di debolezza del dollaro si erano accompagnati a tensioni negli AEC con il fluire di capitali verso il marco. Anche nel presente caso appare verosimile che l'ampiezza senza precedenti dei differenziali d'interesse tra gli Stati Uniti e la Germania, con le connesse pressioni su altre monete europee, abbia esercitato un effetto quantomeno supplementare.

Inoltre, il prolungato allentamento della politica monetaria statunitense

...rende necessario il mantenimento di tassi d'interesse elevati in altri paesi europei nonostante il debole contesto economico

Il ruolo del dollaro



La flessione  
dei tassi d'inte-  
resse USA  
per un periodo  
prolungato di  
tempo...

... ha reso ancora  
piú attrattive  
le monete ad  
alto rendimento

(prima del 1992), con la concomitante tendenza all'indebolimento della moneta USA, ha rappresentato probabilmente una delle ragioni del deflusso di capitali dal dollaro. Una parte di questi capitali si è certamente diretta verso le monete europee ad alto rendimento e altre attività denominate nelle stesse valute. A metà del 1992 la situazione ha tuttavia subito un repentino capovolgimento, e i detentori di disponibilità in valute ad alto rendimento hanno cominciato prontamente a cercare di liquidarle. In effetti, al culmine della crisi, parte dei proventi delle vendite di attività europee ad alto rendimento è riconfluita sul dollaro, che si è apprezzato durante la crisi di settembre e, sostenuto per lo più dalle migliorate prospettive economiche negli Stati Uniti, ha proseguito mediamente questa tendenza fino al marzo 1993 (grafico di pagina 199). I detentori di valute ad alto rendimento potrebbero aver calcolato che, data la perdurante, seppure indebolita, volontà politica alla base del processo di



Maastricht, vi era da attendersi un intervento delle banche centrali a sostegno di tali valute. Questo comportamento aiuta a spiegare perché la crisi è stata ritardata e perché, quando è sopraggiunta, essa è stata così violenta e diffusa.

Un fattore che, secondo la maggior parte degli economisti, tende a svolgere oggi un ruolo molto minore che in passato nella determinazione dei tassi di cambio e nelle pressioni sulle valute è la bilancia dei pagamenti correnti. Sono i movimenti di capitali che dominano ora la scena (Capitolo IV) e che possono altresì contribuire, se i flussi di capitali provocano variazioni dei cambi, a determinare lo stesso saldo corrente. Nondimeno, come mostra il grafico di pagina 207, taluni andamenti delle partite correnti osservati negli ultimi anni in Europa sono coerenti con molte delle forti pressioni avvertite lo scorso anno sul mercato dei cambi. Il caso della Finlandia si pone ovviamente con particolare evidenza, date le pesanti conseguenze sulle esportazioni di questo paese prodotte dal collasso dell'ex Unione Sovietica. Ma spiccano anche i disavanzi di Regno Unito, Spagna, Italia e Svezia, specie se si tiene conto dei vari livelli di recessione in cui si trovavano le economie di questi paesi. Nello stesso tempo, è rimarchevole il fatto che tutte e quattro le monete (escluso il marco, ma compreso il fiorino olandese) che sono state mantenute entro le rispettive bande di oscillazione degli AEC appartengano ad economie la cui bilancia di parte corrente è molto più solida di quella di praticamente tutti gli altri paesi riportati nel grafico. Ciò non ha tuttavia impedito che si siano dovute contrastare, a tratti, forti pressioni su monete come il franco francese, la corona danese e, in misura molto minore, il franco belga, su cui hanno influito in certi momenti incertezze di natura politica.

Un'eccezione è forse rappresentata dall'Irlanda, dove le grandezze economiche fondamentali apparivano solide, ma dove la disoccupazione si situava pur sempre al 17% circa verso la fine dello scorso anno. Un fattore probabilmente più influente è stato l'effetto della svalutazione della sterlina inglese sulla competitività, date le relazioni commerciali tra Irlanda e Gran Bretagna. Questo è tuttavia solo un esempio di un fenomeno più generale che si è potuto osservare con il dispiegarsi della crisi: con il cedimento di una moneta dopo l'altra, è peggiorata al tempo stesso la posizione concorrenziale di altre valute, e si è accresciuto così il rischio che l'una o l'altra potesse diventare bersaglio del successivo attacco speculativo.

Quanto agli interventi in sé, la questione che necessariamente si pone è se essi siano stati in qualche modo insufficienti, o semplicemente inefficaci nel nuovo contesto finanziario globalizzato. Tecnologia, innovazione, libertà di movimento dei capitali e desiderio degli investitori di diversificare internazionalmente il portafoglio si sommano ormai nell'accrescere enormemente il potenziale di capitale finanziario rapidamente dislocabile da un paese all'altro e da una valuta all'altra. In effetti, anche prescindendo dalla speculazione vera e propria e dal fenomeno relativamente nuovo degli "hedge funds" ad alto grado di leva finanziaria, un numero di investitori di gran lunga maggiore che in passato è oggi interessato agli andamenti sui mercati dei cambi. In altri termini, anche gli amministratori dei portafogli sempre più diversificati di istituzioni tradizionalmente improntate a cautela, come i fondi pensione o le assicurazioni,

Ruolo di minore importanza svolto oggi dalla bilancia dei pagamenti correnti

La natura sequenziale degli attacchi

L'efficacia degli interventi ufficiali è messa in discussione...

... poiché molti più investitori tengono conto delle aspettative di cambio

nonché i piccoli investitori, devono ormai necessariamente tenere conto delle aspettative di tasso di cambio, e senza dubbio si comportano così.

Sui mercati valutari, l'ultima indagine sul volume delle operazioni in cambi, condotta da ventisei banche centrali, ha rivelato che (tenuto conto della maggior parte delle duplicazioni contabili all'interno dei singoli mercati e a livello internazionale, nonché delle lacune stimate nelle segnalazioni) nell'aprile 1992 il volume globale delle transazioni per giornata lavorativa si aggirava intorno a \$880 miliardi. Tale cifra appare di molte volte superiore al volume delle transazioni puramente collegate al commercio e fa ritenere che gran parte dell'attività in cambi sia ormai determinata da finalità finanziarie.

Sempre in retrospettiva, un presagio va visto anche nella prima crisi valutaria finlandese del novembre 1991. In quell'occasione fu dimostrata in modo spettacolare l'intensità delle pressioni che possono ormai investire anche le monete di paesi relativamente piccoli. La Banca di Finlandia ha rivelato successivamente che nell'insieme del 1991 le vendite ufficiali lorde di valuta (comprese le transazioni a termine) erano ammontate all'equivalente del 17% del PIL di questo paese, ovvero a quasi l'80% delle sue esportazioni annue (peraltro ridotte) di beni e servizi. Per giunta gran parte degli interventi si è concentrata in un arco di tempo alquanto breve, e purtroppo il marco finlandese è stato svalutato. Alla luce di ciò, potrebbe essere più corretto affermare che la successiva e più generale crisi in Europa sia stata in realtà preannunciata dall'effetto dimostrativo di questi eccezionali sviluppi in Finlandia.

Ritornando alla questione degli interventi in quanto tali, è vero quasi per definizione che nel nuovo tipo di contesto dianzi illustrato gli interventi, per aver successo anche di fronte a un attacco sferrato contro valute le cui grandezze economiche fondamentali siano sane, devono verosimilmente essere di dimensioni maggiori, forse di gran lunga maggiori che in passato. Potrebbe anche darsi che, per essere efficaci, gli interventi debbano essere accompagnati più spesso da variazioni dei tassi d'interesse di ampiezza e durata maggiori di quanto sia stato finora usuale. Ma ciò comporterebbe, *ceteris paribus*, significativi cambiamenti nell'orientamento delle politiche monetarie interne che potrebbero non essere necessariamente opportuni. Questo aspetto è stato trattato in modo approfondito nel Capitolo VI. La sua rilevanza ai fini della comprensione della crisi valutaria europea può essere qui sintetizzata come segue.

Per rafforzare l'efficacia degli interventi valutari, l'arma dei tassi d'interesse è stata impiegata dalle autorità monetarie le cui valute erano soggette a pressioni al ribasso, sebbene i tempi e l'entità del rialzo dei tassi d'interesse abbiano differito notevolmente da paese a paese. Il fatto che questa manovra nella maggior parte dei casi non abbia raggiunto lo scopo può essere attribuito alla circostanza che i mercati non erano convinti della sua sostenibilità. Essi dubitavano della capacità delle autorità di persistere nella stretta monetaria in un contesto caratterizzato da crescente disoccupazione, tassi d'interesse reali già elevati, un forte indebitamento del settore privato e/o pubblico, e altre manifestazioni di fragilità finanziaria. Questi dubbi si sono trasformati in certezze nei casi in cui le grandezze economiche fondamentali – competitività, tasso d'inflazione, dinamica salariale, partite correnti e disavanzo di bilancio – erano considerate tali da precludere la possibilità di preservare le parità di

Anche in presenza di solide grandezze economiche di base...

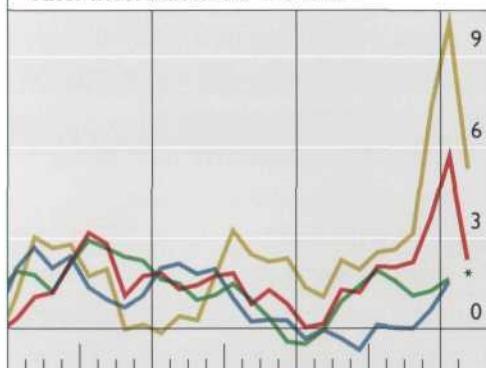
...l'intervento deve accompagnarsi a una convincente manovra dei tassi d'interesse, altrimenti rischia di non avere successo



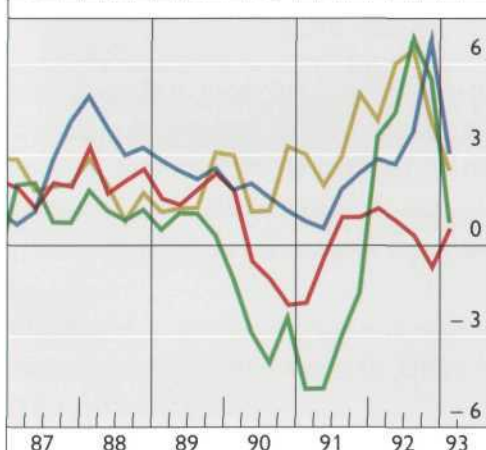
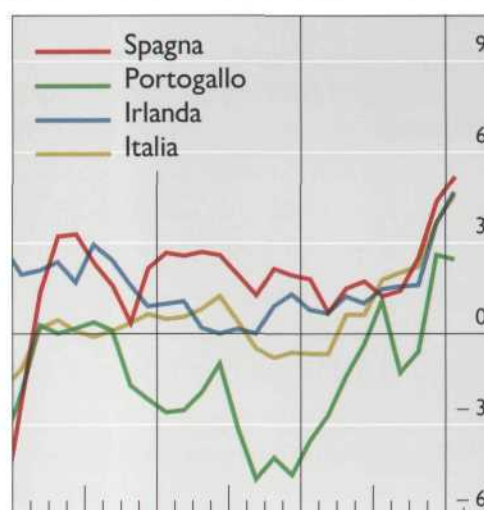
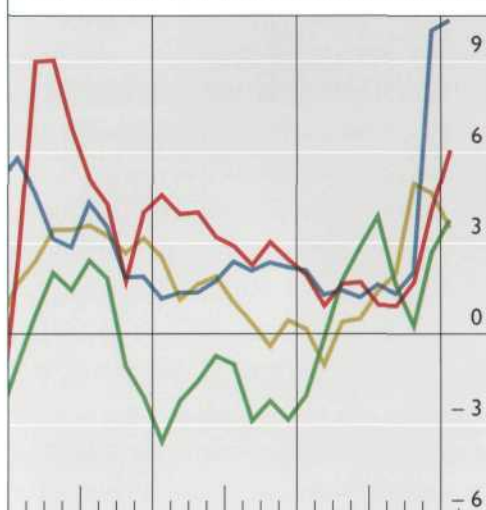
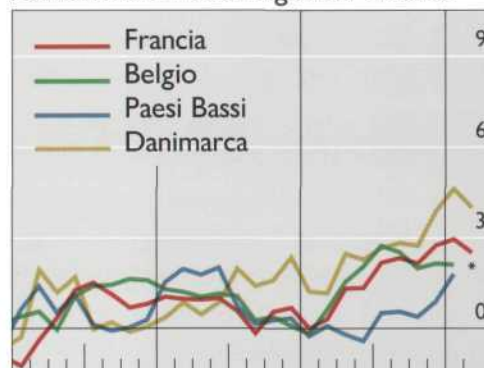
## Differenziali dei tassi d'interesse reali rispetto alla Germania occidentale<sup>1</sup>

Medie trimestrali, in punti percentuali

Tassi interbancari a tre mesi<sup>2</sup>



Rendimenti delle obbligazioni di stato<sup>3</sup>



\* Sulla base del tasso d'interesse medio per la prima metà del maggio 1993.

<sup>1</sup> Sulla base dell'inflazione dei prezzi al consumo relativi. <sup>2</sup> Per Portogallo e Svezia, buoni del Tesoro. <sup>3</sup> Obbligazioni di stato rappresentative (prevalentemente a scadenza decennale).

cambio. Nei paesi in cui tutte, o quasi tutte, queste variabili fondamentali apparivano in ordine – Francia, Danimarca e Belgio – la determinazione delle autorità si è rivelata sufficientemente forte da vincere i dubbi dei mercati.

La posizione della Germania era simmetrica a quella dei paesi le cui monete

La situazione di bilancio e le rivendicazioni salariali in Germania precludevano un deciso abbassamento dei tassi d'interesse tedeschi

L'unica opzione rimasta era quella del riallineamento ...

...ma l'incalzare degli avvenimenti ha impedito ai responsabili delle politiche di attuarlo in modo ordinato e globale

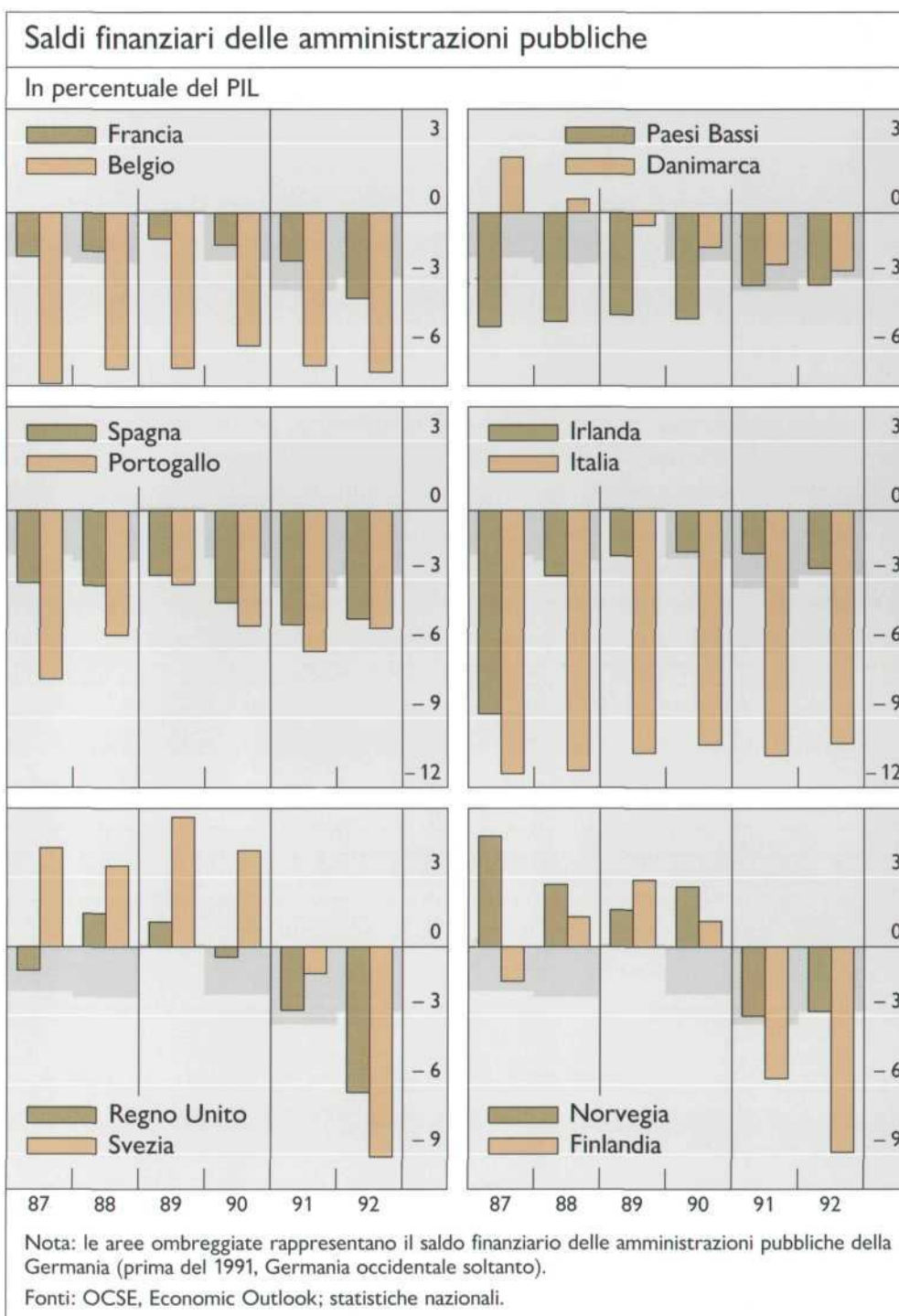
La crisi del mercato dei cambi europeo in sintesi

hanno subito pressioni al ribasso. La Bundesbank è intervenuta e ha anche fornito consistenti facilitazioni creditizie, specie nell'ambito degli AEC e attraverso altri meccanismi *ad hoc*, alle banche centrali che ne avevano l'esigenza. Nel settembre 1992 ha inoltre dato avvio ad un graduale allentamento della propria politica monetaria. Tuttavia, essendo la Germania alle prese con un tasso d'inflazione relativamente alto, con difficili negoziati salariali e con un elevato disavanzo di bilancio, i mercati non hanno creduto che la Bundesbank sarebbe stata disposta ad effettuare interventi di portata tale da compromettere durevolmente il suo obiettivo in termini di offerta di moneta, né ad allentare la propria politica monetaria con una rapidità tale da eliminare, o quanto meno da indebolire considerevolmente le pressioni sulle altre valute.

Di conseguenza, si era quasi completamente annullato lo spazio di manovra delle politiche: la sola via d'uscita concepibile era quella del riallineamento. Ma è stato anche comprensibilmente difficile dibattere la questione di un riallineamento generale in un contesto in così rapida evoluzione, in cui in particolare le valute venivano attaccate in successione. A complicare ancor più la situazione si aggiungeva il fatto che gli attacchi alle monete venivano sferrati per una molteplicità di ragioni. In ogni caso, per i responsabili delle politiche gli AEC erano divenuti ad un tempo il cardine del processo che doveva condurre a una maggiore unità e prosperità in Europa e, in molti casi, un importante caposaldo delle loro politiche monetarie antinflazionistiche. Ma il risultato di tutto ciò è stato che, quando la crisi è esplosa, si è rivelato impossibile trattare fin dall'inizio la questione di un generale riallineamento. La situazione delle singole monete ha dovuto quindi essere affrontata in sequenza, a mano a mano che esse venivano attaccate dalle forze del mercato. Questo approccio frazionato alla gestione della crisi ha fatto sì che le posizioni ufficiali si prestassero a essere travisate o riportate erroneamente. In un clima siffatto, non è stato difficile per i mercati avvertire – a ragione o a torto – disparità di opinione tra i vari governi e le varie istituzioni, un esercizio di congetture che probabilmente ha accentuato la gravità della crisi e la rapidità del suo evolversi.

Per concludere, specie nell'ambito dello SME, le turbolenze valutarie europee del 1992–93 sono fondamentalmente riconducibili al fatto che, nonostante la ragguardevole convergenza delle dinamiche inflazionistiche, i tassi di cambio reali di diversi paesi avevano assunto un assetto distorto, e ciò in un momento in cui le economie europee davano segni di più o meno accentuata debolezza e/o fragilità finanziaria. La combinazione delle politiche in Germania ha poi reso più difficile il punto di partenza per la manovra dei tassi d'interesse in quei paesi che dovevano difendere le rispettive monete. Nello stesso tempo era fondamentalmente improbabile – quantunque in teoria non impossibile – che adeguate pressioni all'aggiustamento dei costi interni resolvesero in tempo i disallineamenti dei tassi di cambio reali. Sempre in teoria, siffatte pressioni all'aggiustamento interno – in economie che stavano perseguendo politiche volte a migliorare la flessibilità dei meccanismi di mercato – avrebbero potuto parimenti risolvere il problema della disoccupazione. Quand'anche tutto ciò fosse stato possibile, sarebbe occorso tempo. I mercati dei cambi – incitati dall'improvviso e inatteso manifestarsi di un debole consenso popolare al trattato di Maastricht – hanno di fatto deciso di non concedere il tempo





per ulteriori aggiustamenti. Non mancavano comunque, in un certo numero di paesi, esempi di insuccesso delle politiche di bilancio e salariali, o prospettive di un tale insuccesso.

E così i mercati hanno sferrato la loro offensiva, in diverse e distinte riprese e con effetti davvero notevoli: al punto che, nonostante la portata geograficamente limitata all'Europa, non è probabilmente esagerato affermare che nel periodo che va dagli ultimi mesi del 1991 ai primi mesi di quest'anno si è assistito alla più grave ed estesa crisi valutaria dopo il crollo del sistema di Bretton Woods, venti anni orsono.

## 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, sia alle riunioni dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci. Essa ha anche contribuito ai lavori dei Sostituti dei Ministri e dei Governatori del Gruppo dei Dieci sui movimenti internazionali di capitali e sui mercati dei cambi. 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 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 su una vasta gamma di temi. Come in passato, essa ha anche assicurato i servizi di Segretariato per vari comitati e gruppi di esperti; inoltre, al fine di migliorarne il coordinamento e di promuoverne l'attività, la Banca ha istituito un Segretariato per la Cooperazione tra banche centrali.

Il Comitato permanente per l'euromercato ha continuato a seguire regolarmente gli sviluppi dell'attività bancaria e finanziaria internazionale e ad esaminare questioni concernenti il funzionamento e la stabilità dei mercati dei capitali. In particolare, il Comitato ha discusso l'impatto esercitato sugli operatori e sui singoli comparti del mercato dalle turbolenze sui mercati valutari e monetari verificatesi nell'autunno scorso. Esso ha passato in rassegna e analizzato le varie implicazioni dei recenti sviluppi nelle relazioni interbancarie internazionali, e in particolare l'aumento delle contrattazioni in strumenti finanziari derivati. Inoltre il Comitato ha intrapreso lavori destinati a migliorare la sorveglianza globale dell'attività sui mercati degli strumenti derivati, secondo le raccomandazioni contenute nel rapporto "Recent Developments in International Interbank Relations", elaborato da un gruppo di lavoro composto da funzionari delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e pubblicato dalla Banca nell'ottobre 1992. La Banca ha altresì continuato a raccogliere, elaborare e pubblicare dati statistici sull'andamento dell'attività bancaria internazionale e dei mercati finanziari internazionali.

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha proseguito i lavori sul coordinamento delle procedure di vigilanza internazionale e nel luglio 1992 ha



pubblicato una serie di requisiti minimi da applicarsi alla vigilanza dei gruppi bancari internazionali e dei loro stabilimenti all'estero. Tali requisiti, che rafforzano il Concordato di Basilea del maggio 1983, sono stati adottati nell'ottobre 1992 dai rappresentanti di oltre cento organi di vigilanza che hanno partecipato alla settima conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria svoltasi in Francia. Sono in corso diverse iniziative della comunità dei responsabili della vigilanza bancaria internazionale per dare attuazione a tali requisiti. Sono inoltre proseguiti i lavori su un certo numero di altre importanti questioni, e nell'aprile 1993 il Comitato ha pubblicato, a fini di consultazione, un pacchetto di proposte riguardanti la compensazione, i rischi di mercato e il rischio di tasso d'interesse, di cui i primi due costituiscono un'elaborazione dell'Accordo di Basilea sui coefficienti patrimoniali del luglio 1988. Nel giugno di quest'anno il Signor E. Gerald Corrigan, Presidente del Comitato di Basilea dal giugno 1991, lascerà tale carica, venendo a cessare le sue funzioni di Presidente della Federal Reserve Bank di New York.

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento ha tenuto due riunioni nel 1992 per una disamina dell'evoluzione degli schemi nazionali e internazionali di pagamento, compensazione e regolamento nei paesi del Gruppo dei Dieci. Sono stati oggetto di attenzione i meccanismi di pagamento e di regolamento esistenti e in corso di sviluppo che stabiliscono collegamenti tra i sistemi dei diversi paesi, quali gli schemi di compensazione internazionale e multivalutaria. Il Comitato ha inoltre esaminato i rapporti elaborati dai suoi gruppi di lavoro. Il rapporto finale di uno di questi gruppi, intitolato "La consegna contro pagamento nei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli" è stato pubblicato dalla Banca nel settembre 1992. I lavori vertono attualmente sul regolamento internazionale delle operazioni in titoli e sulle misure che le banche centrali potrebbero adottare per migliorare l'efficienza e ridurre i rischi derivanti dal regolamento di transazioni internazionali e multivalutarie. E' anche in fase di preparazione una nuova edizione del rapporto sui sistemi di pagamento nei paesi del Gruppo dei Dieci (il "Libro rosso"). Dati statistici aggiornati sui sistemi di pagamento in questi paesi sono stati pubblicati dalla BRI nel dicembre 1992.

Il Servizio per i paesi dell'Europa orientale e gli organismi internazionali ha intensificato la propria attività di coordinamento dell'assistenza tecnica e di formazione professionale prestata da un numero crescente di banche centrali alle istituzioni omologhe nei paesi dell'Europa orientale e nelle repubbliche dell'ex Unione Sovietica. Il Servizio ha inoltre continuato a organizzare riunioni e seminari per i rappresentanti della maggior parte di queste banche centrali. E' stata altresì intensificata la cooperazione con altre organizzazioni internazionali, segnatamente con il FMI, per quanto concerne in particolare lo scambio di informazioni e la partecipazione a programmi di assistenza tecnica e di formazione professionale. La BRI assieme ad altre cinque organizzazioni internazionali (la Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo, la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, la Commissione delle Comunità europee, il Fondo monetario internazionale e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico) ha creato il "Joint Vienna Institute" (JVI), che ha cominciato a operare nel settembre 1992. Il compito di questo Istituto è di

concorrere alla formazione in particolare di pubblici funzionari ma anche di dirigenti del settore privato dell'Europa orientale, dell'ex Unione Sovietica e di un certo numero di paesi dell'Asia, nelle aree essenziali al funzionamento di un'economia di mercato. Agli inizi del 1993 il Servizio ha organizzato corsi specifici attinenti all'attività di banca centrale, con la partecipazione di relatori della BRI e di varie altre banche centrali.

Il Gruppo di esperti di informatica ha completato la fase finale del suo studio sulle reti e sui sistemi elaborativi che costituiscono l'infrastruttura tecnica dei principali sistemi di pagamento nei paesi del Gruppo dei Dieci; questa fase è consistita nell'analizzare i vari fattori che concorrono ad assicurare sia la continuità del servizio sia l'integrità e riservatezza dei dati. Il Gruppo ha esaminato in modo approfondito le seguenti tematiche: individualizzazione delle risorse informatiche, produttività dei sistemi e servizi informativi, nonché sviluppo dei sistemi informativi interni nel contesto di un crescente numero di scambi internazionali. Il Gruppo di lavoro sulle questioni di sicurezza ha effettuato uno studio dei collegamenti esterni che le banche centrali intrattengono per lo scambio di dati al di fuori dello schema dei sistemi di pagamento e ha individuato i rischi potenziali insiti in ciascun tipo di scambio. Esso intende ora definire appropriate misure per la gestione e il controllo di tali rischi.

Il Gruppo di esperti sulle questioni relative alla banca dei dati monetari ed economici ha concentrato la propria attenzione sui servizi della banca dei dati della BRI che riguardano le banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci. Sono stati esaminati i miglioramenti compiuti nella tempestività e nel controllo di qualità delle serie statistiche, e sono state concordate nuove iniziative. E' continuata inoltre la disamina delle questioni inerenti alla sicurezza dell'informazione, con particolare riferimento alle procedure di telecomunicazione con le istituzioni partecipanti. Oltre a ciò, la BRI ha riferito sui progressi compiuti nell'ampliare il campo di rilevazione delle statistiche della banca dei dati, in particolare mediante convenzioni bilaterali per lo scambio di dati con le banche centrali di paesi esterni al Gruppo dei Dieci.

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 per la cooperazione monetaria nella Comunità e sta attualmente svolgendo in campo monetario i lavori preparatori per il passaggio alla seconda e alla terza fase dell'unione economica e monetaria, conformemente al Trattato di Maastricht. Un rendiconto dettagliato delle attività del Comitato dei Governatori è contenuto nel Rapporto annuale del Comitato stesso sottoposto al Parlamento europeo, al Consiglio delle Comunità europee e al Consiglio europeo. Il Rapporto più recente è stato pubblicato nell'aprile 1993 e tratta essenzialmente gli sviluppi del 1992.\*

\* Copie dei Rapporti annuali del Comitato dei Governatori possono essere ottenute dai residenti della Comunità presso le rispettive banche centrali nazionali e dai residenti di paesi extra-comunitari presso il Segretariato del Comitato dei Governatori.



## 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<sup>1</sup>. 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.

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 aumentato da circa ECU 46,3 miliardi il 1° aprile 1992 a ECU 51 miliardi il 31 marzo 1993. L'espansione di 4,7 miliardi registrata nel corso dell'anno è dovuta principalmente a un incremento degli apporti di riserve in dollari USA ricevuti da banche centrali della CEE e a un apprezzamento del dollaro USA rispetto all'ECU.

Per quanto concerne le operazioni finanziarie attive e passive della Comunità ai sensi del Regolamento del Consiglio (CEE) N. 1969/88, che modifica il meccanismo dei prestiti comunitari destinati al sostegno delle bilance dei pagamenti degli stati membri<sup>2</sup>, i cui particolari sono riportati nella cinquantaseiesima, 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 dal mutuatario, ossia la Grecia, e a trasferire ai creditori della Comunità gli importi dovuti per interessi, commissioni e spese sui prestiti in essere.

L'Agente ha inoltre effettuato le transazioni finanziarie connesse al rimborso da parte della Grecia dei seguenti prestiti alle date di scadenza finali:

- valuta 3 dicembre 1992, FS 227.000.000, 1986–92 al 4<sup>7/8</sup>% annuo, corrispondente all'emissione di notes di pari ammontare e con uguale tasso;
- valuta 30 dicembre 1992, DM 300.000.000, 1987–93 al 5<sup>3/8</sup>% annuo, corrispondente all'emissione di notes di pari ammontare e con uguale tasso;
- valuta 29 gennaio 1993, ECU 150.000.000, a tasso variabile 1988–93 (terza tranche del prestito 1988–91–92–93 per ECU 350.000.000 in tre tranches) corrispondente alla terza tranche dell'emissione di notes al 7<sup>1/2</sup>% annuo per lo stesso ammontare;
- valuta 2 marzo 1993, ¥ 25.000.000.000, 1987–93 al 4<sup>3/4</sup>% annuo, corrispondente all'emissione di notes di pari ammontare e con uguale tasso, e
- valuta 4 marzo 1993, \$ USA 250.000.000, 1987–93 al 7<sup>1/4</sup>% annuo, corrispondente all'emissione di notes di pari ammontare e con uguale tasso.

Inoltre, in base alla decisione del Consiglio delle Comunità europee del 18 gennaio 1993 e ai sensi del summenzionato Regolamento del Consiglio (CEE)

<sup>1</sup> Per una descrizione della struttura e delle funzioni del Fondo, si veda la cinquantaquattresima Relazione annuale, pagine 175–178.

<sup>2</sup> 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.

N. 1969/88, la Comunità ha concesso alla Repubblica italiana un prestito suddiviso in quattro *tranches* per un totale di ECU 8 miliardi, o l'equivalente in altre valute; la prima *tranche* di ECU 2 miliardi è stata messa a disposizione dell'Italia nel marzo 1993 e comprende i seguenti due prestiti: DM 2.900.000.000, 1993–2000 al 6½% annuo e ECU 500.000.000, 1993–96 al 7⅞% annuo.

Le transazioni finanziarie connesse a queste due operazioni sono state effettuate rispettivamente con valuta 10 e 11 marzo 1993.

La tabella che segue riporta, alla data del 31 marzo 1993, il totale in essere delle operazioni di prestito della Comunità.

Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1993		
Paesi mutuatari	Marchi tedeschi	ECU
	in milioni	
Grecia	536	940
Italia	2.900	500
Totale	3.436	1.440

*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 di successivi accordi stipulati tra l'Associazione Bancaria per l'ECU (ABE) di Parigi 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. Alla data del 31 marzo 1993 il numero delle banche di compensazione ammontava a quarantaquattro.

*c) Fiduciario per i prestiti governativi internazionali*

Dal 1953 e sostanzialmente fino al 1980, la Banca ha svolto le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni di conversione e di consolidamento emesse dal governo della Repubblica federale di Germania a fronte dei Prestiti Dawes e Young, in conformità dell'Accordo di Londra del 27 febbraio 1953 sui debiti esteri tedeschi. Come menzionato nella sessantaduesima Relazione annuale della Banca del giugno 1992, il governo della Repubblica federale di Germania – in seguito alla riunificazione tedesca, il 3 ottobre 1990, e in considerazione degli obblighi assunti nel quadro dell'Accordo di Londra sul regolamento degli arretrati in conto interessi per il periodo 1944–1952 – ha lanciato tredici nuove emissioni di obbligazioni di consolidamento relativamente ai Prestiti Dawes e Young (1990–2010), i cui dettagli sono riportati nella tabella che segue. A richiesta delle autorità tedesche, la Banca ha nuovamente assunto talune funzioni di Fiduciario per queste obbligazioni.

\* Per una descrizione della struttura e del funzionamento del sistema di compensazione, si veda la cinquantaseiesima Relazione annuale, pagina 184.



Prestito Dawes			Prestito Young		
Obbligazioni di consolidamento 3%, 1990–2010			Obbligazioni di consolidamento 3%, 1990–2010		
Valore nominale		Emissione	Valore nominale		Emissione
\$ USA	15.400.000	americana	\$ USA	16.300.000	americana
£	1.500.000	{ belga, francese, olandese e svizzera in sterline	FB	45.000.000	belga
			£	4.600.000	britannica
			FF	86.000.000	francese
			FL	14.000.000	olandese
£	2.400.000	britannica	Kr.S	24.000.000	svedese
Kr.S	4.100.000	svedese	FS	16.500.000	svizzera
FS	3.500.000	svizzera	DM	8.500.000	tedesca

Interesse: 3% annuo dal 3 ottobre 1990, con pagamento semestrale posticipato il 3 aprile e il 3 ottobre.

Scadenza: venti anni, con scadenza finale il 3 ottobre 2010.

Rimborso: soggetto a un periodo di grazia di cinque anni; dal 3 ottobre 1995 i rimborsi saranno effettuati annualmente mediante riacquisto o sorteggio, in quest'ultimo caso per la prima volta il 3 ottobre 1996.

Le modalità per il servizio di queste nuove emissioni differiscono parzialmente, nei loro aspetti tecnici, da quelle applicate in precedenza. In particolare, i titoli materiali sono stati in gran parte sostituiti da obbligazioni smaterializzate. Le autorità tedesche hanno comunque confermato per iscritto alla Banca che i titolari di obbligazioni di consolidamento smaterializzate, detenute presso conti-titoli collettivi, non sono in alcun modo svantaggiati rispetto ai detentori di titoli materiali.

Per le diverse emissioni dei prestiti Dawes e Young sono stati designati i seguenti Agenti di conversione, i quali fungeranno altresì da Agenti pagatori per i titoli materiali:

Belgio: Banque Bruxelles Lambert S.A., Bruxelles

Francia: Crédit Lyonnais, Parigi

Germania: Deutsche Bundesbank, Francoforte s/M

Paesi Bassi: ABN-AMRO Bank N.V., Amsterdam

Svezia: Skandinaviska Enskilda Banken, Stoccolma

Svizzera: Schweizerische Kreditanstalt, Zurigo

Regno Unito: Bank of England, Londra

Stati Uniti: (le relative negoziazioni non si sono ancora concluse).

L'Amministrazione tedesca del debito federale (Bundesschuldenverwaltung, BSV) ha informato la Banca che fino al 31 marzo 1993 solo novantatré creditori avevano optato per l'emissione di titoli materiali. La Deutsche Bundesbank ha parimenti assunto le funzioni di Agente pagatore per tutte le obbligazioni smaterializzate delle varie emissioni; essa ha notificato alla Banca di aver versato circa DM 12,8 milioni ai detentori di obbligazioni alle date di scadenza degli interessi dal 3 aprile 1991 al 3 ottobre 1992 compreso.

Alle obbligazioni di consolidamento del Prestito Young è applicabile la clausola della garanzia di cambio contemplata nell'Allegato I, paragrafo A 2(e) dell'Accordo di Londra del 1953. I dettagli relativi al calcolo dei

valori di consolidamento, effettuati su tale base dalle autorità tedesche per la conversione nelle nuove obbligazioni di consolidamento del Prestito Young, in particolare il fattore di conversione e i valori di rimborso per la data di scadenza degli interessi del 3 aprile 1991, sono contenuti nell'Offerta di regolamento (ottobre 1991). Per le date di scadenza degli interessi rispettivamente del 3 ottobre 1991, 3 aprile e 3 ottobre 1992 e 3 aprile 1993, i valori di rimborso e di conversione aggiornati sono stati pubblicati dalla BSV nella gazzetta ufficiale tedesca.

La Banca ha ribadito le sue precedenti riserve in merito all'applicazione della clausola di garanzia di cambio per il Prestito Young da parte della BSV e ha sottolineato che tali riserve, in particolare per quanto concerne la possibilità di pagamenti addizionali, si estendono anche alle obbligazioni di consolidamento 1990–2010 di nuova emissione. Per maggiori dettagli si rimanda alla cinquantesima Relazione annuale della Banca del giugno 1980 (pagine 171–173), nonché al comunicato da essa pubblicato su diversi giornali finanziari del 30–31 maggio 1980.

### 3. Assistenza finanziaria multilaterale alle banche centrali

In aggiunta agli accordi bilaterali di credito conclusi dalla BRI con banche centrali, nell'esercizio sotto rassegna essa ha nuovamente accordato una facilitazione multilaterale alla Banca Nazionale di Romania. Questa transazione a brevissimo termine è stata allestita sotto forma di prestito di prefinanziamento per un totale di ECU 76 milioni, di cui ECU 61,2 milioni sono stati messi a disposizione dalla BRI ed ECU 14,8 milioni dalla KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau) della Germania; la quota della BRI era assistita dalla garanzia di dieci banche centrali della CEE. Questa operazione era finalizzata a prefinanziare un prestito accordato alla Repubblica di Romania dalla Comunità europea per coprire il disavanzo della bilancia dei pagamenti.

### 4. Operazioni del Dipartimento bancario

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca, certificati dai Revisori dei conti, sono riportati alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro\*.

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
1989	42.234	+ 4.083	+11
1990	41.291	– 943	– 2
1991	45.719	+ 4.428	+11
1992	47.961	+ 2.242	+ 5
1993	59.966	+12.005	+25

\* 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.



Al 31 marzo 1993, ossia alla chiusura dell'esercizio 1992-93, il totale di bilancio ammontava a	F. oro	59.966.449.459
contro al 31 marzo 1992	F. oro	47.961.052.059
L'incremento di	F. oro	12.005.397.400

è il più forte registrato finora dalla Banca nel corso di un esercizio.

Questo aumento è dovuto a un'espansione delle risorse in valuta; senza gli effetti delle variazioni di cambio esso sarebbe persino risultato leggermente maggiore. In termini di franchi oro, il marco e lo yen si sono apprezzati rispettivamente dell'1 e del 14%, mentre la sterlina e l'ECU si sono deprezzati del 14 e del 4%.

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.

Il totale dell'oro in custodia ammontava a 1.059 milioni di franchi oro al 31 marzo 1993, rispetto a 1.246 milioni di franchi oro al 31 marzo 1992.

## 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				
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
1993	1.745	56.515	1.706	59.966

### 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.

Ad eccezione del Fondo di riserva legale, che rimane invariato, si propone di aumentare gli altri fondi di riserva nel modo seguente:

1) Fondo di riserva legale	F. oro	30.070.313
----------------------------	--------	------------

Il totale di questo Fondo 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 l'esercizio 1992-93 F. oro 703.116.157

Questo Fondo era stato portato a 672,8 milioni di franchi oro al 31 marzo 1992; si propone di trasferire un ammontare di 30,3 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 1992-93 F. oro 47.530.055

contro 42,5 milioni di franchi oro al 31 marzo 1992; ciò rappresenta un aumento di 5 milioni di franchi oro, sempre mediante trasferimento dall'utile netto.

- 4) Fondo di riserva libero  
dopo la ripartizione dell'utile netto  
per l'esercizio 1992-93 F. oro 668.766.872

Si propone di aumentare questo Fondo da 603,1 milioni di franchi oro a 668,8 milioni, mediante il trasferimento di 65,7 milioni dall'utile netto.

Il totale delle riserve della Banca verrà pertanto  
accresciuto a F. oro 1.449.483.397  
contro 1.348,5 milioni al 31 marzo 1992, mediante il trasferimento di un ammontare complessivo di 101 milioni di franchi oro dall'utile netto dell'esercizio 1992-93. Alla fine dell'esercizio precedente le riserve erano state aumentate di 87 milioni.

#### B. Fondi ricevuti in prestito

Le tabelle che seguono indicano l'origine, la natura e la scadenza delle risorse finanziarie ricevute dalla Banca.

BRI: origine delle risorse finanziarie esterne			
Origine	Esercizi chiusi al 31 marzo		Variazione
	1992	1993	
	in milioni di franchi oro		
Depositi di banche centrali	43.204	54.686	+11.482
Depositi di altri depositanti	1.662	1.829	+ 167
Totale	44.866	56.515	+11.649

L'attività della Banca è stata contrassegnata da una fortissima espansione, pari al 26%, delle risorse ricevute, allorché nel corso del precedente esercizio esse erano aumentate solo del 4,7%.



L'espansione dei depositi, dovuta principalmente a un incremento del 27% nelle disponibilità delle banche centrali, ha anche rispecchiato un afflusso di depositi da altri depositanti (+10%).

Al 31 marzo 1993, la quota dei "Depositi di banche centrali" sul totale dei fondi ricevuti in prestito ammontava al 96,8%, rispetto al 96,3% alla fine del precedente esercizio. I fondi collocati da altri depositanti rappresentavano solo il 3,2% del totale, contro il precedente 3,7%.

L'aumento delle risorse in valuta è dovuto soprattutto ai nuovi depositi in dollari USA; nel corso dell'esercizio il totale dei depositi in questa valuta si è accresciuto del 47%. Va altresì notato che la quota delle risorse in dollari USA sul totale dei depositi in valuta raggiunge ora il 60%, contro il 53% all'inizio dell'esercizio; d'altra parte, quella del marco – seconda posta in ordine d'importanza – che era rimasta stabile al 24% durante i primi undici mesi dell'esercizio, è scesa al 21% nel marzo 1993. I depositi in ECU sono diminuiti fortemente e non rappresentano che il 5% delle risorse in valuta, rispetto al 12% nel precedente esercizio.

BRI: natura e scadenza delle risorse finanziarie esterne									
Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valute			Totale		
	Esercizi chiusi al 31 marzo		Variazione	Esercizi chiusi al 31 marzo		Variazione	Esercizi chiusi al 31 marzo		Variazione
	1992	1993		1992	1993		1992	1993	
	in milioni di franchi oro								
A vista	4.562	4.334	−228	1.862	1.845	− 17	6.424	6.179	− 245
Fino a tre mesi	9	30	+ 21	37.853	49.437	+11.584	37.862	49.467	+11.605
A oltre tre mesi	−	3	+ 3	580	866	+ 286	580	869	+ 289
Totale	4.571	4.367	−204	40.295	52.148	+11.853	44.866	56.515	+11.649

I depositi in oro si sono ridotti del 4%, mentre quelli in valuta sono aumentati del 29%; le due poste rappresentano rispettivamente il 7,7 e il 92,3% del totale dei fondi ricevuti in prestito, contro il 10,2 e l'89,8% al 31 marzo 1992.

In termini di scadenza delle risorse ricevute, vi è stata una flessione dei depositi a vista, mentre sono aumentati i depositi fino a tre mesi e a oltre tre mesi.

L'espansione dei depositi va attribuita principalmente alla categoria con scadenza fino a tre mesi (+31%), sebbene in termini percentuali l'aumento dei depositi a oltre tre mesi sia stato più pronunciato (+50%).

Rispetto al totale dei fondi ricevuti, la quota dei depositi a vista ammonta al 10,9%, contro il 14,3% al 31 marzo 1992, quella dei depositi fino a tre mesi all'87,5%, contro l'84,4%, e quella dei depositi a più lunga scadenza all'1,6%, contro l'1,3%.

#### a) Depositi in oro

F. oro 4.367.255.684

Questa posta ammontava a 4.571 milioni di franchi oro al 31 marzo 1992. La contrazione di 204 milioni è dovuta al calo dei depositi a vista, compensato in parte da un aumento nel totale dei depositi a termine.

b) *Depositi in valute* F. oro 52.147.751.915

contro 40.295 milioni di franchi oro al 31 marzo 1992. L'incremento di 11.853 milioni rispecchia, per la maggior parte, un andamento parallelo dei depositi fino a tre mesi e, in minor misura, di quelli a più lunga scadenza.

C. *Altre passività*

Il totale delle altre passività ammonta a F. oro 1.706.255.338  
contro 1.451 milioni di franchi oro al 31 marzo 1992.

a) *La posta "Sistema previdenziale del Personale"*  
*ammonta a* F. oro 172.105.388

contro 158 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio. Questa posta, che rappresenta le passività della Banca a titolo di pensioni del personale, è denominata in franchi svizzeri; il relativo ammontare è cresciuto durante l'esercizio.

b) *La posta "Partite varie" è salita a* F. oro 1.495.254.533  
contro 1.260 milioni di franchi oro al 31 marzo 1992.

c) *Dividendo pagabile il 1° luglio 1993* F. oro 38.895.417

L'aumento del dividendo da 200 a 240 franchi svizzeri per azione è all'origine dell'incremento di questa posta. Si propone di accantonare il relativo importo dall'utile netto per l'esercizio 1992-93; esso si raffronta a un ammontare di 32,5 milioni di franchi oro attinto dall'utile netto nel precedente esercizio.

Il Conto profitti e perdite presenta un utile netto, prima della ripartizione, di 139.895.417 franchi oro, che si propone di ripartire in conformità delle disposizioni dell'Articolo 51 dello Statuto. I particolari della ripartizione sono riportati nel paragrafo 5 di questo capitolo.

L'utile netto dell'esercizio precedente ammontava a 119,5 milioni di franchi oro.

## Attivo (impiego delle risorse)

La tabella che segue fornisce la composizione delle attività della Banca in base alla loro natura.

Parallelamente agli sviluppi dal lato delle risorse, vi è stata una contrazione delle attività in oro e un sensibile aumento di quelle in valute.

a) *Attività a vista in oro* F. oro 4.726.895.651

contro 4.808 milioni di franchi oro al 31 marzo 1992. La contrazione di 81 milioni di questa posta corrisponde alla differenza tra i prelievi di oro effettuati dalle banche centrali e i rimborsi di depositi a termine collocati sul mercato e giunti a scadenza (si veda il punto d)).

b) *Cassa in contanti e conti a vista presso banche* F. oro 7.557.219

contro 12 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio.



BRI: evoluzione degli impieghi e di altre attività, per tipologia						
Tipologia	Esercizi chiusi al 31 marzo				Variazione	
	1992		1993			
	in milioni di franchi oro					
Attività a vista						
oro	4.808		4.727		— 81	
valute	12	4.820	8	4.735	— 4	— 85
Buoni del Tesoro	3.623		2.175		— 1.448	
Depositi vincolati e anticipazioni						
oro	460		413		— 47	
valute	31.588	32.048	41.184	41.597	+ 9.596	+ 9.549
Titoli di stato e altri titoli	7.458		11.428		+ 3.970	
Partite varie	12		31		+ 19	
Totale						
oro	5.268		5.140		— 128	
valute	42.693	47.961	54.826	59.966	+12.133	+12.005

c) Buoni del Tesoro F. oro 2.175.383.708

Il relativo portafoglio ammontava a 3.623 milioni di franchi oro al 31 marzo 1992. Durante l'esercizio il volume e la composizione di questa posta hanno avuto notevoli oscillazioni. Gli acquisti di buoni del Tesoro sono stati effettuati su diversi mercati.

d) Depositi vincolati e anticipazioni F. oro 41.596.864.761

contro 32.048 milioni di franchi oro al 31 marzo 1992. L'aumento di 9.549 milioni, ossia del 30%, corrisponde alla differenza tra la diminuzione dei depositi in oro e l'incremento di quelli in valuta.

— In oro F. oro 412.988.974

contro 460 milioni di franchi oro al 31 marzo 1992, con una flessione di 47 milioni nel corso dell'esercizio.

— In valute F. oro 41.183.875.787

contro 31.588 milioni di franchi oro al 31 marzo 1992. L'aumento delle risorse in valute si è tradotto essenzialmente in un'espansione di questa voce, accresciutasi di 9.596 milioni.

e) Titoli di stato e altri titoli F. oro 11.428.278.309

Questa posta ammontava a 7.458 milioni di franchi oro al 31 marzo 1992 e registra quindi un aumento di 3.970 milioni. Il relativo portafoglio è costituito da titoli acquistati su vari mercati.

Rispecchiando la composizione delle risorse ricevute, anche le attività sono denominate per la maggior parte in dollari, seguiti da marchi, mentre la quota delle altre valute è decisamente inferiore.

Va altresí notato che alla flessione di 128 milioni di franchi oro nel totale delle attività in oro fa riscontro un calo di 204 milioni nel totale delle passività in oro. La differenza di 76 milioni rispecchia un corrispondente aumento delle operazioni a termine in oro, di cui si fa menzione in seguito.

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
	1992	1993	
	in milioni di franchi oro		
Fino a tre mesi	32.083	43.649	+11.566
A oltre tre mesi	7.423	9.376	+ 1.953
Totale	39.506	53.025	+13.519

Da un esame della scadenza di tutti gli impieghi effettuati, si rileva un aumento del 36,1% negli investimenti con scadenza non superiore a tre mesi e del 26,3% degli impieghi a piú lungo termine.

La quota degli impieghi fino a tre mesi ammonta all'82,3% e quella delle operazioni con scadenza a oltre tre mesi al 17,7% del totale di queste due poste, a fronte dell'81,2 e 18,8% rispettivamente al 31 marzo 1992.

f) *Partite varie* F. oro 31.469.810  
contro 12 milioni di franchi oro al 31 marzo 1992.

#### *Operazioni a termine in oro*

Queste operazioni, che sono indicate nella nota 2 in calce al Bilancio, registrano un saldo negativo di F. oro 110.573.384

Alla fine dell'esercizio precedente questa voce presentava parimenti un saldo negativo, pari a 34,3 milioni di franchi oro. Tali operazioni comportano il rimborso di un quantitativo di oro alla scadenza da parte della Banca.

## 5. Utile netto e relativa ripartizione

I conti relativi al sessantatreesimo esercizio, chiuso il 31 marzo 1993, presentano un risultato netto di gestione di 162.427.719 franchi oro, a fronte di 134.110.445 franchi oro per l'esercizio precedente. Il risultato è al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 49.255.621 franchi oro; l'aumento del 7% rispetto all'importo di 46.056.417 franchi oro dell'esercizio precedente rispecchia l'apprezzamento, per gran parte dell'anno, 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 di fatto inferiore al 3%.



Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 3.295.256 franchi oro all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e di integrare – mediante un ulteriore trasferimento di 19.237.046 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 manutenzione degli stabili della Banca e di finanziare vari progetti che comportano spese in immobilizzazioni tecniche. Dedotti questi trasferimenti, l'utile netto ammonta a 139.895.417 franchi oro, contro 119.460.160 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 139.895.417 franchi oro nel modo seguente:

- (a) un importo di 38.895.417 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 240 franchi svizzeri per azione;
- (b) un importo di 30.300.000 franchi oro al Fondo di riserva generale;
- (c) un importo di 5.000.000 franchi oro al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
- (d) un importo di 65.700.000 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 1993 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1993.

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 rispecchiano in modo veritiero e imparziale, sulla base di quanto specificato alla nota 1, la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1993 e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei Revisori Price Waterhouse è riportata in calce al Bilancio.

## 6. Banche centrali azioniste

Come conseguenza della riacquistata indipendenza dei tre stati baltici, nel giugno 1992 è stato riattivato lo status delle banche centrali di Estonia, Lettonia e Lituania in qualità di membri della BRI. All'Assemblea generale ordinaria dello scorso anno, il Presidente del Consiglio di amministrazione della Banca ha potuto quindi dare il benvenuto ai rappresentanti di queste tre banche centrali azioniste che per la prima volta da oltre cinquant'anni partecipavano a un'Assemblea generale.

## 7. I cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione

Il Signor B. Dennis è stato rieletto in seno al Consiglio nel marzo 1993 e il mandato di Consigliere di Lord Richardson of Duntisbourne è stato riconfermato nell'aprile 1993. Il Dott. C. A. Ciampi ha cessato di essere membro del Consiglio alla fine dell'aprile 1993, avendo rassegnato le dimissioni dalla carica di Governatore della Banca d'Italia. Il suo successore, il Dott. A. Fazio, è divenuto membro di diritto del Consiglio con decorrenza dal 7 maggio 1993.

Il Signor F. Cappanera ha lasciato la Banca di Francia alla fine del settembre 1992 e il Signor A. Robert gli è subentrato nell'incarico di Sostituto del Signor de Larosière in assenza del Signor Lagayette. Il Signor P. Lagayette ha lasciato la Banca di Francia nel dicembre 1992 ed è stato sostituito dal Signor H. Hannoun nella carica di Sostituto del Signor de Larosière. Nell'aprile 1993 il Signor T. Clark è succeduto al Signor M. Foot nella carica di Sostituto del Signor Leigh-Pemberton.

Per quanto concerne la Direzione della Banca, il Dott. H.W. Mayer, Direttore Supplente, ha lasciato la Banca alla fine del giugno 1992. Il Dott. R. Filosa è stato nominato Direttore il 15 gennaio 1993. Il Prof. Dott. M. Giovanoli, Consigliere Giuridico della Banca, è stato nominato Direttore con decorrenza dal 1° aprile 1993. Con decorrenza dalla stessa data, il Dott. J. Bisignano è stato promosso al grado di Direttore Supplente e i Signori J. Bispham e D. Lefort a quello di Condirettore.

---

La Banca ha appreso con profondo cordoglio la notizia della scomparsa del Dott. G. Carli il 23 aprile 1993. Il Dott. Carli era stato Governatore della Banca d'Italia e aveva ricoperto la carica di membro di diritto del Consiglio dall'agosto 1960 all'agosto 1975.



## Conclusioni

Le esperienze del 1992 e dei primi mesi di quest'anno hanno fatto sorgere nuove questioni e posto in maggiore risalto taluni problemi di più antica data che verosimilmente domineranno il dibattito sulle politiche economiche negli anni a venire. Vi è, anzitutto, la questione di quale azione i responsabili delle politiche nei paesi industriali possano e debbano intraprendere di fronte a una crescita economica stentata, ove questa non paia essere semplicemente il risultato di una variazione ciclica "normale" intorno ad un accettato sentiero di crescita potenziale. Intimamente collegata è la questione fattuale se la disoccupazione sia destinata a crescere più o meno indipendentemente dalle temporanee fluttuazioni dell'attività economica. Qualora non si sappia apprestare alcun altro rimedio a questo duplice problema, vi è l'acuto pericolo che le forze protezionistiche prendano il sopravvento, non facendo che peggiorare la situazione.

Una seconda importante questione è se in molti paesi siano necessari sforzi ulteriori per porre su basi più sane il settore finanziario. Chiaramente, lo stato di salute del sistema finanziario dipende dall'andamento dell'economia reale, e a sua volta influisce su di esso, come i recenti sviluppi hanno messo bene in evidenza.

Una terza questione, fattasi più pressante nel 1992, concerne la natura della consulenza e del sostegno finanziario da fornire alle economie in trasformazione dell'Europa orientale. E' ormai generalmente ammesso che le difficoltà erano state ampiamente sottovalutate. Ma è altrettanto assodato che i paesi più avanzati nel processo di trasformazione hanno conseguito alcuni notevoli successi. In effetti, per taluni di essi il peggio potrebbe essere passato. Resta da vedere se questo nuovo realismo darà presto risultati anche altrove.

Una quarta questione riguarda i rapporti fra le monete, e specificatamente i problemi incontrati da differenti regimi di cambio in un mondo in cui gli aggiustamenti di portafoglio avvengono in modo praticamente istantaneo. Il potenziale d'impatto dei flussi privati di capitali sui movimenti dei mercati valutari è cresciuto enormemente negli ultimi dieci-quindici anni.

Sul versante degli sviluppi positivi, le questioni si pongono principalmente in termini di sostenibilità. Sarà possibile mantenere i bassi livelli di inflazione raggiunti in molti paesi? Si dimostreranno durevoli i miglioramenti strutturali e gli alti tassi di crescita realizzati in un gran numero di paesi in via di sviluppo?

Per quanto concerne il problema della crescita stentata nei paesi industriali e il modo in cui affrontarlo, è indubbio che in alcuni casi l'attuale recessione è la più profonda dell'ultimo mezzo secolo. La Finlandia è stata colpita in modo particolarmente grave in seguito alla perdita dei mercati d'esportazione nell'ex Unione Sovietica e a causa di seri problemi d'indebitamento nel settore

privato. La disoccupazione supera ora in quel paese il 15%, e si situa a livelli ancora più alti in Spagna e in Irlanda. Problemi strutturali di vario tipo hanno parimenti accentuato il rallentamento economico in Svezia e, in minor misura, in Australia e in Norvegia. I problemi connessi all'indebitamento e il ciclo dei prezzi delle attività reali sono stati individuati come fattori determinanti sia della lunga durata della recessione sia della lenta ripresa negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in diversi altri paesi. Laddove non emergono ancora indicazioni di un superamento del punto di svolta inferiore, va necessariamente rinviato ogni giudizio sull'esatta gravità dell'attuale recessione in raffronto a quelle del passato.

Tuttavia, il trarre da ciò la conclusione che quanto stiamo osservando in un paese dopo l'altro sia in effetti qualcosa di più che una normale contrazione ciclica, e stia chiaramente ad indicare un abbassamento permanente della crescita tendenziale del potenziale produttivo, non sarebbe del tutto congruente con quanto ci è finora dato di conoscere. Dopo tutto, nella maggior parte dei casi l'attuale rallentamento economico è seguito alla "più lunga e vigorosa fase espansiva della storia recente", una frase che è ricorsa così spesso da essere ancora viva nella memoria di ognuno. Vi sono altri argomenti che paiono militare contro un eccessivo pessimismo. La moderazione salariale e la ricostituzione delle quote di profitto, che avevano contribuito alla lunga durata della congiuntura favorevole negli anni ottanta, concorrono parimenti a spiegare la sorprendente resilienza degli investimenti delle imprese in macchine e attrezzature durante la recessione. In un certo numero di paesi il risparmio delle famiglie si è di recente rafforzato in misura significativa, accentuando ovviamente, nel breve termine, la caduta della domanda interna, ma contribuendo nel contempo a creare una più sana base finanziaria per la ripresa. Vi sono altresì indicazioni di una possibile accelerazione della crescita della produttività, non soltanto nel settore della trasformazione industriale ma anche nei servizi. Infine, sebbene i disavanzi pubblici siano aumentati durante la recessione, l'indirizzo di medio periodo delle politiche fiscali verso il consolidamento delle finanze pubbliche dovrebbe esercitare un effetto favorevole sulla fiducia degli operatori privati e sui tassi d'interesse a lungo termine.

Ben altra cosa è la tendenza ascendente della disoccupazione, particolarmente in Europa. Essa ha preso avvio negli anni settanta e ottanta, ed è stata accentuata in molti casi da una crescita delle forze di lavoro dovuta a più elevati saggi di partecipazione e, in alcuni paesi, a consistenti flussi d'immigrazione. Le prospettive di un'inversione della tendenza di lungo periodo appaiono poco confortanti, quand'anche si rafforzi la dinamica del prodotto e rimanga bassa l'inflazione. Talune iniziative volte ad attenuare i rigori della concorrenza sul mercato del lavoro europeo potrebbero addirittura aver aggravato la disoccupazione. Malgrado la ragguardevole moderazione salariale degli anni ottanta, vi sono scarse indicazioni di una maggiore flessibilità di fondo del mercato del lavoro. Alcuni esempi tratti da una copiosa serie di rigidità riscontrabili sul mercato del lavoro possono ben illustrare le questioni e le sfide che si pongono ai responsabili delle politiche. Assai spesso i salari sono fissati a livelli che non tengono sufficientemente conto della produttività. Gli



oneri contributivi e gli altri costi di manodopera extra-salariali sopportati dai datori di lavoro per finanziare provvidenze sociali di vario tipo sono saliti, in parecchi paesi europei, al 50% o più dei costi complessivi del lavoro, pregiudicando così la competitività internazionale delle imprese. Le elevate indennità di licenziamento, combinate con la bassa mobilità delle forze di lavoro, hanno fatto sì che gli occupati ("insiders") esercitino un'influenza sproporzionata o addirittura quasi esclusiva nel processo di contrattazione salariale. Ciò è osservabile in Spagna, dove lo scorso anno le retribuzioni reali hanno continuato ad aumentare pur in presenza di un andamento stagnante del prodotto e di un tasso di disoccupazione crescente.

Neanche l'adozione di misure non ortodosse pare avere costituito un efficace rimedio alla tendenza ascendente della disoccupazione. Alcuni paesi hanno introdotto sistemi di pre-pensionamento, o reso meno rigorosi i requisiti di idoneità per le pensioni di invalidità, ottenendo in tal modo un certo calo della disoccupazione. Sfortunatamente, tuttavia, ciò è spesso avvenuto a prezzo di maggiori disavanzi pubblici e di un più basso potenziale produttivo. Diversi paesi hanno adottato schemi di condivisione del posto di lavoro, ad esempio mediante un accorciamento della settimana lavorativa. Tuttavia, nella maggior parte dei casi gli effetti sulla disoccupazione sono stati relativamente modesti, a causa delle più elevate retribuzioni orarie o dell'incremento di produttività. Una maggiore flessibilità degli orari di lavoro ha accresciuto in molti paesi l'impiego di personale a tempo parziale, sebbene gran parte dell'aumento sia dovuto ad un maggiore afflusso di donne nelle forze di lavoro, oppure all'accettazione di un lavoro a orario ridotto da parte di disoccupati in cerca di un impiego a tempo pieno.

In generale, i sistemi flessibili di determinazione dei salari come quelli operanti negli Stati Uniti, in Giappone e in Austria sembrano offrire le migliori prospettive per un contenimento della disoccupazione, quantunque essi poggino su basi istituzionali assai differenti. Negli Stati Uniti e in Giappone i salari sono per lo più determinati a livello di azienda o di branca produttiva, e l'elevata sensibilità delle remunerazioni agli sviluppi del mercato del lavoro – cui contribuisce fra l'altro in Giappone un sistema flessibile di gratifiche o di partecipazione agli utili – ha consentito ad entrambi i paesi di assorbire *shocks* sfavorevoli e mutamenti tecnologici con incrementi limitati o solo temporanei della disoccupazione. In Austria le contrattazioni salariali avvengono a livello di settore, ma sono coordinate nel quadro di una politica globale dei redditi, in cui le rivendicazioni di reddito sono subordinate all'obiettivo generale di mantenere un tasso di cambio nominale fisso. Sistemi di questo tipo non possono tuttavia essere facilmente trapiantati in altri paesi. Per creare siffatte condizioni non basta ovviamente adottare specifici provvedimenti di mercato del lavoro; si tratta piuttosto di instaurare un generale spirito di realismo e di cooperazione, nonché una maggiore disponibilità ad avvalersi delle opportunità che i mercati hanno da offrire.

Crescita lenta e disoccupazione in aumento suscitano inevitabilmente lo spettro del protezionismo, specie quando si accompagnano ad un'erosione della competitività. I paesi industriali dell'Europa occidentale non devono più far fronte alla sola concorrenza degli Stati Uniti e del Giappone. Nuovi

concorrenti stanno emergendo, soprattutto nell'Estremo Oriente (e non soltanto le cosiddette "economie di recente industrializzazione"), ma anche nell'Europa orientale. Un aspetto importante della competitività è ovviamente l'evoluzione dei tassi di cambio reali. L'apprezzamento reale delle monete in Europa e l'ingente deprezzamento negli Stati Uniti a partire dal 1985 hanno fortemente influito sulle posizioni concorrenziali. Un temporaneo disallineamento dei tassi di cambio alimenta indubbiamente la sensazione che questo o quell'altro paese sia "troppo" competitivo, e tende quindi a favorire atteggiamenti protezionistici. Quanto all'efficacia del protezionismo stesso, il vecchio mito che le restrizioni all'importazione possono ridurre la disoccupazione è assai poco convincente. L'imposizione di limiti alle importazioni può sí salvare posti di lavoro nel breve periodo nei settori esposti alla concorrenza estera, ma a prezzo di perdite di impieghi in altri comparti. Le restrizioni accrescono inevitabilmente i costi e quindi comportano uno svantaggio concorrenziale per i produttori non protetti; il conseguente aumento dei prezzi riduce la capacità di spesa reale delle famiglie. Inoltre, le restrizioni provocano misure di ritorsione: un paese preso in un circolo vizioso di restrizioni commerciali di rappresaglia non farebbe che rimpiazzare posti di lavoro ad elevata remunerazione nei settori di maggiore successo con impieghi a basso salario in altri.

Di recente è stata data una certa rilevanza alle tesi secondo cui le economie di scala e le esternalità nei settori ad alta tecnologia possono legittimare interventi governativi nel commercio. Si tratta di considerazioni affini a quelle addotte per giustificare la protezione delle industrie nascenti, una delle più antiche eccezioni all'argomentazione in favore del libero scambio. Esse pongono giustamente in rilievo l'esigenza di vigilare al riguardo di un possibile uso, da parte dei *partners* commerciali, di restrizioni all'interscambio o di vincoli di altro tipo al fine di assicurarsi vantaggi a lungo termine. Ma passare alla conclusione che gli scambi di beni ad alta tecnologia debbano essere strettamente "amministrati" per impedire ai concorrenti di acquisire vantaggi di lungo periodo rappresenta un salto logico che ignora altre importanti considerazioni. In primo luogo, dato il ritmo con cui procede lo sviluppo dei prodotti nel settore ad alta tecnologia, la struttura degli scambi e della produzione evolve in modo così rapido da non poter essere efficacemente assoggettata a un regime di commercio amministrato. In secondo luogo, l'allentarsi della disciplina normalmente esercitata dal mercato sul commercio pone i consumatori ed i produttori alla mercé delle *lobbies* nazionali, sopprimendo così un importante stimolo ad incrementare l'efficienza. Un'ultima, ma non meno importante considerazione è che commercio amministrato equivale inevitabilmente a commercio "politicizzato". Uno dei grandi meriti degli accordi GATT è che, dato l'impegno di massima dei governi ad astenersi dal praticare controlli diretti sul commercio estero, lasciando campo libero alle considerazioni di natura commerciale, l'interscambio mondiale si è di fatto enormemente accresciuto negli ultimi quarant'anni. V'è da sperare che prevalga infine il grande interesse comune al mantenimento e ampliamento di questo sistema, e che il restante contenzioso in seno all'Uruguay Round venga presto risolto.

Alla luce di questi problemi su tre diversi fronti – crescita economica, occupazione e libero scambio – quali conclusioni si possono trarre circa il ruolo



della politica macroeconomica e della gestione della domanda in particolare? Il Giappone si distingue in quanto ha utilizzato i periodi di crescita vigorosa per correggere lo squilibrio delle finanze pubbliche, cosicché è ora in grado di impartire un poderoso stimolo alla domanda interna. Nella maggior parte degli altri paesi la mancanza di flessibilità nella manovra di bilancio – in situazioni in cui essa potrebbe essere necessaria – è innanzitutto il risultato di precedenti errori nell'impostazione delle politiche, cui si sono sommati gli effetti prodotti dal cumularsi del debito pubblico. In questi casi la politica economica dovrebbe – e di fatto può soltanto – essere fermamente orientata verso il consolidamento a medio termine dei bilanci pubblici. Se credibili, gli sforzi in tal senso possono contribuire ad un ulteriore calo dei tassi d'interesse a lungo termine o quanto meno evitare un loro aumento nelle prime fasi della ripresa. Essi possono altresì ristabilire un clima di fiducia presso l'opinione pubblica. Nel breve periodo, in linea di massima si dovrebbe consentire agli stabilizzatori automatici di operare, ma soltanto laddove la recessione è grave e il disavanzo strutturale di bilancio e il debito pubblico non sono eccessivi. Può inoltre essere opportuno considerare una ricomposizione della spesa o delle entrate al fine di accrescere gli investimenti pubblici in infrastrutture e nell'istruzione, promuovendo così la futura attività di investimento privata.

La politica monetaria può svolgere un ruolo utile, sebbene limitato, nella gestione della domanda. Gli argomenti in favore di un orientamento di medio periodo conservano appieno la loro validità. Ciò non esclude il ricorso a riduzioni dei tassi d'interesse in presenza di una domanda debole allorché si placano le spinte inflazionistiche. Gli aggiustamenti dei tassi di cambio e una certa attenuazione delle pressioni salariali in Germania hanno ora creato i presupposti affinché l'Europa possa partecipare al processo di allentamento monetario iniziato già da qualche tempo nell'America del Nord e in Giappone. L'esperienza dei paesi in cui tale processo è cominciato prima sembra indicare che esso può spingersi alquanto lontano senza riattizzare l'inflazione. Nondimeno, il mantenere durevolmente l'inflazione sotto controllo continua ad essere un'ardua sfida. Si aggiunga che la diversità delle strutture finanziarie e dei meccanismi di trasmissione degli impulsi monetari implica che il margine di manovra di cui dispone la politica monetaria per stimolare la domanda, mantenendo nel contempo a freno l'inflazione, varia da paese a paese. La fortissima ascesa dei prezzi delle attività durante gli anni ottanta e la tendenza di taluni cambi fluttuanti a reagire in misura eccessiva a diminuzioni dei tassi d'interesse sono avvertimenti da non dimenticare.

Ciò ci conduce alla questione se siano necessari ulteriori sforzi per porre il settore finanziario su basi più solide. E' estremamente importante che non vengano troppo presto scordati gli insegnamenti tratti dalla gestione del processo di deregolamentazione, fattosi sempre più rapido nel corso del passato decennio. La Relazione dello scorso anno aveva dedicato un intero capitolo a tale questione. L'elemento nuovo, quest'anno, è l'estendersi delle perdite su crediti ad alcune banche dell'Europa continentale, nonché l'acutizzarsi della crisi bancaria in diversi paesi nordici. L'aggravamento della crisi nel settore bancario svedese e finlandese ha confermato a chiare lettere che la deregolamentazione deve essere fiancheggiata da politiche caute e coerenti

a livello micro e macroeconomico. Ciò significa in sostanza un rafforzamento della regolamentazione prudenziale e della vigilanza, nonché un fermo impegno antinflazionistico a lungo termine, il che a sua volta richiede un elevato grado di disciplina fiscale. L'esperienza vissuta da questi paesi e, in precedenza, dalla Norvegia ha messo in evidenza il rischio che, in difetto di appropriate salvaguardie, la deregolamentazione, anziché ridurre, possa paradossalmente accrescere e rendere più costoso il coinvolgimento dei poteri pubblici nel settore finanziario. Infatti, per quanto riluttanti essi siano, i governi sono inevitabilmente chiamati ad intervenire allorché vi è il pericolo di una crisi finanziaria che minaccerebbe l'economia reale. Le banche centrali potrebbero parimenti essere forzate ad abbassare la guardia sul fronte dell'inflazione.

Si può essere tentati di credere che l'intervento pubblico riesca, con un colpo di bacchetta magica, ad eliminare i costi del dissesto finanziario. Certo, è possibile scongiurare una dirompente corsa agli sportelli da parte della grande e piccola clientela. La ricostituzione della base patrimoniale delle istituzioni in difficoltà può evitare gravi strozzature nell'erogazione del credito. L'incidenza delle perdite può essere ripartita su un'ampia base, alleviando così il danno per taluni segmenti della popolazione. Purtuttavia, i costi rimangono reali. Si creano inevitabilmente distorsioni concorrenziali fra le istituzioni deboli che ricevono assistenza e quelle che invece non ne beneficiano. Il fatto stesso che venga fornita assistenza, a prescindere dall'accuratezza con cui questa è amministrata, rischia di scalzare gli incentivi ad un comportamento prudente, creando forse i presupposti per maggiori problemi in futuro. Le finanze pubbliche possono risulterne eccessivamente oberate, come in effetti è accaduto in alcuni casi. Specie in presenza di elevate passività esterne, possono ben presto farsi sentire i limiti della capacità di finanziamento.

I costi per la risoluzione delle situazioni di dissesto finanziario mettono in risalto quanto sia importante la prevenzione. Nonostante i grandi sforzi compiuti negli ultimi anni per preservare l'integrità del sistema finanziario, molto resta ancora da fare nel campo della regolamentazione prudenziale e della vigilanza per tenere conto delle nuove realtà del mercato, sul piano sia nazionale sia internazionale. A livello delle singole istituzioni, si pone prioritariamente l'esigenza di una qualche forma di vigilanza consolidata di strutture organizzative complesse, di una maggiore cooperazione fra i vari organi di controllo e di un perfezionamento dei requisiti patrimoniali al di là della copertura del rischio di credito. Le proposte pubblicate in aprile dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, che ampliano il quadro applicativo dei requisiti patrimoniali includendovi il rischio di mercato e la misurazione del rischio di tasso d'interesse, costituiscono un passo in questa direzione. A livello dei collegamenti fra istituzioni e mercati, è importante assicurare che i mercati degli strumenti derivati e i sistemi di pagamento e regolamento operino sotto il presidio di adeguate salvaguardie. E nell'apprestare tutte queste linee di difesa le autorità dovranno necessariamente affrontare la questione del giusto equilibrio fra la disciplina di mercato e il coinvolgimento delle istanze ufficiali. La limitazione del "moral hazard" e il miglioramento della trasparenza delle informazioni sono obiettivi cruciali in tale contesto.

Per quanto concerne i problemi inerenti all'Europa orientale, i risoluti



sforzi di stabilizzazione ivi compiuti cominciano a dare i primi frutti, ma lungo è ancora il cammino da percorrere. La creazione di un'economia di mercato richiede cambiamenti nell'intero scenario economico, nelle istituzioni politiche ed economiche – segnatamente quelle finanziarie – e nelle abitudini delle persone. Si tratta di un processo che non può essere accelerato oltre una certa misura. La coerenza delle politiche economiche è essenziale in questa fase, poiché essa sola permette agli operatori di prevedere la direzione in cui procederà la riforma. Tale coerenza è difficile da realizzare in un contesto di prodotto calante e di disoccupazione in aumento, ma essa può essere sorretta dall'aiuto esterno. Nel caso della Germania ciò è avvenuto in parte sotto forma di ampi trasferimenti pubblici. Nell'Europa orientale l'assistenza tecnica e il credito multilaterale hanno svolto un ruolo importante nelle fasi iniziali della trasformazione. Non meno importante è stato l'accesso ai mercati occidentali. Esso non soltanto ha dato l'orientamento alla ristrutturazione delle imprese, ma ha altresì contribuito a contenere il calo del prodotto. Ciò ha accresciuto il sostegno popolare a favore delle azioni governative basate su una più stretta integrazione politica ed economica con l'Occidente. Tanto maggiore rincrescimento suscitano quindi le restrizioni poste di recente da alcuni paesi industriali alle importazioni dall'Europa orientale, specie se si considera che l'interscambio mercantile bilaterale dei paesi industriali con quest'area (esclusa l'ex-Unione Sovietica) presenta un'eccedenza dell'ordine di \$ 6 miliardi. Tali restrizioni sono percepite in Europa orientale come una sostanziale defezione dal precedente impegno a sostenere il processo di trasformazione.

La stabilizzazione macroeconomica fa ancora difetto nella maggior parte delle aree che costituivano l'Unione Sovietica. Essa rimarrà inattuabile fintanto che le repubbliche non avranno chiaramente scelto fra l'adozione di una moneta propria e l'accettazione della banca centrale russa come unico istituto di emissione. L'instaurazione di un efficace controllo monetario presuppone inoltre che vengano ridotti i disavanzi pubblici e siano posti severi limiti alla concessione di ulteriore credito alle imprese in perdita. Tali politiche avranno maggiori probabilità di successo se saranno sostenute da un chiaro impegno da parte dei paesi industriali occidentali a fornire un sostanziale ammontare di fondi, subordinatamente all'attuazione di determinati programmi di aggiustamento. Gli esempi dell'Estonia e della Lettonia mostrano che si può ben sperare, e di fatto l'impegno occidentale a sostegno della stabilizzazione in Russia si è accresciuto negli ultimi mesi. Resta da vedere se il governo russo saprà creare e mantenere un consenso sufficientemente forte su un programma di stabilizzazione, il che costituisce il presupposto per un sostegno occidentale durevole, indipendentemente dalla misura in cui tale sostegno è giudicato rispondente agli interessi dello stesso Occidente.

Per quel che riguarda la quarta questione enunciata all'inizio di queste Conclusioni, ossia il futuro dei rapporti di cambio, quali insegnamenti si possono trarre dalle turbolenze sui mercati valutari europei?

La crisi è scoppiata (come quasi sempre accade) a causa della coincidenza di molteplici sviluppi e circostanze sfavorevoli. Per due di tali fattori avversi – i disallineamenti nei tassi di cambio e l'elevato livello dei tassi d'interesse a breve in Germania – la correzione è già avvenuta o è in corso. Al tempo stesso,

i rapporti di cambio fra le valute di cinque paesi hanno superato una dura prova. Si potrebbe quindi ritenere che la crisi sia ora passata. Tuttavia, quand'anche questa valutazione relativamente ottimistica, ma non irragionevole, trovasse conferma nei mesi a venire, sarebbe poco saggio non riflettere sulle implicazioni degli eventi trascorsi sia per i paesi europei che desiderano operare nel quadro di espliciti impegni di tasso di cambio, sia per quelli con regime di cambio flottante.

La crisi valutaria ha fornito una dimostrazione lampante di come sia enormemente cresciuta, negli ultimi dieci-quindici anni, la capacità dei flussi di capitali privati di influire sui tassi di cambio. Il perché di ciò è evidente. La rimozione dei controlli sui movimenti di capitali e, più in generale, la deregolamentazione hanno creato un contesto affatto nuovo. L'accumulo su vasta scala di attività e passività finanziarie sia all'interno sia a livello internazionale ha posto in essere un enorme volume di fondi che possono essere spostati con grande rapidità da una valuta all'altra. Un fattore addizionale è stato l'emergere di una prassi di gestione dinamica delle attività e passività finanziarie, favorita dalle ondate successive di innovazione finanziaria e dai sempre più rapidi progressi nei sistemi informativi e nella tecnologia delle comunicazioni. Poiché i movimenti dei tassi di cambio hanno un impatto notevole sulla redditività dei portafogli, i responsabili della gestione di attività finanziarie non possono esimersi dal prendere una posizione a riguardo delle possibili o probabili variazioni dei cambi e, agendo in tal senso, il più delle volte essi possono far sì che tali aspettative si autorealizzino.

Le autorità non possono quindi permettersi di ignorare il ruolo cruciale delle aspettative. Al fine di conseguire i propri obiettivi di cambio esse dovranno influenzare tali aspettative, o almeno evitare di suscitare aspettative avverse. La difficoltà sta nel fatto che, data la trasparenza che caratterizza il mondo attuale, le informazioni in possesso degli operatori di mercato sono raramente di livello inferiore rispetto a quelle di cui dispongono le autorità. Di qui l'importanza di un'azione delle politiche che sia credibile. Tuttavia, la credibilità non dipende soltanto dagli intendimenti delle autorità, né soltanto dall'attuazione effettiva delle politiche; essa dipende anche dalla sostenibilità delle politiche stesse.

In pratica ciò significa che l'impiego dello strumento più diretto della politica del cambio, ossia l'intervento sul mercato valutario, deve essere sorretto da variazioni dei tassi d'interesse. Tali variazioni servono al duplice scopo di accrescere il costo della speculazione e di segnalare uno spostamento nel corso della politica monetaria. Ma l'azione può essere efficace soltanto se i mercati finanziari sono convinti che la variazione dei tassi d'interesse è sostenibile, e sarà sostenuta, per un sufficiente periodo di tempo. Il giudizio dei mercati si baserà non solo sulla determinazione, bensì anche sulla capacità di fatto delle autorità a tenere testa; ed è a questo punto che le grandezze economiche fondamentali e la situazione politica dei paesi in causa assumono un'importanza cruciale.

Quali sono le specifiche implicazioni che ne derivano per il funzionamento del meccanismo di cambio dello SME? Anzitutto, se gli impegni di tasso di cambio sono chiamati ad esercitare una funzione di vincolo su comportamenti



potenzialmente inflattivi dei governi e degli operatori economici (giacché questo è uno degli obiettivi di tali impegni), essi riusciranno a svolgere questo ruolo nel più lungo periodo soltanto se i mercati finanziari sono persuasi che i fattori interni dell'inflazione sono saldamente sotto controllo. In mancanza di tale convinzione, i mercati imporranno un aggiustamento del tasso di cambio. Per evitare ciò, le autorità dovranno cercare di identificare le situazioni di questo genere e, se possibile, concordare riallineamenti preventivi. In secondo luogo, esse dovranno soppesare accuratamente i pro e i contro dell'aggiustamento di singole parità rispetto a riallineamenti generali. Un riallineamento generale può apparire più accettabile politicamente. Ma, se la recente esperienza ha valore dimostrativo, il graduale accumularsi di una molteplicità di tensioni può comportare un processo decisionale che, sotto l'incalzare della speculazione, rischia di divenire ingovernabile. In terzo luogo, tuttavia, quando gli attacchi sono diretti contro le monete di paesi in cui le grandezze economiche fondamentali sono sane e la determinazione delle autorità è inequivocabile, essi dovrebbero essere contrastati con fermezza, ricorrendo sia ad interventi sia a variazioni dei tassi d'interesse, e agendo inoltre in modo che appaia chiara la natura multilaterale dell'impegno.

La combinazione di più frequenti riallineamenti valutari per i paesi in cui le grandezze economiche fondamentali non sono sane con il mantenimento della stabilità di cambio per gli altri non sarebbe ovviamente facile da attuare né sul piano tecnico, né quando i riallineamenti richiedono decisioni politiche. Vi potrebbe essere la tentazione di modificare i tassi di cambio con eccessiva facilità. La funzione disciplinatrice degli impegni di cambio sul comportamento dei governi e/o degli operatori economici potrebbe così risultarne indebolita. Inoltre, riallineamenti troppo ampi o frequenti potrebbero perturbare i rapporti di cambio anche nei paesi con economie fondamentalmente sane. Un possibile rimedio consisterebbe nel rafforzare i legami di cambio fra questi paesi e nel rendere più spedito il loro procedere verso l'unione monetaria. Taluni possono giudicare accettabile questa prospettiva, altri no. Ma l'alternativa è di proseguire con l'attuale assortimento di meccanismi di cambio eterogenei e potenzialmente assai instabili, compresa la fluttuazione di due importanti monete.

Comunque, lo spettacolare aumento della mobilità dei capitali può porre seri problemi anche alle valute fluttuanti. In certi momenti le forze di mercato hanno determinato, sebbene talvolta con il concorso di politiche inappropriate, enormi variazioni di medio periodo dei tassi di cambio effettivi reali, portando questi ultimi a livelli che – anche senza il vantaggio del giudizio retrospettivo – apparivano chiaramente incoerenti con le esigenze di equilibrio interno ed esterno. Tali disallineamenti dei rapporti di cambio aumentano il fattore d'incertezza nelle scelte imprenditoriali e rischiano così di provocare il differimento o la cancellazione di investimenti, nonché una cattiva allocazione internazionale delle risorse produttive e possenti spinte protezionistiche. Sussiste il pericolo di una ricomparsa di siffatti disallineamenti, i quali sarebbero particolarmente pregiudizievoli se dovessero crearsi fra le monete di paesi con stretti legami commerciali. Di qui l'interesse a cercare di contenerli.

Tuttavia, tale contenimento, per quanto desiderabile esso sia, è reso più

difficile dal nuovo contesto. Certo, l'instabilità a brevissimo termine dei mercati valutari può in certa misura essere attenuata con interventi tempestivi, mentre le oscillazioni a medio termine dei cambi reali possono essere temperate con politiche economiche sane e compatibili internazionalmente. Ma le probabilità di successo di un contenimento delle distorsioni al di fuori del quadro vincolante di espliciti impegni di cambio non vanno sovrastimate.

Poiché i movimenti dei tassi di cambio reali hanno un forte impatto sull'economia interna, i paesi le cui monete sono ora divenute fluttuanti dovranno comunque tener conto del tasso di cambio nell'impostare la manovra monetaria e le altre politiche, anche se per il momento essi non sono vincolati ad espliciti impegni di cambio. Finora, la presenza di condizioni favorevoli ha consentito sostanziali riduzioni dei tassi a breve: negli ultimi mesi i tassi di cambio delle valute europee ora fluttuanti sembrano essersi stabilizzati (o addirittura apprezzati) dopo la loro caduta iniziale, e non sono osservabili accresciute spinte inflazionistiche. Nondimeno, tali paesi dovranno rimanere all'erta di fronte ai rischi d'inflazione – ed essere pronti ad innalzare i tassi d'interesse – qualora un mutamento nel clima del mercato valutario minacci un eccessivo deprezzamento della propria moneta. I successi faticosamente ottenuti nel ridurre l'inflazione potrebbero facilmente andare perduti.

Se la vigilanza generale nei confronti dell'inflazione viene mantenuta, e in modo tale che tutti gli operatori economici ne siano chiaramente consapevoli, allora vi sono globalmente buone possibilità di tenere imbrigliata l'inflazione. Non va dimenticato che i bassi saggi d'inflazione osservati durante tutta l'attuale fase ciclica non rispecchiano gli effetti *una tantum* di cali di prezzo o di altri fattori speciali come nel 1986, ma sono piuttosto il risultato di vari anni di risoluta politica monetaria antinflazionistica. Finora vi sono scarse indicazioni di una nuova accelerazione della dinamica dei prezzi nei paesi che escono dalla recessione. In realtà, la ragguardevole crescita della produttività in alcuni di questi paesi, che potrebbe a sua volta essere il risultato delle pressioni a ridurre i costi in un contesto di bassa inflazione, dovrebbe contribuire a frenare la futura progressione dei costi unitari del lavoro. La politica monetaria continua ovviamente ad essere la chiave del successo sul fronte dell'inflazione ed essa, come si è detto dianzi, ha davanti a sé un difficile compito.

Quanto ai frutti che può dare una bassa inflazione, l'esperienza dei paesi in via di sviluppo è incoraggiante. Uno dei fattori che hanno concorso all'impressionante crescita delle economie di recente industrializzazione (NIEs) e di altri paesi asiatici è stato il basso livello dell'inflazione. Inoltre, nella maggior parte dei paesi dell'America Latina un riorientamento delle politiche nel senso della stabilità ha decurtato l'inflazione e, ora che l'onere debitorio è stato ridotto in misura significativa, la crescita del prodotto è superiore a quella degli anni ottanta. In raffronto a quanto avvenuto in passato nell'America Latina questa recente esperienza illustra che, mentre è possibile impartire uno stimolo temporaneo alla crescita del prodotto permettendo una maggiore inflazione e l'accumulo di debito esterno, una crescita sostenibile di lungo periodo può essere conseguita soltanto in un contesto stabile di bassa inflazione.

Oltre a una ridotta inflazione, un volume elevato di risparmio e di investimenti, combinato con modesti disavanzi (o eccedenze) dei bilanci pubblici e un



forte incremento della produttività è ciò che essenzialmente ha caratterizzato la straordinaria crescita economica delle NIEs e ha consentito a questi paesi di compensare l'influsso della più lenta espansione delle importazioni dei paesi industriali. Purtuttavia, nonostante rapporti risparmio/PIL del 35% e più, le stesse NIEs stanno subendo la sfida di altri paesi asiatici altamente competitivi. Pertanto, proprio come nei paesi più sviluppati, la crescita a breve termine potrebbe essere più bassa che in passato a causa di un indebolimento della competitività. Ma ciò costituisce appunto una delle novità più incoraggianti emerse nel periodo sotto rassegna. Il processo di sviluppo in paesi finora poveri coinvolge un paese dopo l'altro, attualmente soprattutto nell'Estremo Oriente, ma in misura crescente anche nell'America Latina. Vi è da sperare che questo processo di apprendimento dall'esempio altrui non si esaurisca troppo presto.

Basilea, 27 maggio 1993

ALEXANDRE LAMFALUSSY  
Direttore Generale

## Bilancio e Conto profitti e perdite

al 31 marzo 1993



# Bilancio al 31 marzo 1993

(in franchi oro – si veda la nota 1)

## Attivo

Oro .....		4 726 895 651
Cassa in contanti e conti a vista presso banche .....		7 557 219
Buoni del Tesoro .....		2 175 383 708
Depositi vincolati e anticipazioni		
In oro		
Fino a 3 mesi .....	158 973 875	
Ad oltre 3 mesi .....	254 015 099	
In valute		
Fino a 3 mesi .....	35 280 021 131	
Ad oltre 3 mesi .....	<u>5 903 854 656</u>	
		41 596 864 761
Titoli di Stato e altri titoli		
Fino a 3 mesi .....	8 210 111 292	
Ad oltre 3 mesi .....	<u>3 218 167 017</u>	
		11 428 278 309
Partite varie .....		31 469 810
Terreno, immobili ed arredi .....		<u>1</u>
		<u>59 966 449 459</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 1993 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 110 573 384 franchi oro.

Prima della  
ripartizione dell'utile  
netto dell'esercizio

Dopo la  
ripartizione dell'utile  
netto dell'esercizio

## Passivo

### Capitale

Autorizzato: 600 000 azioni di 2 500 franchi oro

ciascuna ..... 1 500 000 000

Emesso: 473 125 azioni ..... 1 182 812 500

Liberato per il 25% ..... 295 703 125

### Riserve

Fondo di riserva legale ..... 30 070 313

Fondo di riserva generale ..... 672 816 157

Fondo speciale di riserva per i dividendi ..... 42 530 055

Fondo di riserva libero ..... 603 066 872

### Depositi (in oro)

Banche centrali

A vista ..... 4 334 083 270

Fino a 3 mesi ..... 29 967 132

Ad oltre 3 mesi ..... 3 204 883

Altri depositanti

A vista ..... 399

### Depositi (in valute)

Banche centrali

A vista ..... 1 755 962 355

Fino a 3 mesi ..... 47 699 381 714

Ad oltre 3 mesi ..... 863 467 791

Altri depositanti

A vista ..... 89 375 240

Fino a 3 mesi ..... 1 737 255 922

Ad oltre 3 mesi ..... 2 308 893

Sistema previdenziale del personale ..... 172 105 388

Partite varie ..... 1 495 254 533

Conto profitti e perdite ..... 139 895 417

Dividendo pagabile il 1° luglio 1993 ..... 38 895 417

59 966 449 459

295 703 125

1 348 483 397

4 367 255 684

52 147 751 915

172 105 388

1 495 254 533

139 895 417

59 966 449 459

295 703 125

30 070 313

703 116 157

47 530 055

668 766 872

1 449 483 397

4 367 255 684

52 147 751 915

172 105 388

1 495 254 533

—

38 895 417

59 966 449 459

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 1993, 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, 30 aprile 1993

PRICE WATERHOUSE



## Conto profitti e perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1993  
(in franchi oro)

Interessi netti e altri proventi di gestione .....		211 683 340
meno: spese di amministrazione		
Consiglio di amministrazione .....	755 908	
Direzione e personale .....	32 182 425	
Funzionamento degli uffici e altre spese .....	<u>16 317 288</u>	<u>49 255 621</u>
Risultato netto di gestione .....		162 427 719
meno: importi devoluti all'		
Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione .....	3 295 256	
Accantonamento per la modernizzazione degli stabili ed il rinnovamento delle attrezzature .....	<u>19 237 046</u>	<u>22 532 302</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1993		139 895 417
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: 240 franchi svizzeri per azione su 473 125 azioni ...		<u>38 895 417</u>
		101 000 000
Trasferimento al Fondo di riserva generale .....		<u>30 300 000</u>
		70 700 000
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi .....		<u>5 000 000</u>
		65 700 000
Trasferimento al Fondo di riserva libero .....		<u>65 700 000</u>
		<u>          </u>

# Variazioni delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1993  
(in franchi oro)

## I. Evoluzione dei Fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1992-93

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero
Consistenza al 1° aprile 1992, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1991-92 .....	30 070 313	672 816 157	42 530 055	603 066 872
più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1992-93 .....	—	30 300 000	5 000 000	65 700 000
Consistenza al 31 marzo 1993, come da Bilancio .....	30 070 313	703 116 157	47 530 055	668 766 872

## II. Il Capitale versato e i Fondi di riserva al 31 marzo 1993 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:

	Capitale versato	Riserve	Totale
Attività nette in			
Oro .....	295 703 125	366 352 433	662 055 558
Valute .....	—	1 083 130 964	1 083 130 964
	295 703 125	1 449 483 397	1 745 186 522



## 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

Bernard Clappier, Parigi  
Dott. Lamberto Dini, Roma  
Dott. W.F. Duisenberg, Amsterdam  
Dott. Antonio Fazio, Roma  
Prof. Dott. Leonhard Gleske, Francoforte s/M  
Jacques de Larosière, Parigi  
The Rt. Hon. Robert Leigh-Pemberton, Londra  
Dott. Markus Lusser, Zurigo  
Prof. Dott. Helmut Schlesinger, Francoforte s/M  
Alfons Verplaetse, Bruxelles  
Philippe Wilmès, Bruxelles

### *Sostituti*

A.D. Crockett, Londra, oppure  
T.A. Clark, Londra  
Hervé Hannoun, Parigi, oppure  
André Robert, Parigi  
Jean-Jacques Rey, Bruxelles  
Dott. Carlo Santini, Roma  
Dott. Hans Tietmeyer, Francoforte s/M, oppure  
Dott. Wolfgang Rieke, Francoforte s/M

## 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
Dott. Renato Filosa	Direttore, Dipartimento Monetario ed Economico
Prof. Dott. Mario Giovanoli	Consigliere Giuridico, Direttore
Jean Vallet	Vice Segretario Generale
André Bascoul	Direttore Supplente, Segretariato Generale
Dott. Kurt Spinnler	Direttore Supplente, Dipartimento Bancario
Dott. Joseph R. Bisignano	Direttore Supplente, 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
F.C. Musch	Segretario Generale del Comitato di Basilea per la Vigilanza bancaria, Dipartimento Monetario ed Economico
J.A. Bispham	Condirettore, Dipartimento Monetario ed Economico
Daniel Lefort	Condirettore, Servizio giuridico
Dott. Gunter D. Baer	Segretario Generale del Comitato dei Governatori delle banche centrali degli Stati membri della CEE



