
BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

64^a RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1993–31 MARZO 1994

BASILEA, 13 GIUGNO 1994

Banca dei Regolamenti Internazionali

64^a Relazione annuale

1° aprile 1993 – 31 marzo 1994 Basilea, 13 giugno 1994

Indice

	Pagina
Presentazione	1
I. Ampie divergenze nell'economia mondiale	3
II. Andamenti nei paesi industriali	9
Aspetti salienti	9
Caratteristiche principali dei recenti andamenti	10
<i>Ciclo economico asincrono</i>	10
<i>Posizioni cicliche relative ed effetti di cambio</i>	13
<i>Ulteriori progressi nel ridurre l'inflazione</i>	14
Il problema dell'elevata e persistente disoccupazione	17
<i>Differenze nei livelli di disoccupazione e nelle dinamiche dell'aggiustamento nei vari paesi</i>	18
<i>Possibili cause dell'elevata e persistente disoccupazione</i>	20
<i>Considerazioni conclusive</i>	28
Debito pubblico e vincoli per la politica di bilancio	30
<i>Evoluzione recente del debito pubblico</i>	30
<i>Crescenti prestazioni sociali e invecchiamento della popolazione</i>	32
<i>La politica di bilancio nell'attuale fase ciclica</i>	35
III. Paesi in via di sviluppo ed Europa orientale	39
Aspetti salienti	39
I recenti andamenti e le politiche nei paesi in via di sviluppo	40
Politiche di sviluppo nel Sud-Est asiatico	41
<i>Le determinanti fondamentali della crescita e l'influsso delle politiche</i>	42
<i>Aspetti dinamici del processo di crescita</i>	44
Stabilizzazione macroeconomica e riforme strutturali nell'America Latina	45
<i>Natura dei provvedimenti di riforma e sviluppi immediatamente successivi alle riforme</i>	47
<i>La scelta dell'ancora nominale</i>	50
<i>I problemi della fase post-stabilizzazione e l'esigenza di ulteriori riforme</i>	51
Le economie asiatiche in trasformazione	53
<i>Gli sviluppi economici e le riforme in Cina</i>	53
<i>Gli sviluppi economici e le riforme negli altri paesi asiatici</i>	58
L'Europa orientale e la Comunità di Stati Indipendenti	60
<i>Gli sviluppi e le politiche nell'Europa orientale</i>	61
<i>Gli sviluppi e le politiche nella Comunità di Stati Indipendenti</i>	65
<i>Vincoli alla crescita nell'Europa orientale</i>	68
IV. Il commercio internazionale	73
Aspetti salienti	73
L'interscambio mondiale	74

Andamenti	74
Mutamenti nell'interscambio e nella produzione manifatturiera mondiale	76
Le politiche commerciali	78
Andamenti delle partite correnti: quadro d'insieme	80
I paesi industriali	82
Stati Uniti	82
Giappone	83
Europa occidentale	84
Altri paesi industriali	87
Ex economie a pianificazione centralizzata	88
Europa orientale	88
Comunità di Stati Indipendenti	91
Cina	92
Le NIEs dell'Asia	94
Altri paesi in via di sviluppo	95
Investimenti diretti esteri	97
 V. I mercati internazionali dei capitali	 100
Aspetti salienti	100
Il mercato bancario internazionale	102
Attività in base ai singoli centri dichiaranti e alla nazionalità di appartenenza delle banche dichiaranti	102
Andamenti per valute	104
Operazioni con soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante	105
Operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante	106
Il mercato dei titoli	109
Il mercato delle notes a breve e a medio termine	109
Il mercato obbligazionario internazionale	111
Tipologia e paese di residenza degli emittenti di titoli internazionali	116
Il mercato degli strumenti derivati	118
Strumenti trattati nei mercati organizzati	119
I mercati fuori borsa	120
Altri sviluppi del mercato e aspetti rilevanti per le politiche	122
Oro	125
 VI. Politica monetaria	 127
Aspetti salienti	127
Politica monetaria e attività economica	128
Indicatori delle condizioni monetarie interne	128
Politica monetaria e condizioni monetarie nelle maggiori economie	129
Politica monetaria e condizioni monetarie negli altri paesi industriali	132
Politica monetaria e inflazione	134
I diversi quadri di riferimento della politica monetaria	134
Obiettivi di crescita degli aggregati monetari	135
Obiettivi di cambio	136
Gestione discrezionale della domanda e approccio orientato ai tassi d'interesse reali ..	137
Obiettivi pubblicati di inflazione e indicatori delle aspettative inflazionistiche	138
Politica monetaria e prezzi delle attività	142
Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria	144
Il canale dei flussi di cassa	145
La struttura dell'indebitamento	146
Politica monetaria e pagamenti per interessi	148
Tassi d'interesse e attività economica	151

VII. Flussi di capitale e tassi di cambio	153
Aspetti salienti	153
Flussi di capitale: un quadro d'insieme	154
Paesi in via di sviluppo	158
<i>Incremento degli afflussi di capitale</i>	158
<i>Tassi di cambio e ripercussioni macroeconomiche</i>	161
<i>Implicazioni per la politica monetaria</i>	167
Paesi industriali: i mercati valutari nel 1993 e agli inizi del 1994	169
<i>Il dollaro USA, lo yen e il marco tedesco</i>	169
<i>La crisi del 1993 in seno agli Accordi europei di cambio (AEC)</i>	174
<i>La sterlina, la lira e le valute fluttuanti dei paesi nordici</i>	180
<i>Il dollaro canadese</i>	181
VIII. Sistemi di pagamento e regolamento: tendenze e gestione dei rischi	182
Aspetti salienti	182
La trasformazione dei sistemi di pagamento e regolamento	182
La natura e la gestione dei rischi di regolamento	187
<i>Rischio sistemico</i>	187
<i>Sistemi per il trasferimento di fondi interbancari di grande ammontare</i>	189
<i>Il regolamento di transazioni in titoli</i>	193
<i>Il regolamento di transazioni in cambi</i>	195
<i>Il regolamento di transazioni in strumenti derivati</i>	198
<i>Valutazione d'insieme</i>	200
Regolamentazione e vigilanza prudenziale	201
IX. L'attività della Banca	205
La cooperazione tra le banche centrali e le organizzazioni internazionali	205
Le funzioni di Agente e di Fiduciario	208
<i>Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM) – Agente dell'Istituto monetario europeo (IME)</i>	208
<i>Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ECU privati</i>	209
<i>Fiduciario per i prestiti governativi internazionali</i>	210
<i>Depositario fiduciario di garanzie per le obbligazioni brasiliane</i>	210
Assistenza finanziaria multilaterale alle banche centrali	210
Operazioni del Dipartimento bancario	211
<i>Passivo (composizione delle risorse)</i>	212
<i>Attivo (impiego delle risorse)</i>	215
Utile netto e sua ripartizione	217
Banche centrali azioniste	218
Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione	218
Conclusioni	220
Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1994	227
Consiglio di amministrazione	232
Direzione	233

La Relazione è andata in stampa tra il 16 e il 26 maggio 1994

Elenco dei grafici (*) e delle tabelle

	Pagina
Ampie divergenze nell'economia mondiale	
Crescita del prodotto mondiale	4
Andamenti nei paesi industriali	
PIL reale nei tre maggiori paesi industriali*	10
Risparmio delle famiglie in determinati paesi*	11
Paesi industriali: PIL reale, domanda interna ed esportazioni nette	13
Inflazione dei prezzi al consumo	14
Contributi relativi alla variazione dei prezzi al consumo in determinati paesi e periodi*	15
Contributi relativi alle variazioni dei prezzi al consumo e all'ingrosso in determinati paesi e periodi*	16
Tassi di disoccupazione in determinati paesi e gruppi di paesi*	18
Tassi di occupazione in determinati paesi e gruppi di paesi*	19
Variazioni dell'offerta di lavoro e della popolazione in età lavorativa	20
Prodotto e occupazione in determinati paesi e gruppi di paesi*	21
Variazioni del prodotto reale e dell'occupazione	22
Disinflazione e variazioni della disoccupazione	23
Quota di reddito del lavoro in determinati paesi e gruppi di paesi*	25
Disoccupazione di lunga durata in determinati paesi e anni	26
Debito netto, onere per interessi e saldo primario corretto per la componente ciclica*	31
Fattori di accumulo del debito delle amministrazioni pubbliche	32
Spese della pubblica amministrazione nei sette maggiori paesi	33
Composizione della crescita del rapporto prestazioni sociali/PIL	34
Paesi in via di sviluppo ed Europa orientale	
Paesi del Sud-Est asiatico: indicatori dell'andamento economico	41
Paesi del Sud-Est asiatico: indicatori strutturali	43
America Latina: prodotto reale e inflazione	45
America Latina: saldi di bilancio e investimenti lordi	46
America Latina: bilancia delle partite correnti e tassi di cambio effettivi reali	48
America Latina: tassi d'interesse reali	49
America Latina: indicatori di politica monetaria	50
Economie in trasformazione: indicatori degli andamenti economici	53
Economie in trasformazione: indicatori strutturali e di base	54
Cina: indicatori della struttura proprietaria nell'industria	56
Cina: andamento delle entrate tributarie ed extra-bilancio	58
Andamenti del PIL reale	61
Produzione industriale negli Stati baltici*	62
Tassi di disoccupazione e salari reali*	63
Inflazione dei prezzi al consumo	64
Regimi valutari nell'ex Unione Sovietica	66
Andamenti dei tassi di cambio*	67
Formazione lorda di capitale fisso e investimenti diretti esteri netti*	69

Saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche	70
Credito bancario alle imprese non finanziarie in termini reali	71
Saldi sull'interno e sull'estero di Polonia e Ungheria*	72

Il commercio internazionale

Indicatori dell'interscambio mondiale*	74
Composizione delle esportazioni mondiali	76
Mutamenti globali nella produzione e nell'interscambio di manufatti*	77
Variazione del saldo commerciale in termini reali e ciclo economico*	80
Competitività e quote di mercato delle esportazioni*	81
Giappone: avanzo commerciale ed esportazioni	83
Impatto dell'apprezzamento dello yen sull'interscambio manifatturiero*	84
Prezzi al consumo in alcuni paesi europei, espressi in una moneta comune	85
Tassi di cambio effettivi reali in alcuni paesi europei*	86
Bilancia delle partite correnti dei paesi industriali e delle NIEs dell'Asia	88
Interscambio dell'Europa orientale	90
Tassi di cambio della Cina*	93
Bilancia delle partite correnti dei PVS	96
Struttura globale degli investimenti diretti	98

I mercati internazionali dei capitali

Finanziamento netto sui mercati internazionali (stime)	101
Aspetti salienti dell'attività bancaria internazionale	103
Posizioni sull'estero delle banche nei singoli centri dichiaranti	104
Attività internazionali delle banche dichiaranti in base alla nazionalità di appartenenza ..	105
Composizione per valute delle attività sull'estero delle banche	106
Operazioni delle banche con soggetti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci	107
Operazioni delle banche con paesi esterni all'area dichiarante	108
Attività di emissione sui mercati interni e internazionali delle notes a breve e a medio termine	110
Mercato obbligazionario internazionale*	111
Tipologia e struttura per valute delle emissioni obbligazionarie internazionali	113
Attività di emissione sui mercati obbligazionari nazionali e internazionali	114
Tassi d'interesse internazionali a lungo e a breve termine*	115
Attività di emissione sui mercati mobiliari nazionali e internazionali	117
Mercati di alcuni strumenti derivati	118
Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse	119
Mercati di alcuni strumenti derivati negoziati fuori borsa	121
Mercato dell'oro: fonti e impieghi (stime)	125

Politica monetaria

Indicatori delle condizioni monetarie*	130
Tassi d'interesse a breve e a lungo termine nei paesi europei*	132
Tassi d'interesse reali e variazioni dei cambi reali	134
Obiettivi pubblicati per gli aggregati monetari	136
Obiettivi pubblicati di inflazione	139
Inflazione: andamenti, previsioni e obiettivi*	140
Tassi d'interesse impliciti futuri a un anno*	141
Prezzi nominali e deflazionati degli immobili	143
Prezzi nominali e deflazionati dei titoli azionari	144
Struttura dell'indebitamento del settore privato non finanziario a fine 1992	147
Tassi d'interesse e pagamenti lordi per interessi in rapporto al PIL nominale*	149

Reazione alle variazioni dei tassi d'interesse dei pagamenti lordi settoriali per interessi*	150
Reazione alle variazioni dei tassi d'interesse dei pagamenti lordi per interessi e del PIL*	151

Flussi di capitale e tassi di cambio

Disponibilità degli investitori istituzionali in titoli esteri	156
Flussi mondiali netti di capitale	157
Risparmio mondiale*	158
Rendimenti in dollari USA sui depositi bancari interni*	159
Flussi di capitale per investimenti di portafoglio	160
Andamenti dei tassi di cambio effettivi nominali e reali in taluni paesi dell'America Latina e dell'Asia	163
Assorbimento di afflussi netti di capitale, tassi di cambio reali e andamento degli aggregati monetari e creditizi*	165
Investimenti interni lordi e investimenti diretti esteri in taluni PVS*	166
Dollaro USA: tassi di cambio in termini di talune monete e tasso di cambio effettivo nominale*	169
Riserve valutarie ufficiali	170
Conti con l'estero di Stati Uniti e Giappone	171
Marco tedesco: tassi di cambio bilaterali e tasso di cambio effettivo nominale*	172
Conti con l'estero della Germania	173
Tassi di cambio effettivi reali*	175
Posizione delle monete partecipanti agli AEC*	177
Tassi di cambio bilaterali di talune valute rispetto al marco tedesco*	179

Sistemi di pagamento e regolamento: tendenze e gestione dei rischi

Indicatori di tendenza del valore dei pagamenti*	183
Indicatori di tendenza degli scambi sui mercati mobiliari*	184
Flussi internazionali di portafoglio e transazioni sottostanti	185
Caratteristiche salienti di taluni sistemi per il trasferimento di fondi interbancari all'ingrosso	186
Riduzione dei flussi di regolamento mediante compensazione in taluni sistemi per il trasferimento di fondi interbancari	190
Posizioni debitorie nette multilaterali presso il CHIPS e scoperti concessi dal Fedwire*	191
Misure di controllo del rischio in taluni sistemi di regolamento interbancari su base netta	192
Rischio di sostituzione per differenti intervalli di regolamento*	194
Orari di operatività di taluni sistemi di pagamento interbancari all'ingrosso*	196
Caratteristiche salienti di taluni sistemi di compensazione internazionali	198

L'attività della banca

Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1994	209
BRI: evoluzione del totale di bilancio negli ultimi cinque esercizi	211
BRI: evoluzione delle risorse negli ultimi cinque esercizi	212
BRI: origine delle risorse finanziarie esterne	213
BRI: tipologia e scadenza delle risorse finanziarie esterne	213
BRI: evoluzione degli impieghi e di altre attività, per tipologia	215
BRI: depositi vincolati e anticipazioni, titoli di Stato e altri titoli, suddivisi in base alla vita residua	216

64^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 13 giugno 1994*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la sessantaquattresima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1993 e terminato il 31 marzo 1994.

Dopo il trasferimento di franchi oro 3.274.041 all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e di franchi oro 3.867.963 all'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature, l'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 138.085.797 a fronte di franchi oro 139.895.417 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 41.085.797 al pagamento di un dividendo di 240 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 29.100.000 al Fondo di riserva generale, franchi oro 3.000.000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 64.900.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1993-94 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1994.

I. Ampie divergenze nell'economia mondiale

Il 1993 è stato un anno segnato da andamenti contrastanti a livello di singoli paesi e di aree geografiche. Nel mondo industrializzato, l'espansione si è accelerata negli Stati Uniti e ha preso avvio in Canada, nel Regno Unito e in Australia, mentre il Giappone e gran parte dell'Europa continentale sono rimasti incagliati nella recessione. Le differenze sono state semmai ancora più forti nell'ambito dei paesi in via di sviluppo e delle economie in fase di transizione, dove l'ulteriore vigorosa crescita registrata nei paesi dell'Est e Sud-Est asiatico si pone in netto contrasto con l'aggravarsi della crisi economica nell'ex Unione Sovietica.

Anche sul piano degli sviluppi finanziari si sono potute osservare diversità rilevanti. Da un lato, se si prescinde dal Giappone, è migliorata la solidità delle istituzioni finanziarie e delle imprese. La tendenza è stata particolarmente evidente negli Stati Uniti, dove le banche hanno nuovamente realizzato consistenti profitti e la posizione delle imprese non finanziarie si è considerevolmente rafforzata. Dall'altro, si è assistito a un comportamento imprevedibile dei mercati finanziari. Nuove turbolenze valutarie in seno allo SME hanno condotto ad uno spettacolare ampliamento delle bande di fluttuazione, dopo di che i mercati dei cambi sono divenuti sorprendentemente calmi. In seguito, i mercati obbligazionari hanno subito in vari paesi una brusca inversione di tendenza, dopo un protratto periodo di ascesa dei corsi, lasciando perplessi molti osservatori di fronte a quella che appariva come una reazione eccessiva in rapporto alle cause. Sebbene questi accadimenti non abbiano di fatto dato origine a rischi sistemici, essi hanno comunque acuito il timore che gravi perdite possano scaturire da rischi forse non sempre adeguatamente valutati dagli operatori del mercato.

Nonostante il rinvigorirsi dell'attività economica negli Stati Uniti, la crescita aggregata dei paesi industriali è in complesso rimasta debole, e l'occupazione totale ha ristagnato o è addirittura calata per il terzo anno consecutivo. La disoccupazione è divenuta il problema sociale primario, specie in Europa, dove in alcuni paesi essa è salita a livelli non più visti dagli anni trenta. Tuttavia, il quadro complessivamente deludente dello scorso anno cela ancora una volta marcate sfasature nella posizione ciclica dei principali gruppi di paesi. Come si è detto, la crescita del prodotto ha assunto un ritmo più rapido negli Stati Uniti e la ripresa si è affermata anche nel Regno Unito, in Canada, in Australia e in Nuova Zelanda (si veda la tabella seguente). In tutti questi paesi l'attività economica ha tratto impulso dai bassi tassi d'interesse e da cambi reali che appaiono assai competitivi se raffrontati alle medie di lungo periodo. Nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale, per contro, il prodotto è calato e sin verso la fine dello scorso anno vi erano scarse indicazioni di

Crescita del prodotto mondiale ¹							
Gruppi di paesi e aree	1984-86 PIL	1983-88 media	1989	1990	1991	1992	1993
	in % del totale	Variazioni percentuali del PIL reale					
Paesi più avanzati del ciclo ²	39,5	4,0	2,5	1,0	- 1,0	2,0	2,8
Altri paesi industriali ³	34,4	3,4	4,0	4,0	2,8	1,3	-0,3
Paesi in via di sviluppo	19,7	4,1	3,9	3,6	3,3	4,6	4,3
Africa	2,5	2,8	3,6	2,3	1,5	1,0	0,6
Medio Oriente	3,9	-0,6	4,8	5,1	0,9	5,6	3,0
Asia	7,5	7,7	5,7	5,6	5,3	7,0	7,2
America Latina	5,8	2,9	1,1	0,7	3,0	2,3	3,0
Europa orientale	6,4	2,6	1,6	-4,9	-14,0	-15,5	-9,1
Totale mondiale	100,0	3,6	3,4	2,4	0,6	1,2	1,1
<i>Per memoria:</i>							
<i>totale mondiale, esclusa</i>							
<i>Europa orientale</i>	93,6	3,7	3,5	2,9	1,6	2,2	1,7

¹ Per i paesi industriali i tassi medi di crescita sono ponderati in base al PIL e ai tassi di cambio del 1991; per l'Europa orientale (compresa la Germania orientale fino al 1991), in base al PIL e ai tassi di cambio del 1990-91. Le altre medie sono ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio del 1984-86 e comprendono tutti i paesi con un PIL di almeno \$ USA 100 milioni nel 1985. ² Stati Uniti, Canada, Regno Unito, Australia e Nuova Zelanda. ³ Compresi Israele, Turchia e Malta.
 Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *National Accounts*; ONU, *UN Yearbook*; Banca Mondiale, *World Tables*; statistiche nazionali e stime BRI.

un'inversione del ciclo. Per la Svezia e la Finlandia il 1993 è stato il terzo anno di crescita negativa; l'economia finlandese, in particolare, è stata la più colpita dalla recessione fra i paesi industriali.

I risultati economici dei paesi in via di sviluppo dipendono ormai da alcuni anni più dalla riuscita degli sforzi di riforma interna che dalle condizioni cicliche dell'economia mondiale, e il 1993 non ha costituito un'eccezione. Ancora una volta si è assistito ad una vigorosa espansione del prodotto nel gruppo sempre più numeroso delle economie di nuova industrializzazione, apparentemente poco toccate dagli andamenti in Europa e in Giappone. Oltre agli esempi ormai consueti nell'Est e Sud-Est asiatico, si possono citare le notevoli *performances* di Cina, Vietnam, India, Argentina, Cile e di alcuni altri paesi latino-americani. Taluni di questi paesi hanno addirittura dovuto affrontare problemi di surriscaldamento dell'economia. A livello di aree, l'Asia ha ancora una volta conseguito i risultati migliori. Il ritmo di espansione ha subito un certo rallentamento nel Medio Oriente e in Africa, ma appare leggermente aumentato nell'America Latina. Nell'Europa orientale e nell'ex Unione Sovietica gli andamenti economici hanno evidenziato un netto contrasto fra quei paesi che cominciano a cogliere i frutti delle riforme, come la Polonia, la Repubblica ceca, l'Ungheria e la Slovenia, e gran parte dell'ex Unione Sovietica, dove è stato appena avviato il processo di riforma volto a correggere gli squilibri strutturali e macroeconomici, e dove il prodotto continua a decrescere.

Le difficoltà vissute dai paesi industriali durante la recessione hanno naturalmente suscitato un intenso dibattito di politica macroeconomica, a livello sia nazionale che internazionale, in cui sono emerse le consuete disparità di opinione tra i fautori di un approccio "attivista" e coloro che avanzano serie

riserve a tale riguardo. In questa occasione, vi è peraltro un concorde riconoscimento dei vincoli cui deve sottostare l'impostazione delle politiche macroeconomiche. Laddove il disavanzo di bilancio è ampio e il rapporto debito/PIL cresce, i governi non hanno altra scelta che quella di adottare provvedimenti mirati ad un credibile consolidamento delle finanze pubbliche, quale che sia la posizione congiunturale. L'agire in modo diverso pregiudicherebbe la fiducia nel più lungo periodo e potrebbe verosimilmente determinare un aumento controproducente dei rendimenti obbligazionari.

La politica monetaria soggiace anch'essa a vincoli stringenti. In primo luogo, le banche centrali controllano direttamente solo il livello dei tassi d'interesse a brevissimo termine del mercato monetario. Questi non si muovono necessariamente in stretta correlazione con i tassi a più lungo termine, i quali in molti paesi hanno una rilevanza maggiore per le decisioni di investimento. Di fatto, inopportune riduzioni dei tassi a breve possono persino innescare un rialzo dei rendimenti a lunga, qualora gli operatori del mercato le percepiscano come un segno di allentamento della disciplina antinflazionistica di più lungo periodo.

Ma, nonostante il concorde riconoscimento dei vincoli posti ai responsabili delle politiche e un comune impegno a perseguire l'obiettivo ultimo della stabilità dei prezzi, fra le banche centrali sussistono differenze di enfasi quanto al modo in cui debba essere impiegata la leva monetaria in un periodo di debole attività economica. Queste differenze trovano riflesso, da un lato, nella disponibilità delle autorità giapponesi e statunitensi a far scendere i tassi d'interesse a livelli assai bassi (e, nel caso degli Stati Uniti, a mantenerveli anche dopo l'avvio della ripresa produttiva) e, dall'altro, nella riluttanza dei paesi europei ad accelerare il ritmo dell'allentamento monetario fintantoché l'inflazione continua a superare i livelli giudicati accettabili nel più lungo periodo, o fintantoché i tassi di cambio rimangono vulnerabili.

Questa diversità d'approccio ha probabilmente le sue radici non tanto in differenze di enfasi a riguardo degli obiettivi della politica monetaria, quanto piuttosto in valutazioni diverse circa la natura del meccanismo di trasmissione dei suoi impulsi. I fautori di un allentamento relativamente rapido delle condizioni monetarie in situazioni di domanda debole sono generalmente dell'opinione che si possa e si debba far ricorso a bassi saggi d'interesse per stimolare l'attività economica, mentre i rischi inflazionistici a ciò connessi verranno tenuti a freno dalla presenza di capacità eccedente nei mercati dei fattori produttivi e dei beni. Coloro che propendono per un più cauto allentamento ritengono che gli sfasamenti temporali con cui agisce la manovra monetaria siano tali da rendere problematici i suoi effetti a breve termine sul prodotto, allorché i rischi nel più lungo periodo per la credibilità della politica monetaria sono invece elevati.

Tali differenze non vanno ovviamente esagerate. Pochi contesterebbero il fatto che, ove le circostanze lo consentano, i tassi d'interesse a breve debbano essere piuttosto bassi quando l'economia è debole. Può quindi essere opportuno considerare un po' più dappresso le circostanze che – a parte i timori concernenti l'inflazione – possono aver indotto le banche centrali a mantenere i tassi a breve più elevati di quanto apparisse indicato alla luce della debolezza delle proprie economie.

Nel meccanismo di cambio dello SME, così come in ogni sistema di parità fisse ma aggiustabili, i ristretti margini di oscillazione hanno lasciato alla maggior parte delle banche centrali un limitato grado di autonomia nella manovra dei tassi d'interesse a breve del mercato monetario. La decisione del 2 agosto 1993 di ampliare notevolmente le bande di fluttuazione negli AEC (salvo che per il marco e il fiorino olandese) ha cambiato la situazione soltanto in linea di principio, giacché le banche centrali partecipanti non hanno chiaramente abbandonato l'obiettivo di mantenere le proprie monete vicine alle rispettive parità centrali. Il Capitolo VII tratterà delle considerazioni sottostanti a questa scelta, nonché dei vantaggi che sono comunque derivati dall'allargamento dei margini di oscillazione.

Per le monete fluttuanti le considerazioni di tasso di cambio possono parimenti avere un ruolo importante nella determinazione dei tassi d'interesse a breve. Spostamenti anche modesti nelle preferenze valutarie sono in grado di generare notevoli effetti cumulativi sui rapporti di cambio, ove un movimento iniziale alimenti aspettative che innescano ulteriori variazioni. Questi effetti di cambio costituiscono a loro volta un canale primario per la creazione e la propagazione di impulsi inflazionistici. Le variazioni dei tassi d'interesse possono avere importanti ripercussioni sul cambio, non soltanto attraverso il loro impatto diretto sui differenziali di rendimento a breve, ma anche in quanto esse influiscono sulle aspettative del mercato circa il corso futuro della politica monetaria.

L'evoluzione degli aggregati monetari e gli sconfinamenti dai loro obiettivi di crescita, che in passato avevano costituito per talune banche centrali un poderoso argomento contro una manovra dei tassi d'interesse a breve in funzione anticiclica, negli ultimi tempi non paiono aver svolto un ruolo rilevante nell'orientare le scelte di politica monetaria. In Germania neppure un superamento massiccio dell'obiettivo intermedio in termini di M_3 pare aver esercitato un influsso determinante sull'orientamento della politica monetaria, anche perché esso era chiaramente imputabile a una molteplicità di fattori speciali. Nella gestione dei tassi d'interesse a breve non hanno parimenti svolto un ruolo importante i timori che il loro livello molto basso potesse innescare un nuovo ciclo dei prezzi delle attività. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito la ripresa dei corsi delle attività finanziarie è stata vista con favore in quanto propizia ad un rafforzamento dei bilanci, mentre in Giappone i prezzi delle attività rimangono per lo più su livelli relativamente depressi.

In linea di principio, le decisioni a riguardo dei tassi d'interesse del mercato monetario dovrebbero tener conto del modo in cui questi sono collegati ai prezzi di altre attività finanziarie e quindi alle scelte riguardanti l'economia reale. Tali collegamenti, ossia il "meccanismo di trasmissione" della politica monetaria, possono senz'altro variare nel tempo e a seconda dei paesi. Queste diversità – nonostante la globalizzazione dei mercati finanziari – sembrano essere saldamente radicate nelle strutture finanziarie nazionali e riguardano l'importanza relativa che hanno nei contratti finanziari i tassi a breve ovvero a lungo termine, nonché i tassi fissi ovvero variabili. Tuttavia, il pronunciato allentamento della politica monetaria in Europa nel corso degli ultimi dodici mesi avrà verosimilmente un impatto sostanziale sull'attività

economica, a prescindere da tali diversità strutturali, in quanto la riduzione dei tassi d'interesse a breve è proceduta sostanzialmente di pari passo con un calo analogo dei rendimenti a lungo termine. Questi aspetti saranno trattati più dettagliatamente nel Capitolo VI.

La questione che si pone negli Stati Uniti, in quanto paese più avanzato nel processo di ripresa, è se tempestivi aumenti dei tassi d'interesse a breve, smorzando le aspettative inflazionistiche, possano limitare le spinte al rialzo sui tassi a lunga. L'azione della *Federal Reserve* nei primi mesi di quest'anno, che in parte può aver contato su effetti di questo genere, non ha contribuito granché a confermare tale ipotesi, per lo meno nel contesto di una dinamica dell'economia inaspettatamente forte. Essa ha però messo in gioco un altro fattore di grande rilevanza per i tassi a lungo termine, ossia il collegamento talvolta quasi meccanico fra i mercati obbligazionari dei vari paesi. Infatti, così come i tassi a lunga nelle diverse monete per un certo tempo si erano mossi assieme verso il basso, quasi indipendentemente dai livelli e dalle variazioni dei tassi a breve nei mercati monetari nazionali, nei primi mesi del 1994 essi hanno avuto la tendenza a seguire l'esempio degli Stati Uniti nella direzione opposta. Questi collegamenti internazionali paiono essere particolarmente stretti durante i periodi di turbolenza dei mercati. Quando i mercati sono più calmi, invece, sfasature nella posizione ciclica e corrispondenti differenze nell'evoluzione della politica monetaria sembrano essere compatibili con una maggiore divergenza nelle tendenze dei mercati obbligazionari.

Per quanto importante sia l'attuazione di appropriate politiche macroeconomiche, la risoluzione di molti fra i problemi più pressanti che i paesi industriali si trovano a dover fronteggiare richiede, in aggiunta, risoluti sforzi per allentare le rigidità strutturali e migliorare la flessibilità dei mercati. Dinanzi alle accresciute pressioni concorrenziali le imprese industriali hanno reagito, come ci si può attendere in un'economia di mercato, compiendo ogni sforzo al fine di ridurre i costi e la manodopera. La sfida che si pone ai paesi industriali è quella di migliorare la capacità delle proprie economie di assorbire le forze di lavoro eccedenti creando nuove attività. Ciò richiede un'azione sia dal lato della domanda di lavoro, per accrescere gli incentivi delle imprese ad assumere manodopera addizionale, sia dal lato dell'offerta, per far sì che i lavoratori abbiano le caratteristiche professionali richieste e siano disposti ad accettare l'impiego ad un salario pari al livello di equilibrio del mercato. Il Capitolo II esamina le ragioni per cui talune economie sono afflitte più di altre da un'elevata e persistente disoccupazione. Vi sono indicazioni che in parecchi di questi paesi gli atteggiamenti hanno cominciato a cambiare. Tuttavia, per porre rimedio a talune debolezze strutturali messe in evidenza dalla recessione occorrerà ancora molto tempo.

Le politiche strutturali sono chiaramente di importanza cruciale anche nei paesi in via di sviluppo. Il compito non consiste solamente nel creare maggiori opportunità di lavoro, ma altresì nell'accrescere gli incentivi al risparmio e all'investimento, e nel migliorare l'allocazione delle risorse. Un aspetto confortante dell'evoluzione degli ultimi anni è stato il crescente numero di paesi che hanno compiuto passi decisivi verso l'apertura delle proprie economie e verso un'allocazione delle risorse affidata alla disciplina del mercato. Sempre più

numerosi sono i riscontri oggettivi dell'efficacia di tali politiche nel migliorare la dinamica della crescita. I più spettacolari esempi di successo si trovano nelle economie di recente industrializzazione dell'Est e Sud-Est asiatico. Ad esse si stanno aggiungendo paesi di disparata collocazione geografica, come Cina, India, Pakistan, Messico, Argentina e Polonia, per citare soltanto le maggiori economie nelle rispettive regioni. Tutti questi paesi hanno contraddetto il vecchio luogo comune secondo cui i paesi in via di sviluppo non avrebbero potuto conseguire una crescita sostenuta fintantoché il mondo industrializzato fosse stato in recessione. Le loro potenzialità di successo non potranno che essere maggiori quando si accelererà il ritmo di crescita nei paesi industriali.

La recente esperienza dei paesi in via di sviluppo sottolinea altresì i benefici della stabilità macroeconomica. Anche se taluni paesi (il Brasile, ad esempio) sono riusciti di tanto in tanto a far coesistere un'espansione rapida con l'inflazione, è ampiamente dimostrato che la persistenza di elevati tassi d'incremento dei prezzi compromette la sostenibilità della crescita produttiva. L'attuale situazione dell'ex Unione Sovietica, dove un'estrema instabilità macroeconomica si associa a perduranti distorsioni strutturali, mostra quanto sia difficile rianimare lo sviluppo economico in siffatte circostanze.

Oltre a riprendere molte delle questioni testé enunciate, la Relazione analizza vari altri temi, fra cui figurano l'evoluzione del commercio mondiale, ivi compresi i cambiamenti strutturali prodottisi nei flussi dell'interscambio nel corso degli ultimi due decenni e il completamento dell'*Uruguay Round* (Capitolo IV); le recenti tendenze sui mercati internazionali dei crediti bancari, dei titoli e degli strumenti derivati (Capitolo V); l'evoluzione dei flussi internazionali di capitale e la crescente attrattività dei "mercati emergenti" (Capitolo VII) e i principali sviluppi intervenuti durante l'ultimo decennio nei sistemi di pagamento e regolamento, con particolare riferimento alle salvaguardie contro i rischi sistemici (Capitolo VIII).

II. Andamenti nei paesi industriali

Aspetti salienti

Nel 1993 è proseguito lo sfasamento del ciclo economico tra i paesi industriali. Trainata dagli Stati Uniti, la ripresa della crescita economica ha acquistato progressivamente vigore in corso d'anno nel Regno Unito, in Canada, Australia e Nuova Zelanda. Per contro, in Germania e in altri paesi dell'Europa continentale si è ulteriormente ampliato il sottoimpiego di risorse produttive, mentre in Giappone vi erano ancora poche indicazioni di un superamento del punto di svolta inferiore, anche dopo una serie di provvedimenti di stimolo fiscale e varie riduzioni dei tassi d'interesse.

Malgrado la divergente dinamica del prodotto reale e le variazioni relativamente ampie dei cambi effettivi nominali e reali, i tassi d'inflazione hanno continuato a convergere. Alla fine dello scorso anno l'incremento dei prezzi al consumo nei paesi industriali si situava mediamente al 3%, ossia al livello più basso degli ultimi trent'anni, se si prescinde dal 1986 che aveva risentito della caduta dei prezzi petroliferi.

Al tempo stesso, nonostante il netto calo intervenuto negli Stati Uniti, la disoccupazione ha continuato ad aumentare, ed essa colpisce ora più di 33 milioni di persone nel mondo industrializzato. Il problema è particolarmente grave nei paesi dell'Unione Europea (UE), dove oltre l'11% delle forze di lavoro è senza impiego e circa la metà dei disoccupati si trova in tale situazione da almeno un anno. Molti lavoratori si sono ritirati dal mercato, scoraggiati dalle scarse prospettive d'impiego, e una larga parte degli occupati lavora soltanto ad orario parziale, in alcuni casi per propria scelta, ma assai più spesso per l'indisponibilità di impieghi a tempo pieno.

Un altro aspetto del problema della disoccupazione in Europa è la sua elevata *persistenza*. Dal 1970, ad ogni minimo della fase ciclica il numero dei disoccupati si è regolarmente posizionato a un livello più alto, a indicazione di un aggravarsi dei problemi strutturali nei mercati del lavoro europei. Fra questi figurano vincoli normativi o istituzionali che impediscono ai salari reali e relativi di aggiustarsi in funzione della dinamica della domanda e dell'offerta, disincentivi al lavoro causati dai trasferimenti sociali e dalle imposte, una carenza di incentivi e di opportunità per migliorare i livelli di formazione, nonché difficoltà nell'adeguarsi proficuamente al progresso tecnologico e all'accresciuto interscambio con i paesi emergenti. Sebbene gran parte dell'aumento della disoccupazione intervenuto dall'inizio della recessione sia di natura ciclica, per risolvere i problemi strutturali senza pregiudicare i recenti successi conseguiti nella lotta contro l'inflazione occorrerà anzitutto adottare provvedimenti che accrescano la flessibilità e migliorino gli incentivi al lavoro.

Anche l'ampliamento dei disavanzi di bilancio e il conseguente maggiore accumulo di debito pubblico sono attribuibili a fattori sia ciclici sia strutturali. I sussidi di disoccupazione e altre forme di assistenza sono aumentati quasi ovunque, e non soltanto nei paesi ancora in recessione, ponendo in chiara evidenza l'insostenibilità nel medio periodo di certi sistemi previdenziali dato l'invecchiamento della popolazione. Nel timore di un ulteriore aggravamento della situazione a medio termine, lo scorso anno la maggior parte dei paesi con un forte indebitamento pubblico ha cercato di compensare l'effetto degli stabilizzatori automatici adottando misure di austerità. Altri paesi hanno potuto mitigare il rallentamento economico, pur senza compromettere la credibilità, combinando un certo deterioramento del bilancio primario con nuovi programmi di riequilibrio a medio termine.

Caratteristiche principali dei recenti andamenti

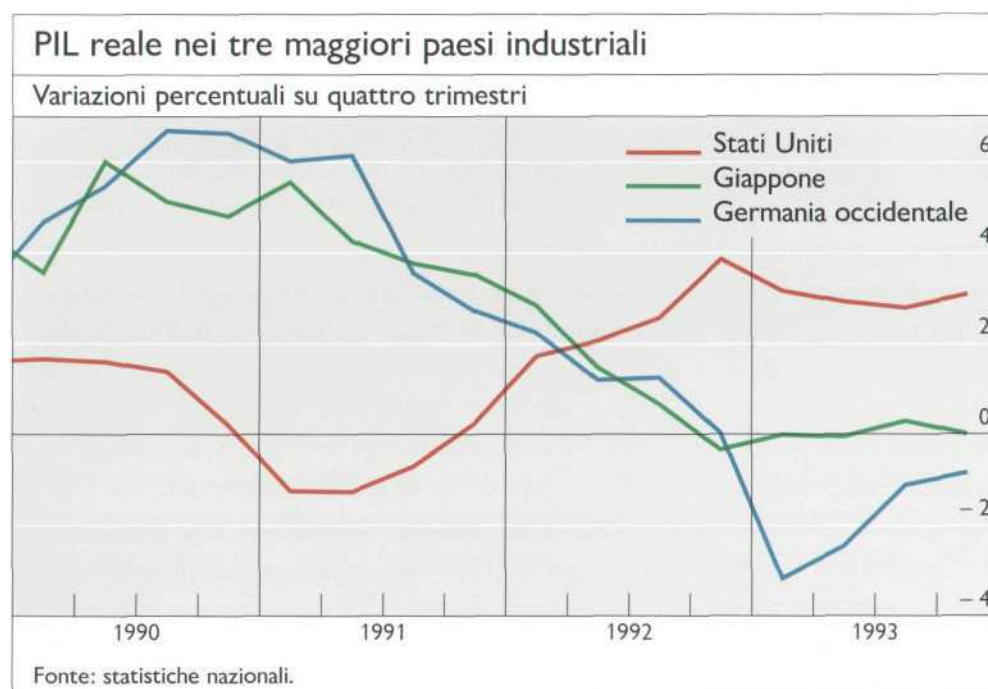
Ciclo economico asincrono

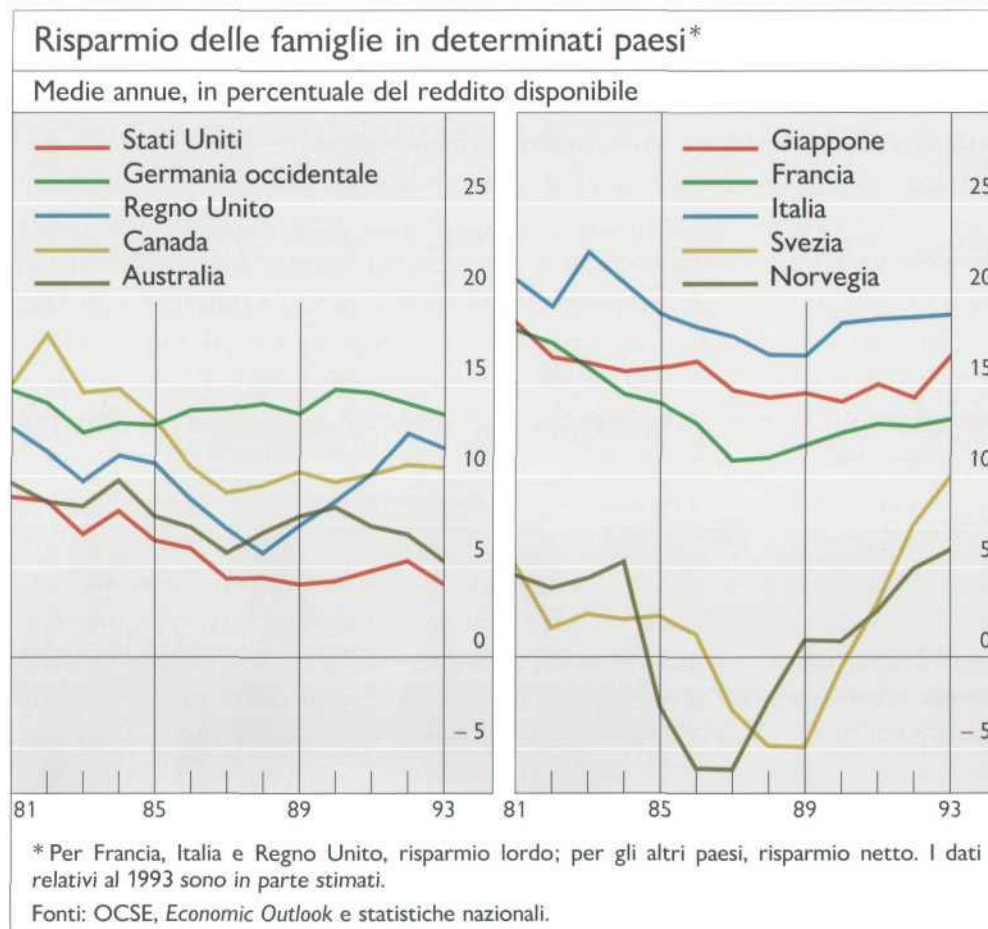
Nel 1993 la crescita del prodotto nei paesi industriali, di poco più dell'1%, per il terzo anno consecutivo è stata ben inferiore al potenziale di sviluppo. Il ciclo economico ha inoltre continuato ad essere fortemente asincrono (grafico seguente). Quasi la metà dei paesi ha registrato una crescita negativa e, a riprova della debolezza della ripresa, soltanto alcune economie sono riuscite a ridurre il divario fra prodotto potenziale ed effettivo. Di conseguenza, il numero dei disoccupati è salito ad oltre 33 milioni, di cui più della metà in Europa.

Crescita inferiore al potenziale ...

L'economia statunitense, che era stata fra le prime ad entrare in recessione, ha continuato a guidare la ripresa, assecondata dai bassi tassi d'interesse, dal consolidamento delle posizioni di bilancio nel settore privato e dalla migliorata competitività di diverse industrie-chiave in seguito a ristrutturazioni e

... nonostante la ripresa negli Stati Uniti





Si amplia l'*output gap* in Giappone ...

... e in Germania

riduzioni dei costi. Il rafforzamento della domanda interna USA ha contribuito nella misura dell'1½–2% alla crescita aggregata del PIL nei paesi industriali ed è stato il fattore di gran lunga più importante della crescita complessiva nel 1993. In Giappone, per contro, la domanda interna è rimasta debole e si è ampliato ulteriormente il sottoimpiego di potenziale produttivo. La forte espansione degli investimenti e dei trasferimenti pubblici nell'arco di diciotto mesi (pagina 38) e l'abbassamento dei tassi d'interesse non sono riusciti a compensare pienamente la crescente debolezza di fondo della spesa privata, anche perché in questo paese, a differenza degli Stati Uniti, il processo di riequilibrio dei bilanci è ancora lungi dall'essere compiuto. Inoltre, gli effetti depressivi della moneta in apprezzamento paiono aver agito assai rapidamente sul settore delle esportazioni, mentre gli ampi guadagni nelle ragioni di scambio non hanno condotto ad un corrispondente aumento della spesa per consumi. Lo scostamento dal prodotto potenziale è aumentato anche nella Germania occidentale, pur rimanendo inferiore ai valori osservati in precedenti periodi di recessione. Nella Germania orientale, invece, la crescita produttiva è andata accelerando in corso d'anno, stimolata dalla spesa in costruzioni e beni strumentali e dall'attività nel settore dei servizi. Si è potuto osservare anche l'agire di fattori interni o autonomi di crescita, seppure i trasferimenti dalla Germania occidentale siano rimasti assai elevati.

Oltre che negli Stati Uniti, la ripresa si è manifestata in diversi altri paesi entrati in recessione relativamente presto. In Canada la crescita delle

esportazioni nette ha fornito un importante contributo grazie al vigore dell'attività economica statunitense. Più in generale, la ripresa può tuttavia essere posta in relazione con un miglioramento nella fiducia delle famiglie e delle imprese, fattosi particolarmente marcato verso la fine dell'anno, per l'effetto congiunto dei bassi tassi d'interesse e della più solida posizione di bilancio di entrambi i settori. Un fenomeno tipico, osservabile in tutti i paesi che si trovano ora nello stadio iniziale di ripresa, è il calo del saggio di risparmio delle famiglie, in netto contrasto con le economie ancora in recessione (grafico precedente), dove i consumi privati sono rimasti depressi per i timori di perdita del posto di lavoro e a causa dei livelli di fiducia generalmente bassi. In Germania, per contro, una diminuzione della quota di risparmio ha impedito un ulteriore aggravarsi della recessione.

Migliora la fiducia di imprese e famiglie ...

Il migliorato clima di fiducia negli Stati Uniti si è espresso nell'andamento degli investimenti e della spesa in beni di consumo durevoli. In effetti, la formazione di capitale fisso ha costituito senz'altro la componente più dinamica della domanda aggregata. Il vigore della spesa in beni di consumo durevoli mette in evidenza la rafforzata posizione di bilancio del settore famiglie nel suo complesso. Un aspetto preoccupante è tuttavia il livello relativamente alto del servizio del debito in rapporto al reddito per le famiglie a medio reddito, che sono state particolarmente colpite dal ristagno dei salari reali (pagine 25–26). Nel Regno Unito la ripresa è stata trainata dai consumi delle famiglie, mentre gli investimenti fissi privati sono rimasti ben inferiori alla punta del 1989, nonostante la forte riduzione degli esborsi per interessi sul debito e i crescenti margini di profitto.

... stimolando la spesa in beni di consumo durevoli in taluni paesi ...

Meno sorprendente è la debolezza degli investimenti nell'Europa continentale e in Giappone, dato il perdurare della recessione. In Giappone, Germania e Italia la contrazione della spesa delle imprese in beni strumentali ha abbassato dell'1½–2% il prodotto aggregato. Il calo è stato particolarmente brusco in Giappone, poiché alla correzione del precedente eccesso di investimenti e degli squilibri nei bilanci si è aggiunta la diminuzione dei profitti di molte industrie di esportazione in seguito all'apprezzamento dello yen. Anche la spesa per beni di consumo durevoli, specie automobili, è stata debole in Giappone e nella maggior parte dell'Europa, mentre gli investimenti residenziali hanno mostrato una buona tenuta in Giappone e in Germania, grazie rispettivamente alla disponibilità di mutui per la casa a bassi tassi d'interesse e all'eccesso di domanda determinato dall'immigrazione.

... ma non in altri

Un ciclo leggermente diverso è osservabile nei mercati degli immobili non residenziali. L'attività ha cominciato a riprendersi negli Stati Uniti e nel Regno Unito, ma non ancora in Canada e in Australia. Lo scorso anno, per la prima volta dal 1987, negli Stati Uniti i rendimenti finanziari totali sulla proprietà immobiliare non residenziale sono risultati positivi. In Giappone, per converso, i prezzi su questo mercato hanno continuato a calare, segnando a Tokyo una diminuzione di quasi il 40% rispetto al punto di massimo. Poiché in Giappone i mutui immobiliari rappresentano circa un quarto del portafoglio prestiti delle banche, la perdurante flessione dei prezzi ha contribuito a determinare un netto aumento dei prestiti in sofferenza, accrescendo la riluttanza delle banche ad erogare nuovi finanziamenti.

Incipiente ripresa sui mercati degli immobili non residenziali

Posizioni cicliche relative ed effetti di cambio

Fattori influenti
sulla crescita
delle esporta-
zioni nette

Sull'andamento delle esportazioni nette hanno parimenti influito fattori congiunturali (tabella sottostante). In generale, i paesi in posizione ciclica relativamente debole hanno beneficiato di una crescita positiva delle esportazioni nette, in particolare quelli che avevano anche registrato un netto deprezzamento reale del tasso di cambio. Invero, in alcuni di questi paesi tale componente della domanda ha costituito l'unico fattore di stimolo. Ad esempio, in Italia e in Finlandia la crescita delle esportazioni nette ha concorso per il 4^{1/2}% alla variazione del PIL; in Svezia e in Spagna il contributo è stato del 3%. Per contro, in Turchia lo stimolo proveniente dalla domanda interna è stato interamente neutralizzato dall'apprezzamento reale della moneta e da minori esportazioni nette.

In altri casi i movimenti del tasso di cambio e la posizione ciclica relativa hanno esercitato effetti di segno opposto sulle esportazioni nette. Il Giappone,

Paesi industriali: PIL reale, domanda interna ed esportazioni nette ¹									
Paesi e gruppi di paesi	PIL reale			Domanda interna			Esportazioni nette ²		
	1981-91	1992	1993	1981-91	1992	1993	1981-91	1992	1993
Variazioni percentuali annue									
Stati Uniti	2,4	2,6	3,0	2,5	2,9	3,9	-0,1	-0,3	-0,9
Giappone	4,2	1,2	0,1	4,2	0,4	0,3	0,1	1,0	-0,3
Germania	2,7 ³	2,1	-1,2	2,4 ³	2,7	-1,4	0,5 ³	-0,6	0,2
Francia	2,3	1,2	-0,9	2,5	0,2	-1,9	-0,3	1,0	1,0
Italia	2,3	0,7	-0,7	2,6	0,8	-5,0	-0,4	-0,1	4,6
Regno Unito	2,6	-0,6	1,9	3,0	0,4	2,0	-0,4	-0,9	-0,2
Canada	2,4	0,7	2,4	2,5	0,0	1,8	-0,2	0,8	0,5
Gruppo dei Sette	2,8	1,7	1,2	2,9	1,6	1,1	-0,1	0,1	0,1
Australia	2,8	2,1	3,4	2,1	2,8	2,5	0,5	-0,3	0,5
Austria	2,5	1,5	-0,3	2,5	1,7	0,6	-0,1	-0,1	-0,9
Belgio	2,2	1,4	-1,3	2,2	2,5	-2,2	0,0	-1,1	1,0
Danimarca	2,3	1,2	1,2	1,7	-0,6	0,4	0,7	1,8	0,8
Finlandia	2,3	-3,8	-2,6	2,7	-5,9	-7,3	-0,5	2,1	4,5
Grecia	1,7	0,9	0,0	2,0	0,8	0,8	-1,1	0,0	-0,9
Irlanda	3,6	4,6	2,5	1,2	-1,5	1,5	2,8	6,2	1,0
Israele	3,6	6,6	3,5	3,9	5,9	5,7	-1,1	-0,4	-3,2
Norvegia	2,6	3,4	2,3	1,2	1,9	2,3	1,4	1,8	-0,4
Nuova Zelanda	1,2 ⁴	-0,3	4,9	1,2 ⁴	3,1	6,4	-0,2 ⁴	-3,6	-2,0
Paesi Bassi	2,2	1,4	0,2	2,2	1,4	-0,4	0,3	0,1	0,5
Portogallo	2,8	1,1	-0,5	2,9	3,7	-0,9	-0,7	-3,2	0,5
Spagna	3,2	0,8	-1,0	4,0	1,1	-3,6	-1,0	-0,4	2,8
Svezia	1,8	-1,9	-2,1	1,9	-2,2	-4,9	0,0	0,3	2,8
Svizzera	1,9	-0,1	-0,6	2,4	-3,0	-1,4	-0,5	3,2	0,8
Turchia ⁵	5,0	6,4	7,2	4,5	8,2	16,0	0,2	-1,9	-9,2
Altri paesi industriali	2,6	1,0	0,2	2,6	0,8	-0,7	-0,2	0,3	0,9
Totale paesi industriali	2,8	1,6	1,1	2,9	1,5	0,8	-0,1	0,1	0,2

¹ Dalle componenti della domanda è generalmente esclusa la discrepanza statistica; i dati relativi al 1993 sono in parte provvisori o stimati. ² Contributo in punti percentuali alla crescita del PIL. ³ Germania occidentale soltanto. ⁴ Esercizi iniziati il 1° aprile. ⁵ PNL.

Fonte: statistiche nazionali.

ad esempio, pur trovandosi in una posizione ciclica relativamente debole, ha fatto segnare una crescita negativa delle esportazioni nette per effetto del forte apprezzamento reale dello yen. D'altra parte, nonostante il precoce avvio della ripresa economica, il Canada ha registrato una crescita positiva della componente esterna, a causa del tasso di cambio reale favorevole e della debolezza relativa della domanda interna rispetto al suo maggiore partner commerciale. A livello delle economie minori, l'Australia ha tratto vantaggio dalla sua prossimità al mercato asiatico in forte espansione, e l'Irlanda, come il Canada, dalla posizione ciclica relativamente debole rispetto al principale partner commerciale. In Austria, invece, la pur modesta crescita della domanda interna ha superato quella dei paesi vicini.

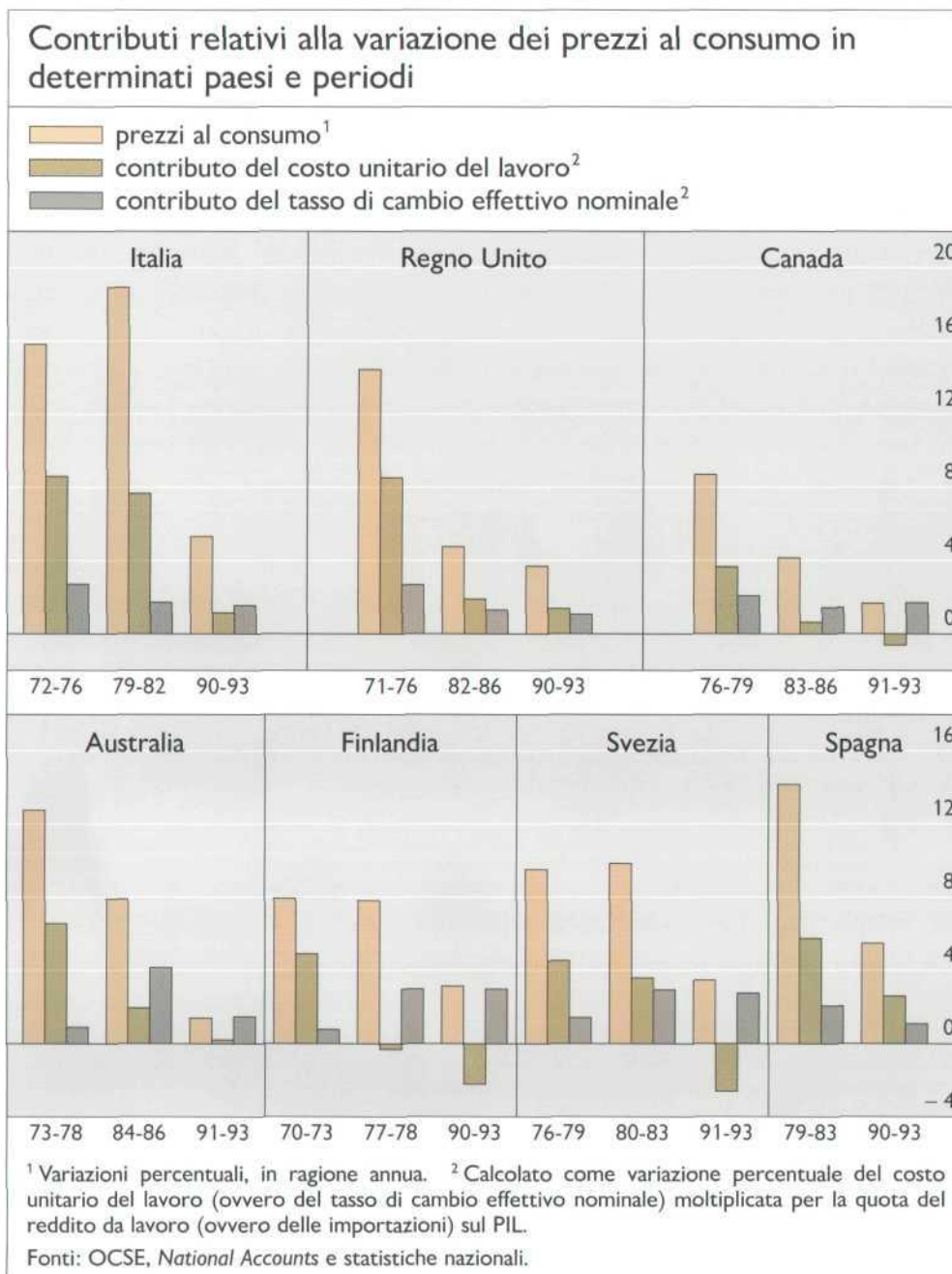
Ulteriori progressi nel ridurre l'inflazione

Lo scorso anno l'inflazione media dei prezzi al consumo nei paesi industriali è scesa al 3% soltanto, ossia al livello più basso dalla caduta del prezzo del petrolio nel 1986 (tabella seguente). La sensibile convergenza dei tassi d'inflazione nei paesi del Gruppo dei Dieci si è ulteriormente consolidata nel 1993 e nei primi mesi di quest'anno. Malgrado la recessione e un marcato

Tassi d'inflazione bassi e convergenti...

Inflazione dei prezzi al consumo								
Paesi	1982-90	1991	1992	1993				1994
				Marzo	Giugno	Sett.	Dic.	Marzo
	Variazioni percentuali annue, basate su dati di fine periodo ¹							
Stati Uniti	4,0	3,1	2,9	3,1	3,0	2,7	2,7	2,5
Giappone	1,7	2,7	1,2	1,2	0,9	1,5	1,0	1,3
Germania	1,7 ²	6,1	3,6	4,7	4,7	4,5	4,3	3,2
Francia	4,4	3,1	1,9	2,2 ³	1,9	2,3	2,1	1,5
Italia	7,2	6,0	4,6	4,3	4,2	4,2	4,0	4,2
Regno Unito	5,8	4,5	2,6	1,9	1,2	1,8	1,9	2,3
Canada	4,4	3,8	2,1	1,9	1,6	1,9	1,7	0,2
Australia	7,3	1,5	0,2	1,2	1,9	2,2	2,0	1,4
Austria	2,8	3,1	4,2	3,9	3,6	3,4	3,5	3,1
Belgio	3,4	2,8	2,4	2,9	2,4	2,8	2,7	2,3
Danimarca	4,4	2,3	1,5	1,1	0,9	1,2	1,5	1,7
Finlandia	5,5	4,2	2,3	2,7 ³	2,0	1,7	1,6	0,4
Grecia	18,4	18,0	14,4	16,4	15,8	12,8	12,1	10,2
Irlanda	4,7	3,6	2,3	1,9	0,9	1,4	1,5	1,7
Israele	78,8	18,0	9,4	10,8	11,2	10,4	11,3	9,6
Norvegia	6,1	2,9	2,2	2,5	2,3	2,2	1,8	1,0
Nuova Zelanda	9,0	1,0	1,3	1,0	1,3	1,5	1,4	1,3
Paesi Bassi	1,5	3,7	2,3	2,5	2,3	2,8	2,6	2,9
Portogallo	15,8	9,2	8,4	7,3	5,6	6,0	6,4	6,0
Spagna	7,7	5,5	5,3	4,0	4,9	4,3	4,9	5,0
Svezia	6,8	8,1	2,0	4,9	4,8	4,2	4,1	1,8
Svizzera	2,8	5,2	3,4	3,6	3,1	3,4	2,5	1,3
Turchia	50,5	71,1	66,0	58,0	67,2	68,2	71,1	73,6
Media ⁴	4,3	4,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,0	2,8

¹ Per Australia, Irlanda e Nuova Zelanda, dati trimestrali. ² Germania occidentale soltanto.
³ Nuovo indice. ⁴ Media ponderata in base ai tassi di cambio e alla spesa in consumi nel 1991.



rallentamento nella crescita dei salari nominali e dei costi unitari del lavoro, l'inflazione in Germania è rimasta superiore al livello medio dei paesi industriali, principalmente a causa della dinamica dei prezzi nel settore terziario e nelle utenze pubbliche. Tuttavia, a seguito di recenti accordi in settori-pilota, che implicano una crescita negativa delle retribuzioni reali e che – grazie all'introduzione di orari di lavoro più flessibili – accrescono le possibilità delle imprese di ridurre i costi, si prevede in generale un ulteriore declino dell'inflazione nel corso di quest'anno, anche tenendo conto dell'aumento delle imposte indirette.

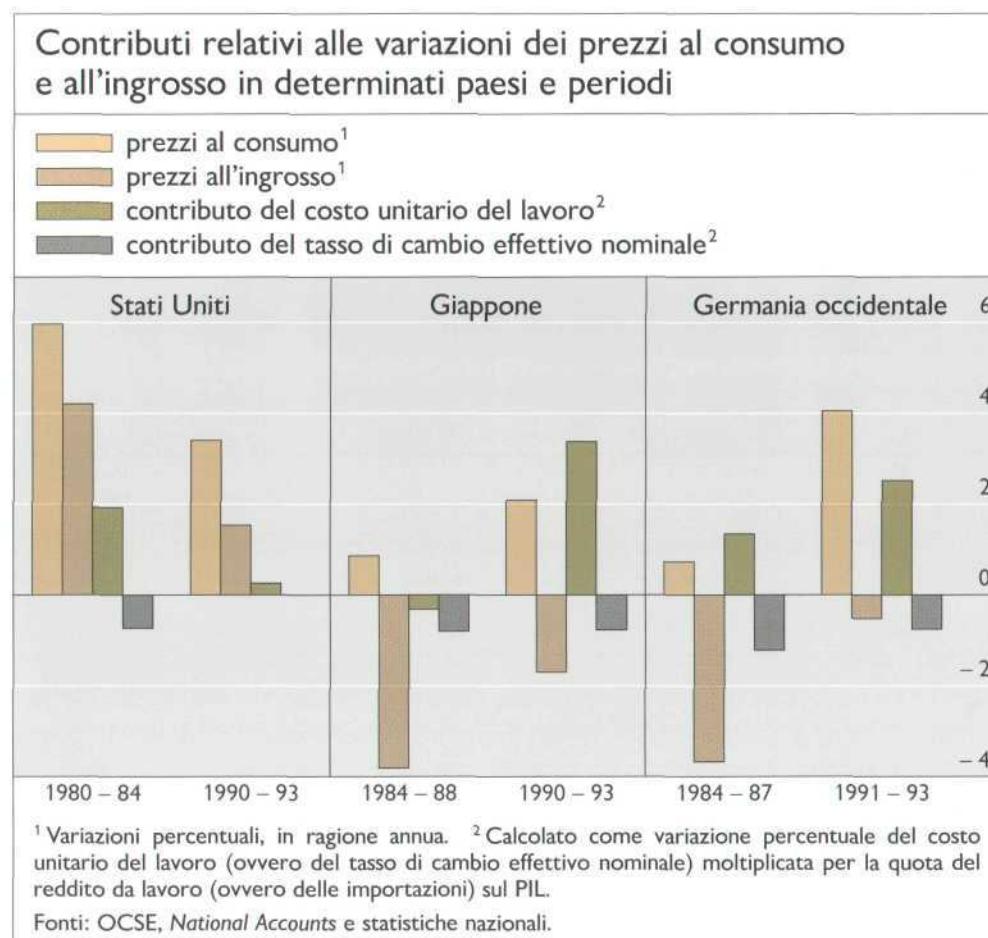
Un altro aspetto degno di nota, sul piano dell'inflazione, è il fatto che la convergenza si sia verificata malgrado ampie variazioni nei tassi di cambio effettivi nominali. In particolare, l'inflazione dei prezzi al consumo ha continuato a calare in paesi che negli ultimi due-tre anni avevano subito un considerevole

deprezzamento esterno della propria moneta, il che induce a chiedersi se non sia in qualche modo cambiato il processo di trasmissione delle variazioni di cambio ai prezzi al dettaglio. Il grafico precedente esamina in prima approssimazione questo aspetto relativamente a sette paesi. Nella maggior parte dei casi l'inflazione dei prezzi al consumo risulta notevolmente inferiore ai livelli osservati in precedenti periodi di deprezzamento della moneta. Tuttavia, ciò può essere in gran parte attribuito al contestuale marcato rallentamento nella crescita dei costi unitari del lavoro, mentre in diversi paesi (Italia, Canada, Finlandia e Svezia) l'impatto stimato delle variazioni di cambio negli anni novanta è analogo a quello osservato nei periodi di assai più elevata inflazione. Di fatto, in tre dei paesi considerati i costi unitari del lavoro sono diminuiti durante il periodo di deprezzamento del cambio, grazie ad una più lenta progressione dei salari nominali, a riduzioni dei contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro ed a sensibili guadagni straordinari di produttività.

... malgrado
ampie variazioni
nei tassi di
cambio

Il contributo relativo dei costi unitari del lavoro e del tasso di cambio alla variazione dei prezzi al consumo è stato del tutto differente nelle tre maggiori economie, le quali hanno visto apprezzarsi la propria moneta in termini effettivi durante gli anni novanta (grafico seguente). In Giappone, in presenza di un andamento stagnante del prodotto, il tradizionale sistema di impiego "vitalizio" ha comportato un notevole incremento dei costi unitari del lavoro e, quand'anche si tenga conto dell'effetto di cambio sui settori che producono prevalentemente per il mercato interno, i margini di profitto sono diminuiti. In

Inflazione nelle
tre maggiori
economie



Germania, il netto incremento dei prezzi al consumo, in confronto al precedente periodo di apprezzamento del marco, è attribuibile soprattutto ai servizi e alle tariffe pubbliche, mentre si sono ridotti i margini di profitto nei settori esposti alla concorrenza internazionale. Gli andamenti negli Stati Uniti sono più simili a quelli osservati per i paesi con moneta in deprezzamento, poiché i costi unitari del lavoro sono diminuiti, rafforzando in questo caso gli effetti delle variazioni di cambio.

Il problema dell'elevata e persistente disoccupazione

Oltre 33 milioni
di persone senza
lavoro ...

Poiché per quest'anno si prevedono generalmente una ripresa della crescita del prodotto e la permanenza dell'inflazione su bassi livelli, il problema più grave che si pone ai responsabili delle politiche nei paesi OCSE è quello della disoccupazione. Lo scorso anno oltre 33 milioni di persone, ossia l'8,2% delle forze di lavoro, erano "attivamente alla ricerca di un'occupazione", e si prevede che entro la fine del 1994 il numero dei disoccupati salga a 35 milioni, pari all'8½% delle forze di lavoro. Includendo anche coloro che si sono ritirati dal mercato del lavoro a causa delle scarse prospettive d'impiego (i cosiddetti "lavoratori scoraggiati") e le persone che svolgono non volontariamente un'attività a tempo parziale, si può stimare che nel 1993 il tasso complessivo di disoccupazione sia ammontato a non meno del 12½%, ove la differenza di 4 punti percentuali è attribuibile in buona parte al Giappone. La cifra sarebbe ancor più elevata e più inquietante qualora si considerassero anche le persone tenute fuori dalle liste di collocamento grazie a programmi pubblici di riqualificazione, ad impieghi sussidiati e a schemi di pre-pensionamento. Nell'area OCSE il numero medio degli individui interessati da tali iniziative ammonta ad almeno il 2-3% delle forze di lavoro, ma in certi paesi, soprattutto europei, nei primi anni novanta i beneficiari di specifici provvedimenti di sostegno all'occupazione risultavano pari al 50-75% delle persone censite come disoccupati.

... con un'elevata
incidenza della
disoccupazione
di lungo periodo ...

La disoccupazione sta progressivamente divenendo il problema sociale primario delle economie industriali. In diversi paesi dell'Europa continentale (tabella di pagina 26) circa la metà dei disoccupati è senza impiego da dodici o più mesi, il che fa ritenere che essi siano stati "estromessi" dal mercato in quanto non più in possesso delle qualifiche professionali richieste dai datori di lavoro oppure non sufficientemente motivati a ricercare attivamente un'occupazione. Inoltre, a differenza dei primi anni ottanta, la disoccupazione si concentra sempre più sulla componente maschile in età compresa fra 25 e 44 anni. In generale la manodopera femminile ha trovato più facilmente impiego nel settore dei servizi, sebbene in molti casi in un'attività involontariamente a tempo parziale. Benché i tassi di disoccupazione giovanile tendano ancora a superare i valori medi, salvo che nei paesi con sistemi di apprendistato (pagina 28), in alcuni casi essi sono diminuiti grazie a provvedimenti specifici per l'impiego e la formazione professionale. In altri paesi, segnatamente in Francia e in gran parte dell'Europa meridionale, la disoccupazione giovanile rimane intorno al 25%, nonostante che un gran numero di giovani si sia ritirato dal mercato del lavoro scoraggiato dalle scarse prospettive d'impiego.

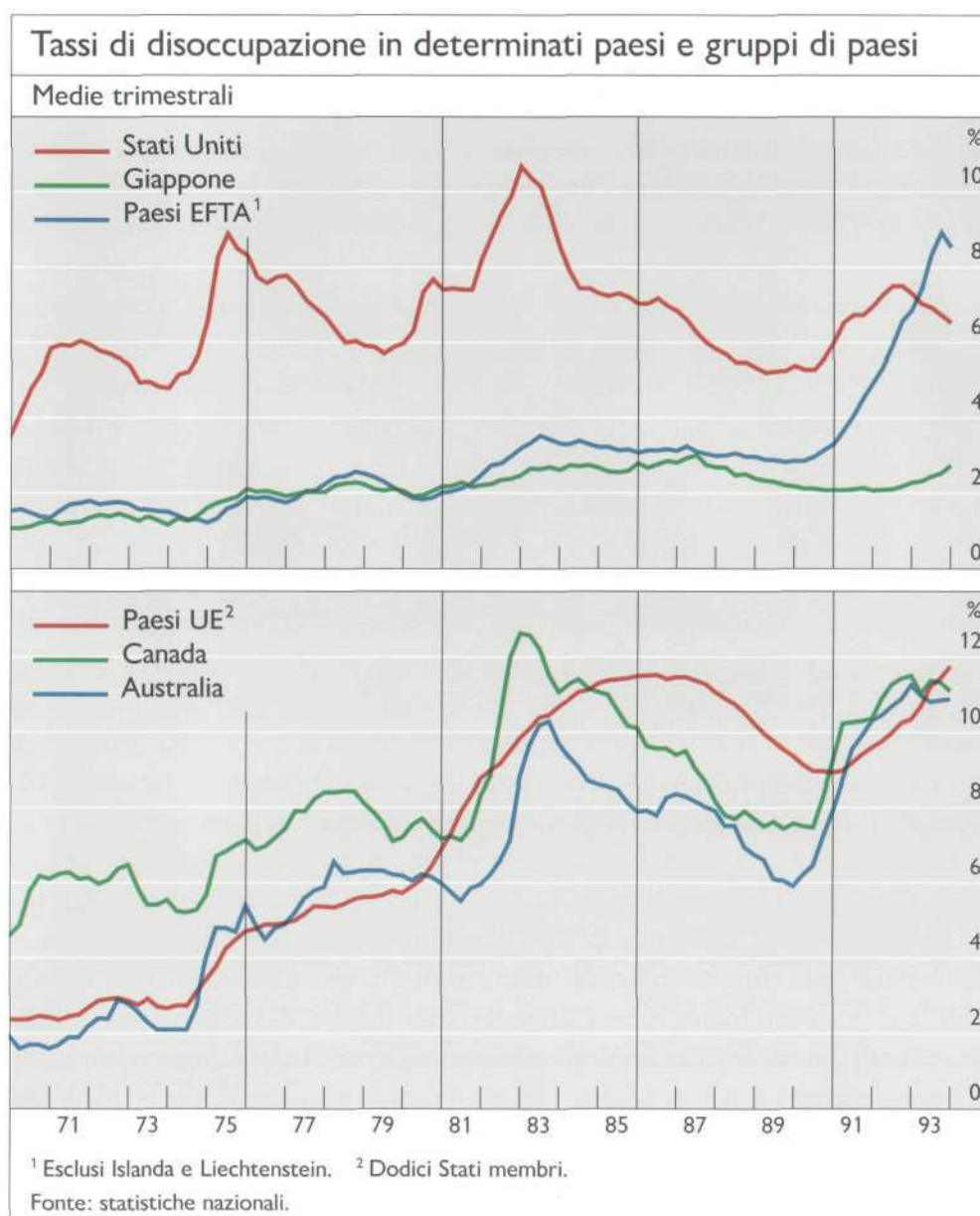
... e giovanile

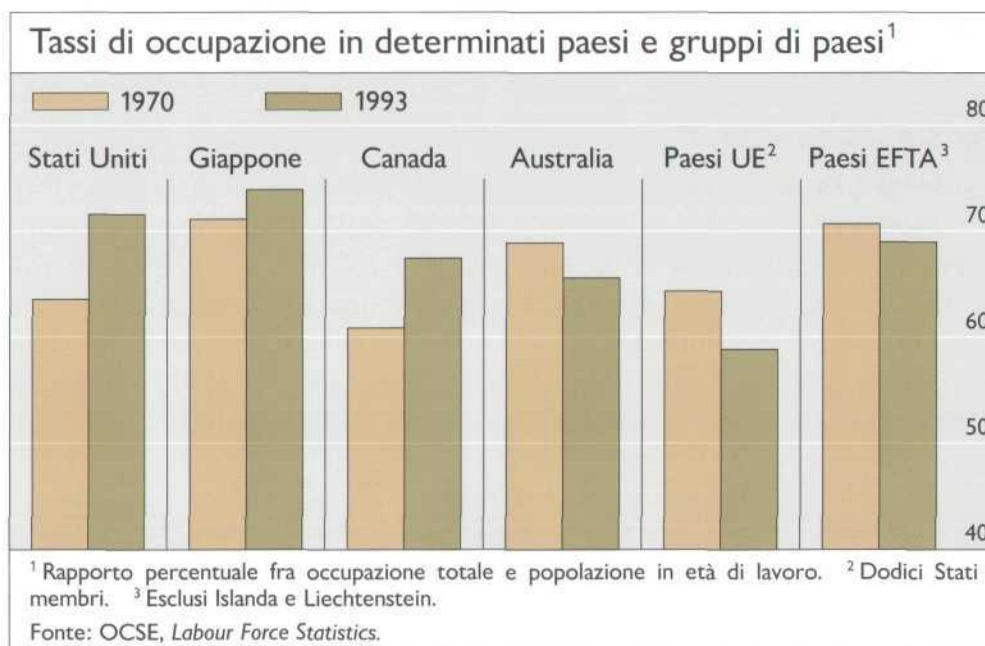
Differenze nei livelli di disoccupazione e nelle dinamiche dell'aggiustamento nei vari paesi

Sebbene l'elevata disoccupazione costituisca un problema grave pressoché nell'intero mondo industrializzato, i livelli e la dinamica di tale grandezza differiscono notevolmente da un paese all'altro (grafico seguente). Negli Stati Uniti la disoccupazione è molto reattiva alle variazioni del prodotto, in parte a causa delle maggiori possibilità di licenziamenti temporanei. Infatti, il tasso di disoccupazione, che era salito a quasi l'11% durante la recessione dei primi anni ottanta, è poi sceso a quasi il 5% nel corso della successiva ripresa, e da allora è rimasto sensibilmente al disotto della media dell'Unione Europea.

In Giappone, così come in Europa, le dismissioni temporanee sono praticamente sconosciute, e le fluttuazioni di breve periodo del prodotto sono spesso assorbite mediante una riduzione dell'orario di lavoro, parzialmente finanziata in taluni paesi da sussidi governativi. Così, negli ultimi dieci anni il tasso medio di disoccupazione in Giappone si è mantenuto entro un intervallo

Bassa disoccupazione in Giappone





del 2–3%, sebbene la crescita del PIL sia stata altrettanto variabile quanto negli Stati Uniti. Nell'area EFTA la disoccupazione ha seguito un profilo assai simile a quello osservato in Giappone sino agli ultimi anni ottanta, per poi aumentare fortemente in tutti i paesi eccetto l'Austria. Tale aumento si spiega in parte con la gravità della recessione, ma in alcuni casi esso è dovuto altresì alla progressiva erosione della competitività internazionale durante gran parte dell'ultimo decennio, allorché l'espansione della domanda interna aveva mantenuto la disoccupazione ad un livello insostenibilmente basso.

Disoccupazione
alta e persistente
nei paesi UE...

Il problema della disoccupazione è particolarmente acuto nei paesi UE, in Canada e in Australia. Non soltanto i valori medi sono superiori a quelli presenti negli Stati Uniti, in Giappone e nella maggior parte dei paesi EFTA, ma la disoccupazione mostra anche un grado ben più elevato di *persistenza*. Ad ogni recessione susseguitasi dopo gli inizi degli anni settanta, essa ha raggiunto livelli più alti poiché, a differenza di quanto è avvenuto negli Stati Uniti, le riprese cicliche si sono accompagnate ad aumenti relativamente modesti dell'occupazione (tabella di pagina 22). Inoltre, in Europa la *durata* media della disoccupazione è assai maggiore che in altri paesi, mentre il “*turnover*” sul mercato del lavoro, misurato dai flussi in uscita e in entrata, è relativamente limitato. Di conseguenza, molti osservatori ritengono che, sebbene una ripresa economica possa contribuire a ridurre l'eccesso di offerta di lavoro, il tasso di disoccupazione al quale si riattiverebbe l'inflazione stia aumentando e si situi oggi ad un livello sensibilmente più alto che negli anni settanta.

... e bassi tassi di
occupazione

L'insoddisfacente dinamica del mercato del lavoro in Europa rispetto agli Stati Uniti e al Giappone è evidenziata anche dal *tasso di occupazione* (grafico precedente), ossia dalla quota degli occupati sulla popolazione in età lavorativa. Mentre negli Stati Uniti e in Giappone il tasso di occupazione è andato aumentando negli ultimi ventitré anni, esso ha segnato un calo sia nei paesi UE sia nell'area EFTA, scendendo nel primo gruppo ad un livello inferiore di quasi il 20% a quello del Giappone. Sulla base di questo parametro, l'evoluzione in

Canada si presenta simile a quella degli Stati Uniti. Il tasso di occupazione è invece calato in Australia, anche se in misura minore che nei paesi UE.

Possibili cause dell'elevata e persistente disoccupazione

Il problema dell'elevata e persistente disoccupazione riguarda in modo particolare i paesi UE. In queste economie la causa primaria dell'aumento della disoccupazione non pare essere stata la crescita delle forze di lavoro, ma piuttosto la mancanza di flessibilità dei mercati del lavoro al variare delle condizioni economiche. Le ragioni di tale scarsa reattività e della gravità della disoccupazione nell'area UE non sono ancora ben comprese, anche se le rigidità salariali e vari fattori istituzionali paiono svolgerci un ruolo di primo piano.

Offerta di lavoro e creazione di impieghi

La tabella seguente evidenzia un calo nella crescita delle forze di lavoro negli anni 1982-93 rispetto al periodo precedente (1970-82), eccezion fatta per Giappone e Australia. L'aumento osservabile per questi due paesi è il risultato di crescenti tassi di partecipazione, mentre il rallentamento negli Stati Uniti e in Canada è per lo più dovuto a fattori demografici. Anche in Europa la flessione nella crescita delle forze di lavoro può essere posta in relazione a fattori demografici, quantunque in alcuni paesi i tassi di partecipazione siano diminuiti, poiché un certo numero di lavoratori è uscito dal mercato del lavoro a causa delle scarse prospettive di impiego oppure per effetto di incentivi al pre-pensionamento. Di conseguenza, il problema della disoccupazione in Europa non può essere attribuito alla dinamica dell'offerta di manodopera, ma va ricondotto all'insufficiente creazione di posti di lavoro.

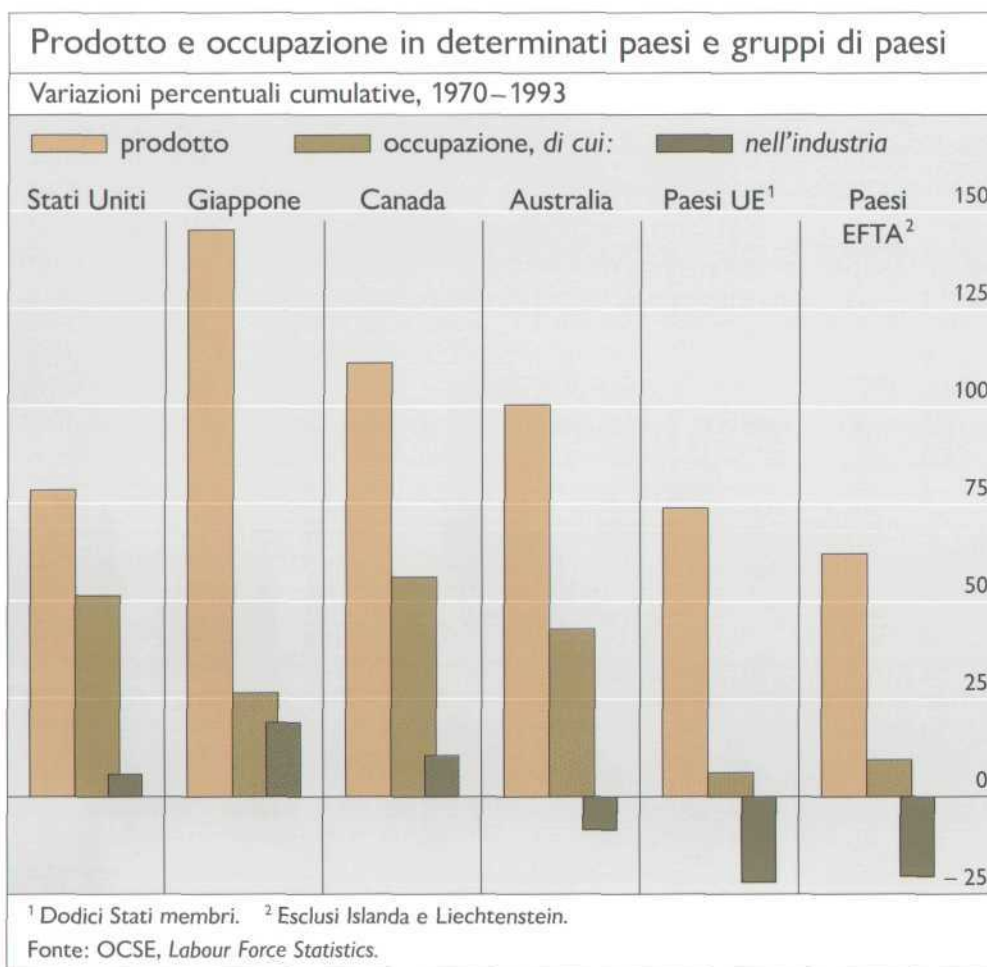
Crescita calante dell'offerta di lavoro

Un basso saggio di creazione di posti di lavoro è un problema quasi endemico dell'Europa (grafico a fronte): dal 1970 l'occupazione è aumentata soltanto del 51/2% nei paesi UE e di meno del 10% nell'area EFTA, rispetto a una crescita del 50% e oltre negli Stati Uniti e in Canada. La sfavorevole evoluzione in Europa non è imputabile semplicemente alla dinamica del prodotto, giacché nei paesi UE il PIL è cresciuto altrettanto rapidamente quanto negli Stati Uniti, seppure meno che in Giappone, Australia e Canada. L'espansione del

Scarsa creazione di impieghi in Europa

Variazioni dell'offerta di lavoro e della popolazione in età lavorativa				
Paesi e gruppi di paesi	1970-82		1982-93	
	Offerta di lavoro	Popolazione in età lavorativa	Offerta di lavoro	Popolazione in età lavorativa
	Variazioni percentuali annue			
Stati Uniti	2,3	1,6	1,3	0,8
Giappone	0,9	0,9	1,1	0,8
Paesi UE*	0,7	0,8	0,5	0,7
Canada	2,9	2,0	1,4	1,0
Australia	1,9	1,9	2,0	1,6
Paesi EFTA	0,9	0,5	0,4	0,6

* Esclusa la Germania orientale.
 Fonti: OCSE, *Labour Force Statistics* e stime BRI.



prodotto in Europa ha avuto però un'intensità di lavoro assai più bassa che negli Stati Uniti (tabella seguente). L'intensità di lavoro della crescita produttiva risulta relativamente bassa anche in Giappone, mentre i valori osservabili per il Canada e l'Australia sono più vicini a quelli statunitensi. Un basso saggio di creazione di posti di lavoro per unità di crescita di prodotto implica ovviamente un forte incremento della produttività del lavoro, il che è generalmente auspicabile. Tuttavia, per poter cogliere i benefici di tali guadagni di produttività occorre che siano create le condizioni per un impiego produttivo del lavoro così risparmiato.

La risposta dei salari nominali e reali alle variazioni esogene

Disoccupazione elevata e crescente negli anni ottanta...

Ad ogni modo, l'attuale problema della disoccupazione in Europa non sembra essere causato da *variazioni* nell'intensità di lavoro della crescita del prodotto, giacché questa non è calata (anzi è cresciuta) negli ultimi anni (si veda la nota della tabella seguente). L'elevata disoccupazione in Europa, in particolare il suo *aumento* nei primi anni ottanta, è più probabilmente collegata alla dinamica dei salari reali e al modo in cui i mercati del lavoro europei reagiscono ai fattori esogeni. Nella tabella di pagina 23 è esaminata la risposta della disoccupazione a due fattori di questo tipo: ossia i decrementi dell'inflazione indotti dall'esigenza di consolidare la stabilità e la crescita a medio termine e le variazioni nelle ragioni di scambio. Si tratta di misure piuttosto grezze della risposta dei mercati del lavoro, specie per quanto riguarda i paesi nordici dell'EFTA nei primi anni novanta, quando il principale obiettivo delle loro

Variazioni del prodotto reale e dell'occupazione					
Paesi e gruppi di paesi	Periodi ¹	Variazione cumulativa del PIL	Variazione cumulativa dell'occupazione	Rapporto ²	
				anni '80	1970-93
Stati Uniti	1982-90	30,0	18,5	0,60	0,65
Giappone	1984-91	36,0	10,5	0,30	0,20
Paesi EFTA	1984-90	17,5	5,5	0,30	0,15
Australia	1983-90	30,5	24,5	0,80	0,40
Canada	1982-90	32,5	18,5	0,55	0,50
Paesi UE	1983-91	25,0	8,5	0,35	0,07
Germania occidentale	1983-91	29,5	10,0	0,35	0,06
Francia	1984-91	19,0	3,5	0,20	0,06
Italia	1982-91	25,0	5,0	0,20	0,07
Spagna	1986-91	23,5	15,0	0,65	-0,05
Regno Unito	1983-90	25,0	14,0	0,55	0,02

¹ Periodi scelti in modo da comprendere soltanto gli anni con crescita positiva dell'occupazione; per il Giappone, anni iniziali e finali sulla base delle *variazioni* nella crescita dell'occupazione.

² Rapporto fra variazione cumulativa dell'occupazione e variazione cumulativa del prodotto nei periodi indicati e per il 1970-93.

Nota: regredendo le variazioni dell'occupazione sulle variazioni del prodotto rispettivamente negli Stati Uniti e nei paesi UE, e tenendo conto di un cambiamento strutturale fra gli anni settanta e ottanta, sono stati ottenuti i seguenti risultati:

	1970-81		1982-93	
	intercetta	elasticità	intercetta	elasticità
Stati Uniti	-0,00	0,85	-0,60	0,85
Paesi UE	-0,70	0,30	-1,35	0,85

Fonti: OCSE, *National Accounts* e *Labour Force Statistics*.

politiche era stato quello di correggere gli squilibri accumulatisi nel decennio precedente. Inoltre, non si sono ripetuti i precedenti guadagni nelle ragioni di scambio e sull'andamento del mercato del lavoro hanno fortemente influito shock esterni sotto forma di minori esportazioni.

Nondimeno, la tabella indica chiaramente come un importante fattore della disoccupazione in Europa, e così pure in Canada e Australia, sia la scarsa reattività dei mercati del lavoro. In effetti, il grado di disinflazione e il rigore delle misure di politica monetaria adottate a tal fine in Europa non sono stati sensibilmente maggiori che nell'America del Nord. Inoltre, i paesi europei hanno beneficiato di guadagni nelle ragioni di scambio assai più consistenti di quelli realizzati da Stati Uniti, Canada e Australia (sebbene inferiori a quelli del Giappone). Nella tabella non sono analizzate le cause della scarsa reattività del mercato del lavoro europeo, ma vi sono numerose indicazioni a riprova del fatto che fra i lavoratori dei paesi UE gli obiettivi in termini di salario reale sono ben più saldamente radicati che in Giappone e nei paesi EFTA, mentre il comportamento delle retribuzioni reali negli Stati Uniti, in Canada e in Australia pare situarsi in posizione intermedia. Di conseguenza, la rigidità dei salari reali, anche quando le circostanze ne richiederebbero un aggiustamento, è probabilmente la determinante principale dell'aumento della disoccupazione nei paesi comunitari durante gli anni ottanta. È essenziale che si pervenga a ridurre tale rigidità anche al fine di evitare un ulteriore aggravamento della disoccupazione, tanto più che un suo aumento nell'area UE appare assai più difficilmente reversibile che altrove.

... dovuta a rigidità dei salari reali...

La gravità del problema della disoccupazione nell'Unione Europea

... e a una scarsa creazione di posti di lavoro durante la ripresa

La seconda metà degli anni ottanta ha rappresentato un periodo di ripresa ciclica e di disoccupazione calante nei paesi OCSE. Tuttavia, la misura in cui sono stati ripristinati i precedenti, più bassi livelli di disoccupazione è stata assai diversa a seconda dei paesi. Negli Stati Uniti, in Canada e in Australia il recupero è stato dell'ordine del 100% e oltre, mentre in Giappone sono stati ricostituiti circa i due terzi dei posti di lavoro persi in precedenza. Nei paesi europei, per contro, la fase di ripresa produttiva è durata meno a lungo e il tasso di recupero non ha raggiunto il 50%. La carenza in termini di creazione di nuovi posti di lavoro è stata particolarmente acuta nei paesi UE, cosicché quando è subentrata la fase recessiva dei primi anni novanta il tasso di disoccupazione superava di tre punti quello presente prima della precedente svolta ciclica negativa. Inoltre, anche al culmine della fase espansiva più del 50% dei disoccupati risultava essere senza lavoro da dodici mesi o più, una quota soltanto di poco inferiore a quella registrata in corrispondenza del livello massimo di disoccupazione toccato nel 1986. Nell'America del Nord e nei paesi dell'EFTA, invece, l'incidenza della disoccupazione di lunga durata era inferiore rispettivamente al 7 e al 10%.

Potenziali vincoli di capacità...

Carenza di capitale ed elevata quota di reddito dei salari. Ci si può pertanto chiedere se la ripresa in Europa non sia stata bloccata da vincoli di capacità produttiva e/o da un eccessivo costo del lavoro in rapporto alla produttività. La formazione di capitale fisso nelle imprese è stata debole nei primi anni ottanta, e la propensione per gli investimenti a bassa intensità di lavoro, constatata in molti paesi, fa temere che non possano più essere raggiunti i precedenti bassi livelli di disoccupazione, in quanto non sono disponibili le necessarie capacità produttive. L'andamento dei saggi di utilizzo della capacità

Disinflazione e variazioni della disoccupazione								
Paesi e gruppi di paesi	Calo del tasso d'inflazione ¹		Variazione delle ragioni di scambio ²		Variazione della disoccupazione ³		"Tasso di sacrificio" ⁴	
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)
Stati Uniti	7,3	1,9	-1,0	-0,4	0,6	1,3	0,10	0,70
Giappone	4,6	1,2	-3,0	-1,0	0,6	0,2	0,15	0,15
Paesi UE ⁵	8,7	2,0	-1,6	-0,3	4,0	1,6	0,45	0,75
Australia	4,8	7,0	0,8	1,5	1,9	1,7	0,40	0,25
Canada	8,4	3,8	2,0	0,8	3,2	2,7	0,40	0,70
Paesi EFTA	5,1	3,6	-1,0	-0,2	0,7	3,2	0,15	0,90

¹ Sulla base del deflatore del PIL nei periodi seguenti:

colonna (a)	colonna (b)
1981-86 (Stati Uniti e Canada)	1989-93 (Stati Uniti e Canada)
1980-87 (Giappone e paesi UE)	1990-93 (Giappone, paesi UE e paesi EFTA)
1982-85 (Australia)	1988-93 (Australia)
1981-87 (paesi EFTA)	

² Variazione del rapporto fra i deflatori delle importazioni e delle esportazioni (corretto per il rapporto fra commercio estero e PIL) nei periodi di disinflazione. ³ Aumento annuo cumulativo della disoccupazione nei periodi di disinflazione. ⁴ Misurato rispettivamente come (e)/(a) e (f)/(b). ⁵ Esclusa la Germania orientale.

Fonte: OCSE, *Economic Outlook*.

sembrerebbe confermare una certa carenza di capitale, anche se dopo le recenti variazioni dei prezzi relativi dei fattori la capacità produttiva utilizzabile profittevolmente potrebbe essere maggiore di quanto si pensasse. Prima dell'ultima recessione in tre dei maggiori paesi UE i tassi di utilizzo erano assai prossimi ai precedenti massimi, mentre in Canada, Australia e Stati Uniti essi non raggiungevano il 95% dei valori di punta toccati in passato, nonostante incrementi del prodotto doppi rispetto all'Europa. Gli indicatori degli investimenti fissi per settori segnalano un netto spostamento dall'industria verso i servizi, in linea con il calo generale della quota del settore secondario sul PIL complessivo. La crescita degli investimenti nel terziario è stata però comparativamente modesta nei paesi UE, il che implica una bassa capacità di creare nuovi posti di lavoro in questo settore e una possibile causa del calo tendenziale del rapporto fra posti vacanti e disoccupati. Come mostra il grafico a pagina 21, la quota relativa dell'occupazione nell'industria è diminuita nella maggior parte dei paesi, ma mentre negli Stati Uniti è stato possibile creare un elevato numero di nuovi impieghi nel settore dei servizi, altrettanto non è avvenuto nei paesi UE.

... particolarmente nel terziario

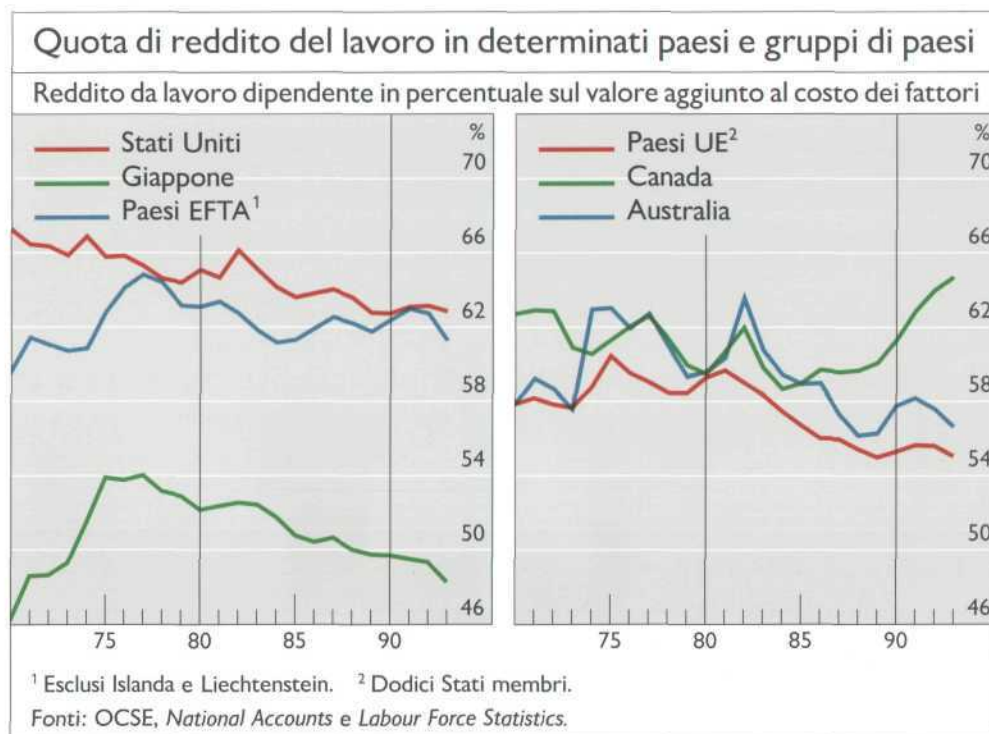
Il problema del costo del lavoro è esaminato nel grafico seguente, che mostra l'andamento della quota dei salari sul valore aggiunto. Gli Stati Uniti si caratterizzano per una forte stabilità nella distribuzione del reddito tra i fattori, mentre in Giappone e nei paesi UE la quota di reddito del lavoro è cresciuta verso la metà degli anni settanta e quindi nuovamente dopo il secondo shock petrolifero, per poi calare in seguito. Nei paesi EFTA si è avuta un'impennata negli anni settanta, che potrebbe essere dovuta all'effetto congiunto delle politiche di pieno impiego e di un netto incremento della componente non retributiva del costo del lavoro. Nel corso della recente recessione la quota dei salari ha però subito una flessione per effetto della più moderata dinamica delle retribuzioni reali e dei maggiori incrementi di produttività realizzati mediante dismissioni di personale. In Canada e in Australia, per converso, la recessione pare avere ampliato la quota del lavoro sul reddito nazionale. Ma, mentre in Australia la proporzione rimane ben inferiore ai valori passati, ed è addirittura calata lo scorso anno con l'accelerarsi della ripresa, in Canada essa si trova al livello massimo degli ultimi venticinque anni.

Quote di reddito da lavoro per lo più stazionarie o calanti

A prima vista, il grafico non evidenzia come causa dell'elevata disoccupazione negli anni ottanta un'eccessiva crescita del costo del lavoro, salvo forse per il Canada. Ad un esame più approfondito, tuttavia, emergono talune considerazioni che pongono il problema in una luce diversa:

Tuttavia il costo del lavoro potrebbe essere troppo elevato...

– il calo della quota di reddito dei salari potrebbe essere dovuto ad una moderazione dei guadagni reali indotta dalla disoccupazione. Di conseguenza, è possibile che a più bassi livelli di disoccupazione tale quota ridivenga eccessiva, a meno che non sia cambiato il comportamento di fondo dei salari reali. Su tale questione, tuttavia, le indicazioni non sono univoche. Gli studi econometrici su salari e prezzi non hanno evidenziato alcun cambiamento di questo genere, salvo forse per quanto riguarda gli Stati Uniti. D'altra parte, una più intensa concorrenza internazionale, unitamente a mutamenti d'ordine istituzionale, potrebbe aver comportato una notevole moderazione della dinamica salariale, rendendo quest'ultima più sensibile all'influsso delle forze di mercato. Negli



... a meno che vi sia un cambiamento nei comportamenti dei salari...

anni ottanta si è osservata una generale tendenza verso la contrattazione decentralizzata, in parte di riflesso al più basso livello di sindacalizzazione, in parte come conseguenza dello spostamento di occupazione dall'industria al terziario. Parecchi paesi hanno abolito l'indicizzazione dei salari o, come la Francia, hanno sostituito i precedenti sistemi basati sulla variazione *passata* dell'indice dei prezzi con aggiustamenti salariali commisurati al tasso d'inflazione *previsto*, accrescendo così la reattività delle retribuzioni nominali alle politiche antinflazionistiche. Un altro importante cambiamento, particolarmente evidente negli Stati Uniti e nel Regno Unito, è il calo della densità sindacale, dovuto alla maggiore crescita relativa dell'occupazione in settori con bassi livelli di sindacalizzazione, a un regresso delle iscrizioni nei settori tradizionalmente sindacalizzati e alle politiche volte a ridurre il potere delle associazioni sindacali;

... oppure un adeguamento delle retribuzioni reali al variare della produttività...

– anche se apparentemente la domanda di lavoro delle imprese non dovrebbe essere influenzata fintantoché i salari e i costi di manodopera reali si muovono al passo con la produttività, non è da escludere che il nesso causale operi anche nell'altro senso. In Europa i crescenti costi salariali reali possono aver indotto le imprese ad aumentare la produttività mediante dismissioni di personale o investimenti a più alta intensità di capitale, allorché negli Stati Uniti sono i lavoratori che paiono aver ridimensionato le loro rivendicazioni salariali in linea con il progressivo rallentamento della crescita della produttività. Come mostra il grafico a pagina 21, esiste una differenza assai notevole fra i paesi UE e gli Stati Uniti quanto alla capacità di creare nuovi impieghi. A ciò "corrisponde" una differenza altrettanto notevole nella dinamica delle retribuzioni reali, le quali negli ultimi trent'anni sono rimaste praticamente stazionarie negli Stati Uniti, mentre risultano aumentate in media del 20% circa nei paesi dell'Unione Europea;

Disoccupazione di lunga durata* in determinati paesi e anni					
Paesi	1983	1985	1987	1989	1991
	in percentuale della disoccupazione totale				
Stati Uniti	13,3	9,5	8,1	5,7	6,3
Giappone	12,9	12,9	18,9	18,7	17,9
Canada	9,9	10,3	9,4	6,8	7,2
Australia	27,5	30,9	28,6	23,0	24,9
Finlandia	19,8	21,1	19,0	6,9	9,1
Norvegia	6,3	10,2	5,0	11,6	20,2
Paesi UE	46,0	54,6	53,5	53,0	46,4
Germania occidentale	39,3	47,9	48,2	49,0	45,5
Francia	42,2	46,8	45,5	43,9	37,2
Regno Unito	47,0	48,6	45,9	40,8	28,1
Belgio	66,3	69,8	74,9	76,3	61,6

* Persone senza lavoro da dodici mesi o più.
Fonte: OCSE, *Employment Outlook*.

– data la crescente mobilità internazionale del capitale reale e la sempre maggiore esposizione dei paesi industriali alla concorrenza dei paesi con più bassi costi di produzione nell'area dei PVS e delle economie in trasformazione dell'Europa orientale, è opportuno tenere conto anche dell'evoluzione dei costi nelle altre aree geografiche nel calcolare le variazioni “giustificate” dei salari reali. In Australia e nell'America del Nord le pressioni concorrenziali provenienti rispettivamente dal Sud-Est asiatico e dal Messico possono aver contribuito al recente aumento della disoccupazione, specie nelle industrie con un'elevata quota di lavoratori non qualificati. In Europa i costi unitari del lavoro sono decisamente più alti che nelle economie di recente industrializzazione (NIEs), ma l'interscambio con questi paesi occupa ancora una parte modesta nella domanda complessiva. D'altro canto, dal 1980 la quota dei paesi UE nel commercio mondiale extraeuropeo di manufatti è calata dal 22 al 17^{1/2}%. Inoltre, una maggiore liberalizzazione degli scambi con l'Europa orientale potrebbe in futuro avere implicazioni sui livelli salariali in certi settori come quello siderurgico e tessile, anche se in un primo tempo le variazioni nei flussi commerciali saranno probabilmente piuttosto modeste.

Elevati costi di assunzione e di licenziamento. Un fattore che contribuisce alla persistenza della disoccupazione e alla notevole quota dei disoccupati di lungo periodo nei paesi UE (tabella precedente) è senz'altro costituito dagli elevati costi di assunzione e di licenziamento. Allorché le erogazioni di fine rapporto equivalgono a diverse mensilità di stipendio, i periodi di preavviso sono lunghi, oppure i licenziamenti comportano protratte e difficili negoziazioni, le imprese esitano ad assumere nuovi dipendenti, e in ogni caso lo fanno soltanto quando la ripresa economica è chiaramente confermata. Come mostra la tabella a pagina 22, nei paesi UE il rapporto incrementale fra occupazione e prodotto è basso rispetto ad Australia, Stati Uniti e Canada, e ciò principalmente a causa degli andamenti in Germania, Francia e Italia. Rapporti ancora più bassi si riscontrano per l'area EFTA e il Giappone. Nel primo caso il fenomeno è imputabile soprattutto agli elevati costi di licenziamento in alcuni paesi del gruppo, mentre in Giappone la ragione principale va ricercata nel

... e alla
concorrenza
internazionale

Effetti sull'occupazione degli
elevati costi
delle dismissioni
di manodopera...

sistema di impiego “vitalizio” prevalente nelle grandi industrie manifatturiere. Le dimissioni di manodopera sono particolarmente costose e complicate in Spagna, con conseguenze negative sulla dinamica dell'occupazione nel più lungo periodo. Negli anni ottanta in questo paese il rapporto incrementale occupazione/prodotto era sensibilmente cresciuto, ma ciò può in gran parte spiegarsi con l'aumento dell'occupazione femminile a tempo parziale e, in particolare, con l'introduzione di una nuova normativa che consente i contratti di lavoro temporanei. Infatti, alla fine dello scorso anno, più del 30% dei lavoratori dipendenti risultava impiegato su base temporanea.

... e degli oneri
extrasalariali

Pesante onere delle imposte e dei contributi sociali. In molti paesi europei i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro sono stati aumentati per finanziare la spesa pubblica, e in particolare i crescenti esborsi per prestazioni sociali (si veda più oltre, a pagina 34). Unitamente ad altri costi di manodopera extrasalariali, in diversi paesi UE tali erogazioni costituiscono ormai quasi il 50% del costo totale del lavoro, rispetto al 25% circa negli Stati Uniti e in Giappone. Poiché di regola i contributi previdenziali e gli altri oneri non retributivi aumentano nei periodi di elevata disoccupazione, essi tendono a ridurre la reattività ciclica del costo complessivo del lavoro e possono pertanto contribuire a spiegare l'elevato “tasso di sacrificio” osservato nella tabella a pagina 23 e, in certa misura, anche la maggiore persistenza della disoccupazione. Inoltre, dato che nella maggior parte dei casi i contributi previdenziali a carico del datore di lavoro sono soggetti a limiti massimi, l'incidenza dei costi extrasalariali tende ad essere maggiore per i dipendenti a più basso stipendio, il che può aver contribuito a spostare la domanda di lavoro verso il personale qualificato (si veda più oltre). Infine, nella misura in cui tali contributi sono impiegati per finanziare elevati sussidi di disoccupazione, essi possono avere un effetto disincentivante, favorendo la crescita dei salari reali e della disoccupazione.

Rigidità delle
strutture salariali
come causa della
persistenza della
disoccupazione...

Disoccupazione e flessibilità delle strutture salariali. Per varie ragioni le strutture salariali alquanto rigide osservabili in molti dei paesi dell'Europa continentale sono parte integrante del problema della disoccupazione. Il declino della sindacalizzazione negli Stati Uniti e nel Regno Unito può in parte aver contribuito alla minore persistenza della disoccupazione in questi paesi. In effetti, nel Regno Unito la disoccupazione aveva già iniziato a calare lo scorso anno, quando la ripresa produttiva era ancora assai debole. Per converso, l'elevata densità sindacale potrebbe essere una delle ragioni della rigidità delle strutture salariali e della persistenza di alti livelli di disoccupazione in alcuni paesi scandinavi e in Germania. L'ampia quota dei disoccupati di lungo periodo in Europa, specie fra i lavoratori senza qualifica professionale, può senza dubbio essere ricollegata alla mancanza di flessibilità delle retribuzioni relative di fronte al calo nella domanda relativa di lavoro non qualificato indotto dall'evoluzione della tecnologia e dei flussi commerciali. I dati mettono inoltre in evidenza come le ampie disparità regionali in termini di disoccupazione non siano rispecchiate dai differenziali salariali. Anche prescindendo dall'ex RDT, lo scorso anno in Germania i divari in termini di disoccupazione fra le diverse regioni si sono accresciuti, mentre sono diminuiti i corrispondenti differenziali retributivi. In Canada, dove il grado di persistenza della disoccupazione è parimenti piuttosto alto, si era potuto osservare un fenomeno analogo nella

seconda metà degli anni ottanta. Il problema è tuttavia particolarmente acuto in Italia, dove la disoccupazione nel Mezzogiorno è da decenni molto più elevata che al Nord, senza che ne sia conseguito alcun aggiustamento delle retribuzioni relative.

Ciò nonostante, l'ipotesi che la presenza di ristretti e rigidi differenziali salariali costituisca una causa primaria dell'elevata disoccupazione è soggetta ad alcune importanti riserve. Ad esempio, il fatto che i differenziali in funzione del livello di formazione siano rimasti più stabili in Germania che negli Stati Uniti può essere in gran parte spiegato da diversità nella dinamica delle forze di lavoro qualificate e con elevato livello di istruzione. Si aggiunga che, grazie al sistema di apprendistato, i lavoratori tedeschi possono adeguarsi più facilmente dei loro omologhi statunitensi agli spostamenti nella domanda relativa senza subire variazioni di salario. Negli Stati Uniti coloro che fanno ingresso nel mercato del lavoro hanno in molti casi un livello molto basso o nullo di formazione, mentre in Germania essi provengono normalmente da un addestramento professionale sia scolastico che pratico, e ciò consente un'elevata sostituibilità fra le diverse categorie di lavoratori allorché le variazioni nella domanda relativa rendono necessari aggiustamenti. Infine, se da un lato l'assetto istituzionale e normativo ha senz'altro contribuito alla stabilità della struttura salariale, specie in Germania ma anche in altri paesi europei, non vi sono sicuri riscontri che ciò abbia costituito una causa diretta dell'elevata disoccupazione. Ad esempio, l'aumento della disoccupazione fra i lavoratori non qualificati in Germania è stato solo di poco superiore a quello della disoccupazione totale. Per converso, nonostante un elevato grado di flessibilità, negli Stati Uniti e nel Regno Unito tale categoria di lavoratori ha avuto difficoltà nel trovare impiego e molti di essi sono rimasti disoccupati o hanno abbandonato le forze di lavoro.

... nonostante
alcune eccezioni

Considerazioni conclusive

Una conclusione di ordine generale che emerge dalla precedente trattazione è che non esiste una spiegazione univoca delle differenze fra i vari paesi nel comportamento del mercato del lavoro, né un chiaro consenso sul modo in cui possa essere risolto il problema della disoccupazione. In effetti, i provvedimenti che hanno condotto a risultati positivi in taluni paesi potrebbero non sortire lo stesso effetto in altri. Ad esempio, il livello e il profilo evolutivo della disoccupazione in Australia e in Canada sono straordinariamente simili a quelli osservati nell'area UE. Tuttavia, ad un'analisi più approfondita emergono significative differenze fra i due gruppi di paesi nel comportamento sottostante dei mercati del lavoro e dei beni, e ciò fa ritenere che anche le possibili soluzioni sarebbero differenti.

Pluralità di cause

Nondimeno, è possibile formulare alcune considerazioni generali. Anzitutto, l'attuale tasso di disoccupazione dell'11½% nei paesi UE è in parte di natura ciclica e dovrebbe pertanto ridursi con il progredire della ripresa economica. I tentativi di accelerare la ripresa comportano rischi, in quanto l'inflazione è sensibile sia al *livello* sia alle *variazioni* del sottoimpiego di potenziale produttivo. Inoltre, anche secondo le stime più ottimistiche, dopo una ripresa congiunturale rimarrebbe pur sempre uno *zoccolo duro* di

I presupposti
per ridurre
la disoccupazione
strutturale:

disoccupazione *strutturale* dell'ordine del 7–8%. La maggior parte delle analisi indica che questa componente è gradualmente aumentata in Australia, in Canada e particolarmente nei paesi UE.

una maggiore
reattività
al variare delle
condizioni,

In secondo luogo, una condizione essenziale per alleviare il problema della disoccupazione strutturale in Europa è che siano adottati provvedimenti atti ad accrescere la sensibilità dei salari reali al variare delle condizioni del mercato del lavoro e quindi a mitigare gli effetti di eventuali shock e delle politiche di stabilizzazione.

In terzo luogo, condizione essenziale per l'efficacia delle misure dirette a ridurre la disoccupazione strutturale è che di questa siano individuate le cause esatte:

un aumento degli
incentivi e della
flessibilità, e

– date la più bassa crescita dello stock di capitale e la propensione per gli investimenti a bassa intensità di lavoro, vi è il rischio che le capacità esistenti non siano in grado di sostenere il ritorno al pieno impiego se non vengono rafforzati gli incentivi a sostituire capitale con lavoro;

– il progresso tecnologico durante gli anni ottanta ha avuto la tendenza a sfavorire il lavoro, specie quello non qualificato. Nel *lungo periodo* il progresso tecnologico è il principale fattore di crescita del reddito reale e *non* una causa di disoccupazione; tuttavia, al fine di agevolare l'aggiustamento nel breve periodo è essenziale che i salari reali a livello aggregato e le strutture salariali siano flessibili;

– in alcuni paesi la concorrenza delle economie emergenti con più bassi costi di produzione potrebbe aver ridotto la domanda di lavoro attraverso l'interscambio, le subforniture esterne o la dislocazione di unità produttive. Finora questo fattore ha probabilmente avuto un impatto modesto, ma se si considerano la crescente mobilità internazionale del capitale reale, i progressi nella tecnologia delle comunicazioni e la rapida crescita della produttività in alcuni paesi in via di sviluppo, esso potrebbe diventare un problema più rilevante in futuro, rendendo ancor più necessaria una maggiore flessibilità dei salari;

la rimozione
dei disincentivi
e degli ostacoli
all'agire delle
forze di mercato

– in alcuni casi il crescente onere dei contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro e degli altri costi extrasalariali potrebbe aver costituito un disincentivo all'assunzione di manodopera. La soluzione migliore potrebbe essere quella di ridimensionare tali contributi, specie laddove essi sono destinati a erogazioni che generano effetti disincentivanti e/o riducono la flessibilità delle retribuzioni reali;

– la rigidità dei salari relativi in presenza di forti spostamenti nella domanda relativa delle differenti categorie di lavoro costituisce senza dubbio un importante fattore di disoccupazione strutturale, specie in Europa. Per ridurre tale rigidità è essenziale che vengano soppressi quei vincoli normativi che ostacolano un agevole aggiustamento sui mercati del lavoro, e che i salari siano determinati dalle forze del mercato anziché dalle pratiche istituzionali.

Infine, l'eliminazione delle varie cause della disoccupazione strutturale mediante un'azione dal lato dell'offerta o provvedimenti strutturali è una condizione *necessaria*, ma *non sufficiente*, per una riduzione non inflazionistica della disoccupazione. Per riuscire veramente a comprimere la disoccupazione strutturale occorre infatti che tali iniziative siano integrate da politiche che

consentano una crescita della domanda aggregata sufficiente ad assorbire gradualmente i fattori, ciclici e di altro tipo, alla base del sottoimpiego di risorse. Inoltre, ove siano state poste in atto le necessarie misure strutturali, una certa accelerazione nella crescita della domanda non dovrebbe pregiudicare i miglioramenti già ottenuti sul fronte dell'inflazione.

Necessaria una graduale crescita della domanda

Debito pubblico e vincoli per la politica di bilancio

Evoluzione recente del debito pubblico

L'impiego della politica di bilancio per stimolare la domanda aggregata e attenuare la disoccupazione è stato fortemente limitato dagli elevati livelli del debito pubblico con cui la maggior parte dei paesi industriali è entrata nell'attuale fase recessiva. Ciò nonostante, lo scorso anno l'incidenza del debito pubblico sul PIL ha continuato ad aumentare, rispecchiando il deterioramento sia ciclico che strutturale della finanza pubblica. Solo il Giappone e l'Irlanda sono riusciti a ridurre il rapporto debito/PIL negli ultimi quattro anni. Nei sette maggiori paesi industriali, escludendo il Giappone, tale rapporto è salito in media di oltre 10 punti percentuali rispetto al 1989. Complessivamente, nell'area OCSE il debito netto ha raggiunto quasi il 40% del PIL nel 1993, rispetto al 32% circa del 1989.

Rapido aumento del rapporto debito/PIL...

Tra la metà e la fine degli anni ottanta, la sostenuta espansione economica, unita ai programmi di stabilizzazione dei bilanci nel medio periodo, aveva consentito di rallentare la spirale debito/interessi. Poiché gli avanzi primari corretti per la componente ciclica avevano segnato un recupero rispetto al crescente onere per interessi (grafico seguente), l'accumulazione del debito pubblico era decelerata e in taluni casi aveva subito addirittura un'inversione. Diversi paesi (fra cui Regno Unito, Germania, Francia, Danimarca e Belgio) avevano optato per un'inversione relativamente rapida e sostanziale nella prima metà degli anni ottanta. Grazie ad uno tra i più riusciti programmi di stabilizzazione, il governo danese era riuscito a migliorare il saldo primario depurato del ciclo nella misura di oltre il 10% del PIL nei quattro anni successivi all'adozione dei provvedimenti di stabilizzazione nel 1982. Altri paesi avevano seguito un approccio più graduale (ad esempio Giappone e Austria) o avevano dovuto attendere il boom economico verso la fine degli anni ottanta per poter migliorare i loro saldi primari (per esempio Irlanda, Svezia e Canada). Altri ancora (come l'Italia) non avevano realizzato molti progressi durante gli anni ottanta, perché gli esborsi per interessi avevano continuato a sopravanzare i saldi primari.

... poiché ai progressi degli anni ottanta dovuti ai programmi di risanamento...

Come si può rilevare dalla tabella di pagina 32, la vigorosa crescita economica verso la fine degli anni ottanta aveva contribuito in misura sostanziale alla riduzione del rapporto debito/PIL, sia aumentando il denominatore sia attraverso gli effetti prodotti sulla componente ciclica dei bilanci pubblici. In alcuni paesi questi favorevoli sviluppi congiunturali avevano celato il fatto che il miglioramento del saldo primario corretto per il ciclo si era praticamente arrestato o addirittura invertito, pur permanendo la necessità di un ulteriore risanamento strutturale. La flessione congiunturale a partire dal 1990 e il conseguente deterioramento ciclico dei saldi primari, in media del 2% del PIL,

... e alla vigorosa espansione economica...

Debito netto, onere per interessi e saldo primario corretto per la componente ciclica

In percentuale del PIL

Ordinata di sinistra:

▨ debito netto

Ordinata di destra:

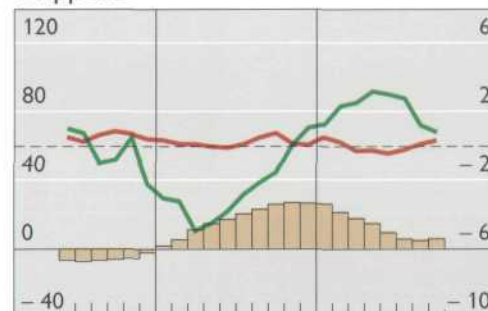
— onere per interessi*

— saldo primario corretto*

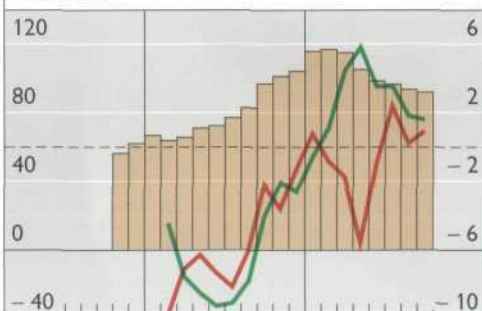
Danimarca



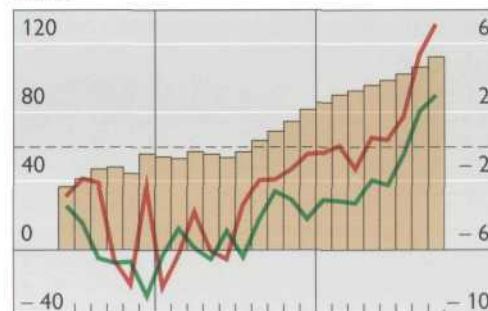
Giappone



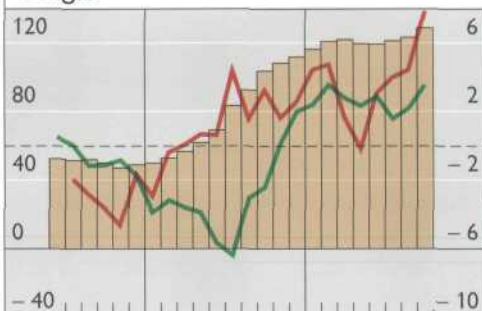
Irlanda



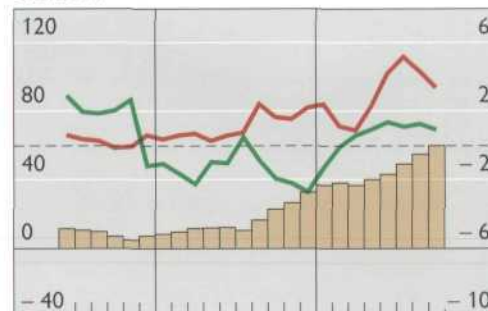
Italia



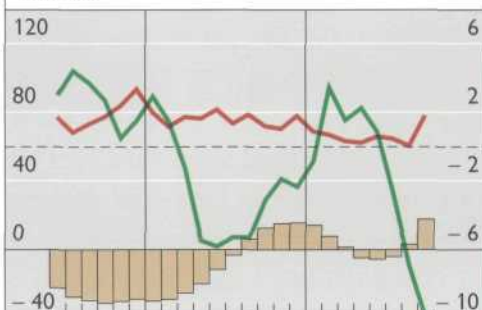
Belgio



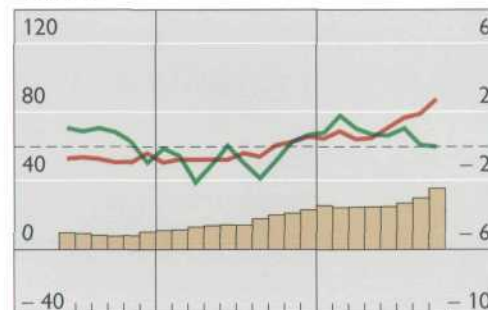
Canada



Svezia



Francia



* Per una spiegazione si veda la tabella a pagina 32. L'onere per interessi è dato dalla somma degli esborsi netti in percentuale sul PIL più l'effetto-crescita. Un avanzo primario superiore all'onere per interessi indica una situazione di bilancio sostenibile, con un rapporto debito/PIL calante.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook* e stime BRI.

Fattori di accumulo del debito delle amministrazioni pubbliche										
Paesi	1989					1993				
	Fabbisogno netto, di cui:			Effetto crescita	Debito netto	Fabbisogno netto, di cui:			Effetto crescita	Debito netto
	esborsi per interessi	disavanzo primario				esborsi per interessi	disavanzo primario			
		ciclico	non ciclico				ciclico	non ciclico		
in percentuale del PIL										
Stati Uniti	2,0	-0,7	0,2	- 2,1	30,4	2,0	0,2	1,4	1,9	39,1
Giappone	0,9	-0,2	-3,2	- 1,1	14,9	0,3	1,5	-0,8	- 0,0	6,0
Germania ¹	2,2	-0,1	-2,2	- 1,4	22,7	2,9	0,3	0,7	- 0,6	27,5
Francia	2,2	-0,2	-0,7	- 1,7	24,8	3,1	2,8	0,0	- 0,4	35,6
Italia	8,4	-0,5	2,0	- 7,9	96,1	10,9	1,8	-3,0	- 3,8	112,6
Regno Unito	2,4	-1,6	-1,7	- 3,0	30,1	2,6	2,3	3,2	- 1,4	41,9
Canada	4,9	-1,0	-0,9	- 2,5	40,2	5,3	2,6	-0,9	- 1,9	60,1
Australia	1,9	-0,4	-2,9	- 1,6	12,2	1,0	1,7	3,0	- 0,6	22,8
Austria	3,1	-0,1	-0,2	- 3,6	56,9	3,5	1,2	-1,8	- 1,7	57,1
Belgio	9,5	-0,8	-2,3	- 9,7	119,7	9,9	0,5	-3,5	- 2,1	129,0
Danimarca	3,8	0,8	-4,0	- 1,2	26,1	3,1	2,8	-1,5	- 0,5	33,3
Finlandia	0,5	-2,5	-0,9	- 0,1	- 1,7	3,1	7,8	-1,8	- 0,1	3,1
Grecia	8,1	-1,0	9,6	- 9,9	74,1	13,5	0,2	1,1	-11,1	94,8
Irlanda	6,2	0,6	-5,8	-11,7	105,4	5,8	-1,0	-1,6	- 4,9	92,1
Norvegia	-2,5	0,1	0,9	1,3	-20,3	-0,6	1,5	2,2	0,6	-13,4
Paesi Bassi	4,4	-0,3	0,6	- 3,0	54,9	4,8	0,0	-0,7	- 1,0	59,8
Portogallo	7,1	-0,6	-3,5	-11,9	71,7	7,6	1,0	-0,5	- 3,2	67,6
Spagna	3,1	-1,5	1,2	- 3,4	30,8	4,7	1,0	1,5	- 1,2	42,0
Svezia	0,4	-3,5	-2,2	- 0,1	- 4,8	1,8	2,9	10,0	0,0	17,7
Media ²	2,6	-0,6	-0,9	- 2,4	31,9	2,9	1,2	0,5	0,0	38,0

Nota: la variazione nel rapporto del debito netto comprende l'indice degli esborsi netti per interessi, la componente ciclica e la componente corretta per il ciclo del disavanzo primario, e l'effetto-crescita. La somma delle prime tre componenti è uguale al rapporto fabbisogno netto/PIL. La componente del disavanzo primario corretta per il ciclo è misurata dalle uscite primarie in percentuale sul PIL tendenziale meno le entrate in percentuale sul PIL. L'effetto-crescita è misurato da $-g/(1+g)$ moltiplicato per il rapporto debito netto/PIL alla fine del precedente periodo, dove g è il tasso di crescita corrente del PIL nominale. Una cifra con segno positivo indica un aumento del rapporto di debito.

¹ I dati per il 1989 si riferiscono alla sola Germania occidentale. ² Media ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1991.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook* e stime BRI.

hanno messo a nudo tali debolezze. Nello stesso periodo i paesi con un rapporto debito netto/PIL inferiore al 40% hanno mediamente registrato un deterioramento dei loro saldi primari depurati del ciclo pari al 2% del PIL, in contrasto con un miglioramento medio dello 0,5% del PIL nei paesi con elevato indebitamento. Di conseguenza, dal 1989 i rapporti debito/PIL sono tornati a salire assai rapidamente, segnando gli aumenti più vistosi (nell'ordine di circa 20 punti percentuali negli ultimi quattro anni) in Svezia, Grecia e Canada.

Crescenti prestazioni sociali e invecchiamento della popolazione

Un aspetto che contraddistingue l'attuale deterioramento dei conti pubblici è la crescita pressoché generalizzata della spesa per prestazioni sociali e altri trasferimenti pubblici in rapporto al PIL. Dal 1989 nei paesi OCSE tali trasferimenti sono mediamente aumentati in misura superiore al 2% del PIL; in Svezia

...è seguito un nuovo deterioramento agli inizi degli anni novanta

Crescenti erogazioni sociali dovute a fattori ciclici...

... e strutturali

e Finlandia rispettivamente di circa il 7 e 10% del PIL. Per una parte rilevante, ciò rispecchia un fenomeno congiunturale connesso alle crescenti indennità di disoccupazione e ad altri programmi di sostegno dei redditi, ma è altresì indicativo di un cambiamento più strutturale nella composizione della spesa pubblica. La tabella sottostante mostra come, dopo la rapida progressione negli anni settanta sulla scia della prima crisi petrolifera, in molti paesi la spesa pubblica totale in rapporto al PIL si sia stabilizzata. Tuttavia, gli andamenti delle varie componenti di spesa sono stati alquanto difforni. Mentre è mediamente diminuita la quota dei consumi pubblici, è invece aumentata l'incidenza sia degli esborsi per interessi sia delle prestazioni sociali. La ragione dei crescenti oneri per il servizio del debito risulta evidente da quanto detto in precedenza, mentre varie cause sono all'origine della crescita dei trasferimenti. La tabella di pagina 34 esamina il contributo relativo della dinamica demografica e degli andamenti sul mercato del lavoro. Nella maggior parte dei paesi le variazioni negli indici di occupazione e di dipendenza hanno agito nel senso di ridurre la spesa per prestazioni sociali in rapporto al PIL dopo il 1983. Tuttavia, in molti casi questi fattori sono stati più che compensati dall'ulteriore aumento delle prestazioni pro capite in rapporto al salario medio. Ciò significa che, sebbene negli anni ottanta alcuni governi abbiano corretto il regime dei trasferimenti, abolendo l'indicizzazione, abbassando il rapporto erogazioni/salari e inasprendo i criteri che danno titolo alle prestazioni, vi è stata un'ulteriore sostanziale crescita dei trasferimenti reali per beneficiario, nonché un aumento dei richiedenti e un'estensione della base applicativa.

Spese della pubblica amministrazione nei sette maggiori paesi								
Voci e anni		Stati Uniti	Giappone	Germania occidentale	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
		in percentuale del PIL						
Spese totali	1970	30,8	19,0	38,3	38,5	33,0	36,7	33,5
	1980	31,8	32,0	47,9	46,1	41,9	43,0	38,8
	1990	33,3	31,7	45,1	49,8	53,2	39,9	45,8
		in percentuale sulle spese totali						
Prestazioni sociali e altri trasferimenti	1970	26,9	25,8	37,0	42,7	39,0	23,7	24,2
	1980	36,9	32,9	39,6	45,0	35,5	27,4	26,0
	1990	36,8	37,9	43,2	46,8	36,0	30,4	28,7
Consumi pubblici	1970	68,3	39,2	41,2	39,0	40,2	47,5	55,0
	1980	58,9	30,7	42,2	40,0	35,7	49,2	49,2
	1990	56,7	28,8	40,6	36,5	33,2	50,1	44,0
Esborsi per interessi	1970	3,9	3,2	2,5	2,8	5,0	10,6	10,9
	1980	3,7	9,9	4,0	3,2	13,0	10,9	13,9
	1990	6,3	12,5	5,8	5,9	18,1	8,6	20,6
Per memoria:								
pensioni*	1990	15,2	16,9	15,3	18,0	21,1	17,3	8,5
sanità	1990	15,7	15,0	13,2	13,3	11,8	13,0	14,9

* Per gli Stati Uniti e il Canada, 1990; per gli altri paesi, 1988.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*, *Pension Liabilities in the Seven Major Countries*, 1993 e *New Orientations for Social Policy*, 1994.

Le proiezioni demografiche mostrano che l'indice di dipendenza aumenterà sensibilmente, fino a raddoppiarsi in alcuni casi, quando la generazione del "baby boom" avrà raggiunto l'età del pensionamento. Ciò genererà ulteriori pressioni sulla spesa sanitaria e pensionistica la quale, come mostra la tabella precedente, figura già tra le più ingenti voci di spesa del bilancio pubblico. In Giappone, in particolare, si sta assistendo a un rapido invecchiamento della popolazione, e ciò spiega la riluttanza del governo a fare eccessivo ricorso al finanziamento debitorio come strumento per stimolare l'economia. Assumendo come costanti i livelli di prestazione per beneficiario, i saggi di attività e la quota degli aventi diritto alle prestazioni, entro il 2040 l'incidenza della spesa pensionistica sul PIL si raddoppierebbe rispetto al 6% circa del 1990. In Italia l'aumento, dall'11% nel 1990 al 22% nel 2040, sarebbe ancor più preoccupante. Secondo stime OCSE, il valore attuale delle passività nette cui danno luogo questi diritti pensionistici per lo più non coperti da fondi, è equivalente a oltre il doppio del PIL nominale in Giappone, Francia, Italia e Canada e a più di una volta e mezza in Germania e nel Regno Unito. Poiché l'aggravio contributivo necessario a finanziare l'aumento della spesa pensionistica sarebbe insopportabile, per far fronte al problema molti governi stanno considerando un'azione combinata consistente in tagli delle pensioni, un innalzamento dell'età pensionistica e l'introduzione di fondi pensione privati. In Italia sono stati

Future pressioni
sulla spesa
sanitaria e
pensionistica

Composizione della crescita del rapporto prestazioni sociali/PIL										
Paesi	1978-83					1986-91*				
	ΔPS	ΔID	ΔIO	ΔPR	ΔQL	ΔPS	ΔID	ΔIO	ΔPR	ΔQL
	in percentuale del PIL									
Stati Uniti	2,04	-0,11	0,30	1,88	-0,05	-0,12	0,12	-1,39	1,18	-0,03
Giappone	1,80	-0,05	-0,62	2,20	0,28	-0,26	-0,37	-1,00	1,24	-0,05
Germania occidentale	0,14	-1,00	0,82	0,38	-0,04	-2,19	-0,13	-0,92	-0,33	-0,84
Francia	3,04	-0,64	1,06	2,20	0,41	0,38	-0,16	-0,56	2,70	-1,55
Italia	2,48	-0,48	0,49	2,83	-0,38	1,00	-0,36	-0,48	2,58	-0,71
Regno Unito	2,49	-0,31	1,29	2,14	-0,62	-0,85	0,01	-0,37	-0,82	0,28
Canada	1,83	-0,20	0,07	2,17	-0,29	2,35	0,09	-0,85	2,65	0,40
Australia	1,43	-0,14	0,39	1,41	-0,20	0,85	-0,19	-0,70	2,17	-0,46
Austria	0,86	-0,71	0,85	1,40	-0,64	0,45	-0,19	-0,65	1,37	-0,06
Belgio	2,52	-0,49	1,59	2,10	-0,67	-2,27	0,01	-0,82	-0,06	-1,42
Danimarca	2,54	-0,45	0,03	3,07	-0,11	0,87	-0,36	-0,80	2,54	-0,53
Finlandia	0,37	-0,08	-0,49	1,01	-0,70	-1,09	0,10	-0,18	-1,05	0,00
Grecia	3,97	-0,21	-0,12	3,40	0,85	1,22	-0,39	-0,48	3,15	-1,01
Irlanda	4,64	-0,20	0,60	3,95	0,39	-1,23	-0,59	0,49	-0,14	-1,03
Norvegia	0,49	-0,25	-0,17	3,51	-2,45	5,03	-0,23	0,02	4,64	0,67
Paesi Bassi	1,65	-0,71	2,22	1,34	-1,16	-0,89	-0,37	-1,30	1,93	-1,12
Portogallo	1,72	-0,23	-0,69	2,89	-0,20	2,78	-0,37	-0,88	5,04	-0,92
Spagna	3,23	-0,27	2,20	1,88	-0,62	1,33	-0,68	-2,00	5,01	-0,83
Svezia	1,11	-0,17	-0,16	2,73	-1,24	2,03	0,12	-0,59	2,19	0,32

Nota: la variazione del rapporto prestazioni sociali/PIL (ΔPS) è data da quattro componenti incrementali: l'indice di dipendenza (ΔID), l'indice di occupazione (ΔIO), il rapporto fra prestazioni pro capite e retribuzione media (ΔPR) e la quota dei redditi da lavoro sul PIL (ΔQL). L'indice di dipendenza è dato dal rapporto fra la popolazione in età non lavorativa (meno di 15 anni e più di 65 anni) e la popolazione in età lavorativa.

* Per la Germania, 1983-90; per la Finlandia, 1983-89.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook* e *Annual Labour Force Statistics*.

adottati recentemente provvedimenti volti a elevare gradualmente l'età pensionabile a 65 anni per gli uomini e a 60 per le donne, ad allungare da cinque a dieci anni il periodo di riferimento per il calcolo delle pensioni e ad aumentare gli anni di contribuzione richiesti. Inoltre le aliquote contributive sono state innalzate nella misura dello 0,3% dei guadagni lordi e al tempo stesso è stata promossa la creazione di fondi pensione privati. Misure analoghe sono state adottate o sono all'esame nella maggior parte degli altri paesi industriali.

La politica di bilancio nell'attuale fase ciclica

Vincoli per la
politica di
bilancio

La rapida crescita del debito pubblico, insieme alle considerevoli pressioni future sulla spesa derivanti dall'invecchiamento della popolazione, è stata al centro del dibattito sull'orientamento appropriato della politica di bilancio nel ciclo attuale. L'efficacia della politica fiscale come strumento di stabilizzazione economica è stata messa seriamente in discussione dopo che i tentativi di stimolo fiscale negli anni settanta e agli inizi degli anni ottanta avevano contribuito ad alimentare l'inflazione e a far salire i rapporti debito/PIL. Ad un elevato indebitamento dello Stato si sono associati una caduta del risparmio a livello mondiale, tassi d'interesse reali in aumento, uno spiazzamento dei progetti di investimento privati sensibili ai tassi d'interesse e un rallentamento della crescita. L'obiettivo di riduzione del debito pubblico nel medio periodo non esclude necessariamente una funzione di stabilizzazione della politica fiscale a breve termine. Tuttavia l'attuale dibattito non verte tanto sull'impiego della politica fiscale come strumento attivo di stabilizzazione, quanto piuttosto sulla misura in cui si debba consentire agli stabilizzatori automatici di operare, sul momento in cui invertire l'orientamento espansivo della politica di bilancio, nonché sull'intensità e rapidità con cui procedere a tale inversione. La risposta a questi interrogativi dipende dalla sostenibilità, vulnerabilità e credibilità delle politiche fiscali in atto.

La rilevanza della
sostenibilità...

La sostenibilità è data dalla capacità di mantenere la tendenza delle entrate e delle uscite senza accrescere costantemente il debito pubblico in rapporto al PIL, e costituisce il presupposto per un impiego flessibile della politica fiscale. L'Italia, entrata nella recessione mondiale nel 1990 con un disavanzo primario e un elevato rapporto debito/PIL, ha un ben ristretto margine di manovra per consentire l'operare degli stabilizzatori automatici. Nonostante un contesto economico e politico difficile, i governi italiani succedutisi sono riusciti a trasformare un disavanzo primario in avanzo. Il piano di convergenza riveduto del luglio 1993 prospetta un graduale incremento dell'avanzo primario fino al 3,6% del PIL entro il 1996. Diversamente dai precedenti bilanci di previsione, la riduzione del disavanzo proposta per il 1994 si basa prevalentemente su risparmi nelle uscite primarie ottenuti, tra l'altro, attraverso minori esborsi per le pensioni statali e più rigidi controlli sulla spesa sanitaria.

Le normali variazioni cicliche del prodotto non dovrebbero mettere in pericolo una politica fiscale sostenibile, essendo necessario solo un modesto miglioramento del saldo primario strutturale per stabilizzare il rapporto debito/PIL nel medio periodo. Diversi paesi sono stati tuttavia colpiti da una lunga e grave recessione. Ciò solleva interrogativi a riguardo della durata della

sfavorevole dinamica del prodotto e dei conseguenti disavanzi. Negli ultimi quattro anni la crescita media del PIL in Canada è stata prossima allo zero, mentre in Svezia e in Finlandia il prodotto reale è in calo da tre anni consecutivi. In base a gran parte delle stime sulla reattività dei bilanci pubblici all'andamento congiunturale, ciò potrebbe facilmente implicare un aumento di almeno 10 punti percentuali del rapporto debito/PIL. Sia il Canada sia la Finlandia sono riusciti a limitare il deterioramento, corretto per gli effetti del ciclo, nei loro saldi primari di bilancio. In Svezia, per contro, la componente depurata del ciclo si è deteriorata di oltre 10 punti percentuali dal 1989, a causa di fattori quali gli interventi finanziari pubblici a sostegno del sistema bancario e l'aggiustamento tardivo dei trasferimenti al calo dell'inflazione. Diversi provvedimenti adottati nel 1992 con l'intento di ridurre le generose erogazioni sociali non hanno potuto evitare ampi sconfinamenti di bilancio, che hanno costretto il governo ad annunciare nell'aprile 1993 un ulteriore piano di consolidamento per il periodo 1994-98. Che la sostenibilità sia in pericolo risulta evidente dalle proiezioni OCSE, le quali indicano che in assenza di tali misure il rapporto debito netto/PIL in Svezia salirebbe molto rapidamente all'80% e oltre entro la fine del decennio.

Un elevato indebitamento dello Stato accresce altresì la vulnerabilità della politica di bilancio al ciclo economico attraverso l'effetto cumulativo degli interessi sul debito. In presenza di un rapporto debito/PIL dell'ordine del 100%, ogni ampliamento di un punto del differenziale fra tasso d'interesse medio sul debito pubblico e crescita nominale del prodotto dà luogo a un aumento di pari entità della spesa per interessi sul PIL. Di norma, all'inizio di una fase contrattiva i tassi d'interesse reali sono alti, mentre i saggi di crescita del prodotto vanno rapidamente diminuendo. Il notevole effetto cumulativo prodotto sul debito è ravvisabile in Belgio, Italia e Irlanda. Ad esempio, in Belgio l'effetto inerziale da interessi è oscillato tra il 2¹/₂% del PIL nel 1985 e -0,2% nel 1989, per rimbalzare al 7,8% nel 1993 (grafico di pagina 31). Tali oscillazioni superano di gran lunga tutti i recenti miglioramenti strutturali dell'avanzo primario, obbligando il governo ad introdurre ulteriori misure di austerità. Il piano di convergenza belga del giugno 1992, riveduto nell'aprile 1993, si propone di ridurre il fabbisogno netto delle amministrazioni pubbliche al 3% del PIL entro il 1996. Per controbilanciare gli effetti negativi degli alti tassi d'interesse reali e della crescita lenta, sono state poste in essere diverse manovre correttive, compresa l'approvazione di un "Piano Globale" nel novembre 1993 che mira, tra l'altro, a ristabilire l'equilibrio finanziario del sistema previdenziale mediante interventi su sanità, pensioni, assegni familiari e indennità di disoccupazione.

La vulnerabilità dei paesi con debito elevato di fronte a rialzi dei tassi d'interesse può anche minare la credibilità delle autorità monetarie. Ciò è risultato particolarmente evidente in occasione delle turbolenze sui mercati valutari europei nel 1992 e 1993. In Italia circa il 65% del debito pubblico è a breve termine o è stato emesso a tasso variabile, e ciò rende il costo medio degli interessi altamente sensibile a variazioni dei tassi a breve. In Belgio la scadenza media del debito pubblico è più lunga, ma comunque inferiore a un anno per oltre un quarto della sua consistenza. L'interazione tra politica

... della vulnerabilità...

monetaria e debito pubblico è evidente anche in Canada, dove una deliberata politica disinflazionistica, insieme a un perdurante premio di rischio rispetto ai tassi a lunga negli Stati Uniti, ha determinato un aumento senza precedenti dell'onere per interessi.

...e della credibilità

La credibilità dei responsabili delle politiche e dei loro piani di bilancio condiziona in misura rilevante l'efficacia di una manovra fiscale. Siccome i programmi a medio termine agiscono sul futuro livello del debito pubblico, della spesa e del prelievo tributario, essi influiscono parimenti sulle aspettative circa l'andamento futuro dei tassi d'interesse e del prodotto e possono quindi determinare variazioni nei tassi correnti a lungo termine. Gli effetti di aspettativa possono neutralizzare l'impatto diretto sulla domanda degli interventi correttivi dal lato delle imposte e della spesa pubblica. Il governo francese, ad esempio, ha inserito le recenti misure di stimolo fiscale nel quadro di un piano di riequilibrio del bilancio nel medio periodo, al fine di non perturbare i mercati finanziari e valutarî e di evitare indesiderati effetti di spiazzamento. Il bilancio di previsione per il 1994 prospetta un disavanzo di FF 300 miliardi (4,2% del PIL), ma con una crescita della spesa pubblica solo dell'1,1% rispetto al bilancio riveduto del 1993, che comprendeva misure destinate a sostenere l'occupazione e a rilanciare l'edilizia.

Leggero stimolo fiscale in Francia...

...ma restrizioni di bilancio negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Germania...

Nel Regno Unito e negli Stati Uniti, d'altro canto, la preoccupazione primaria è stata quella di evitare che l'inasprimento della politica fiscale mettesse in pericolo una ripresa inizialmente esitante. L'annuncio di un credibile piano di riduzione del disavanzo, che per la maggior parte degli aggiustamenti prevede un'applicazione differita, ha offerto una soluzione parziale al problema. Tale strategia mira a mitigare gli iniziali effetti diretti sulla domanda e a indurre – attraverso l'aspettativa di future riduzioni del debito – un'immediata flessione dei tassi a lungo termine che avrebbe stimolato le componenti della domanda ad essi sensibili. Negli Stati Uniti l'annuncio e l'approvazione nel 1993 dell'*Omnibus Budget Reconciliation Act* sono stati seguiti da un calo dei rendimenti dei titoli a lungo termine. Questo programma, recentemente integrato dalle proposte di bilancio per il 1994 e da un blocco quasi totale della spesa discrezionale per i prossimi cinque anni, dovrebbe ridurre infine il disavanzo federale nella misura dell'1³/₄% del PIL. Nel Regno Unito, sebbene il bilancio della primavera 1993 avesse avuto scarse ripercussioni sui mercati finanziari, il primo bilancio unificato dell'autunno è stato seguito da consistenti rialzi sui mercati obbligazionari. L'effetto diretto congiunto dei due bilanci si commisura per il 1994 in aumenti delle entrate tributarie pari all'1,3% del PIL e in tagli di spesa nella misura dello 0,5%. Infine, in Germania l'approvazione nel maggio 1993 del Piano di consolidamento federale, che comprende una sovrimposta sul reddito del 7,5% a partire dal 1995, destinata a finanziare il processo di riforme strutturali nella Germania orientale, ha innescato un'ulteriore discesa dei tassi d'interesse a lungo termine. Tale programma è stato fiancheggiato nel bilancio 1994 da tagli di spesa per il prossimo triennio, compresa una riduzione del 3% delle indennità di disoccupazione e delle prestazioni sociali.

Un importante elemento di successo delle strategie in questi paesi sta nel riconoscimento che una politica di bilancio più stringente renderà più facile alle

autorità monetarie assecondare una discesa dei tassi d'interesse e incentivare la spesa sensibile agli interessi senza pregiudicare i risultati ottenuti nella lotta all'inflazione. In Giappone, d'altra parte, tre manovre finanziarie successive nell'agosto 1992, nonché nell'aprile e settembre 1993 – con un'espansione degli investimenti pubblici stimata al 5,2% del PIL – non si sono ancora tradotte in un rilancio della crescita economica. Nel febbraio 1994 è stato pertanto proposto un pacchetto fiscale aggiuntivo, che comprende riduzioni una tantum delle imposte sui redditi e ulteriori investimenti pubblici.

... e forte impulso
espansivo in
Giappone

Il desiderio di rinsaldare la credibilità è anche una delle ragioni alla base dell'adozione da parte dei paesi UE dei criteri di Maastricht in materia di politica di bilancio. Sono stati messi a punto programmi di convergenza, la sorveglianza multilaterale è stata rafforzata e sono stati armonizzati le definizioni e gli obiettivi fiscali. Il deteriorarsi delle prospettive di crescita ha fatto sì che il conseguimento entro il 1996 dell'obiettivo del 3% fissato per il disavanzo di bilancio sia divenuto molto più difficile. Quasi tutti gli originari programmi di convergenza hanno dovuto essere corretti. In Germania, ad esempio, pur escludendo il fabbisogno di finanziamento addizionale (pari a circa il 2% del PIL) per *Treuhandanstalt*, Ferrovie e Poste federali, nel 1993 il rapporto disavanzo/PIL inizialmente previsto è stato superato di circa un punto percentuale. Gli ampi sconfinamenti verificatisi nel 1993 hanno indotto anche il governo spagnolo a proporre per il 1994 un bilancio restrittivo mirante a contenere il deficit entro il 5,7% del PIL atteso e ad annunciare nel febbraio scorso un nuovo piano triennale per comprimere ulteriormente il disavanzo di bilancio. Nel quadro del nuovo piano di convergenza a medio termine, il governo del Portogallo ha programmato di ridurre il disavanzo delle amministrazioni pubbliche a poco più del 3% del PIL e di stabilizzare il rapporto debito/PIL al 67% nei prossimi quattro anni.

Ampi sconfinamenti nei
programmi di
convergenza dei
paesi UE

La credibilità trarrà anche beneficio da iniziative concrete che affrontino i problemi strutturali delle finanze pubbliche. In molti paesi dell'Europa continentale le entrate statali hanno superato il 45% del PIL e vanno persino oltre il 50% nei paesi nordici, lasciando ben poco margine per ulteriori aumenti tributari. In tali paesi l'azione di riequilibrio deve concentrarsi sul contenimento e sulla riduzione della spesa pubblica. Il potenziale alleggerimento futuro del carico fiscale e dei suoi effetti distorsivi sul prodotto potrebbe rafforzare la fiducia del settore privato e controbilanciare gli effetti negativi diretti sulla domanda. Comunque, il più importante contributo alla credibilità deriva dai risultati effettivi dell'azione di consolidamento del debito pubblico. Sebbene molti paesi siano stati in grado di stabilizzare il rapporto debito/PIL alla fine degli anni ottanta in condizioni di crescita superiore alla media, solo pochi sono riusciti a ridurlo in misura sostanziale. In vista delle future pressioni sulla spesa pubblica derivanti dall'invecchiamento della popolazione, ciò ha minato la credibilità dei responsabili della politica di bilancio nell'attuale fase di debolezza ciclica, non lasciando alla maggior parte dei governi altra scelta che quella di inasprire la politica fiscale al fine di evitare effetti indesiderati sui mercati finanziari.

III. Paesi in via di sviluppo ed Europa orientale

Aspetti salienti

Trainata dall'Asia, la crescita reale nell'insieme dei paesi in via di sviluppo, situatasi a circa il 4^{1/2}% nel 1993, è stata significativamente maggiore di quella registrata dai paesi industriali. Per giunta, l'inflazione, se si eccettua il Brasile, ha segnato un regresso. Nello stesso tempo, a seguito della debole domanda di esportazioni e del deterioramento delle ragioni di scambio, il disavanzo della bilancia dei pagamenti correnti di questo gruppo di paesi (escludendo le economie di recente industrializzazione, o NIEs) è salito a \$ USA 91 miliardi. Sebbene il suo finanziamento sia risultato agevole, grazie agli abbondanti afflussi di capitali (si veda anche il Capitolo VII), l'aumento del debito esterno registrato di recente da alcuni paesi, specie nell'America Latina, richiede una vigile attenzione per evitare l'insorgenza di problemi in futuro.

La favorevole dinamica del prodotto e dell'inflazione, così come le disparità che si riscontrano tra i vari gruppi di paesi in via di sviluppo, vanno attribuite in ampia misura alle politiche perseguite. Le NIEs registrano da molti anni una rapida crescita economica, grazie a politiche volte a promuovere le esportazioni di prodotti manufatti. Politiche di questo tipo stanno ora stimolando la crescita in altri paesi del Sud-Est asiatico, tra cui Indonesia, Malaysia e Thailandia. Le riforme strutturali e le risolutive misure di stabilizzazione poste in essere in alcuni paesi latino-americani sono riuscite a ridurre l'inflazione e a ravvivare la crescita del prodotto reale. Nell'Asia meridionale, India e Pakistan hanno parimenti adottato riforme orientate al mercato, e tendenze analoghe sono osservabili in alcuni paesi del Medio Oriente e dell'Africa.

Nondimeno, gli effetti più sensazionali delle politiche orientate alla crescita sono riscontrabili nei paesi asiatici in transizione verso l'economia di mercato. Negli ultimi due anni la Cina ha registrato una crescita media del PIL superiore al 13%. Un'espansione relativamente sostenuta si è osservata anche in Vietnam, Laos e Cambogia. Al tempo stesso, poiché le politiche di riforma della Cina hanno sottoposto a maggiori sollecitazioni gli strumenti di controllo macroeconomico, indebolendone progressivamente l'efficacia, sta aumentando il rischio di pressioni da eccesso di domanda e di una più alta inflazione.

Il pronunciato divario tra gli andamenti economici dello scorso anno nei paesi dell'Europa orientale e nelle repubbliche della Comunità di Stati Indipendenti (CSI) fornisce un'ulteriore dimostrazione dell'importanza di politiche economiche appropriate. Coerenti iniziative di riforma e decise politiche di stabilizzazione in molti paesi dell'Europa orientale hanno creato le basi per un ritorno alla crescita economica. Tali sforzi sono stati premiati lo scorso anno con un arresto della contrazione del prodotto e con il palesarsi, in alcuni casi, dei primi segni di ripresa. In netto contrasto, nelle economie della CSI

l'incapacità di risolvere le questioni basilari della cooperazione economica intra-regionale e di correggere gli squilibri macroeconomici ha avuto come conseguenza un altro anno di prodotto calante e di alta inflazione. Non è stata colta l'opportunità, fornita dalla disgregazione dell'area del rublo, di perseguire autonome politiche di stabilizzazione.

Se da un lato la stabilizzazione del prodotto nell'Europa orientale lascia sperare che la ripresa sia a portata di mano, il conseguimento di una crescita duratura rimane comunque un'impresa difficile. Molto resta da fare per accrescere gli investimenti rispetto ai livelli attuali e per rafforzare le posizioni di parte corrente. La perdurante debolezza dell'attività d'investimento sottolinea l'urgente necessità di accrescere il risparmio interno, quale presupposto per conseguire una bilancia dei pagamenti sostenibile insieme a una crescita più vigorosa.

I recenti andamenti e le politiche nei paesi in via di sviluppo

Lo scorso anno la crescita reale del prodotto nei paesi in via di sviluppo, situatasi a circa il 4^{1/2}%, è rimasta pressoché invariata rispetto al 1992, e per il terzo anno consecutivo ha superato decisamente – e questa volta di un margine ancor maggiore – quella dei paesi industriali (tabella di pagina 4). L'Asia ha continuato a registrare una rapida espansione, mentre l'accelerazione dell'attività economica nell'America Latina ha compensato la tendenza cedente nel Medio Oriente e in Africa. Il 1993 ha fatto registrare anche un ulteriore calo del tasso medio d'inflazione, sceso a poco più del 15% (escludendo il Brasile). Gran parte del regresso è dovuto agli sviluppi nell'America Latina, giacché in altre aree la dinamica dei prezzi non è cambiata significativamente.

Ancora una volta vi sono state tuttavia ampie differenze tra gli andamenti nei singoli paesi, le quali evidenziano, in particolare, l'impatto delle diverse politiche perseguite. Le NIEs (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan) hanno sviluppato ulteriormente la loro strategia di crescita basata sulla promozione delle esportazioni e su stabili politiche macroeconomiche, e questa strategia è stata applicata con successo da diversi altri paesi del Sud-Est asiatico. L'evoluzione della crescita economica in Asia ha tratto vantaggio anche dalle politiche di riforma attuate in Cina e, più di recente, in altri paesi asiatici in trasformazione che hanno adottato il "modello di riforma cinese". Politiche favorevoli al mercato, comprendenti misure di deregolamentazione, liberalizzazione del commercio estero e privatizzazione, sono state introdotte negli ultimi anni anche in Pakistan, Sri Lanka e particolarmente in India, con effetti favorevoli sulla dinamica del prodotto di questi paesi. Nell'America Latina, il deciso perseguimento di politiche di stabilizzazione e di riforme strutturali ha modificato lo scenario di prodotto calante e di inflazione in ascesa. I paesi dell'Africa, per contro, nel contesto di un peggioramento delle ragioni di scambio, di condizioni climatiche avverse e, in alcuni casi, di conflitti civili, hanno registrato un'ulteriore caduta del reddito pro capite. Un evento di rilievo agli inizi di quest'anno è stata la svalutazione monetaria nei paesi appartenenti all'area del franco CFA, un cambiamento destinato ad avere profonde ripercussioni sulle tendenze economiche future. Il Medio Oriente e l'Africa del

Ulteriore
vigorosa crescita
con più bassa
inflazione

Divergenze negli
andamenti econo-
mici indotte dalle
politiche

Nord hanno presentato un quadro fortemente differenziato lo scorso anno. La crescita è stata lenta o negativa nei paesi esportatori di petrolio, in ragione della debole domanda di greggio e dei prezzi cedenti, ed ha ristagnato in paesi come l'Algeria, che ha risentito delle tensioni sociali, e l'Egitto. D'altra parte, Giordania e Siria, sotto il favorevole influsso delle politiche di riforma, hanno registrato tassi di crescita del 5-6%.

Politiche di sviluppo nel Sud-Est asiatico

Espansione
sostenuta e
autosufficiente

Negli ultimi venticinque anni la crescita del prodotto nel Sud-Est asiatico (i sette paesi considerati nella tabella seguente) è stata in media del 7^{3/4}% e il PIL aggregato si è più che sestuplicato. La forte espansione del commercio intraregionale ha posto questi paesi sempre più al riparo dal ciclo economico mondiale.

Elementi comuni
all'interno
di strutture
economiche
differenti...

Le politiche perseguite dai sette paesi presentano un certo numero di elementi in comune, come la promozione del risparmio, l'investimento nell'istruzione, politiche fiscali, monetarie e di cambio stabili, bassa inflazione e crescita trainata dalle esportazioni del settore manifatturiero. Altrettanto rilevanti sono tuttavia le differenze sul piano delle strutture economiche e delle strategie di crescita. A Taiwan il settore manifatturiero consiste di numerose imprese medio-piccole, mentre nella Corea del Sud prevalgono i grandi conglomerati. La Malaysia, l'Indonesia e, in minor misura, la Thailandia dispongono di abbondanti risorse naturali, e un elemento fondamentale delle loro strategie di crescita è stato lo sviluppo industriale al fine di ridurre la dipendenza dalle esportazioni di materie prime e la conseguente esposizione alla variabilità delle ragioni di scambio. Hong Kong e Singapore sono città-stato e la loro forte crescita può essere attribuita, oltre che alle esportazioni di manufatti, allo sviluppo di un settore dei servizi competitivo sul piano internazionale, in particolare nel comparto finanziario.

Paesi del Sud-Est asiatico: indicatori dell'andamento economico

Paesi	PIL reale			Prezzi al consumo			Guadagni reali ¹		
	1970-80	1981-90	1991-93	1970-80	1981-90	1991-93	1970-80	1981-90	1991-93
	Variazioni annue, in percentuale								
Corea del Sud	8,2	9,3	6,4	16,3	6,3	6,8	9,9	6,2	6,4
Hong Kong	9,4	6,7	5,0	8,6	8,1	9,8	6,3	4,2	3,4
Singapore	9,0	7,0	7,4	7,1	2,3	2,7	3,0	5,0	2,1
Taiwan	9,7	8,0	6,3	10,4	3,1	3,7	7,8	7,5	6,1
Media ²	8,9	8,3	6,2	12,7	5,3	6,1	8,1	6,1	5,5
Indonesia	8,0	5,5	6,6	17,0	8,6	8,8	5,0	5,9	n.d.
Malaysia	8,0	6,0	8,4	5,9	3,2	4,2	2,0	3,2	6,4
Thailandia	6,8	7,8	7,7	9,8	4,4	4,5	1,0	6,4	5,0
Media ²	7,6	6,3	7,2	13,2	6,5	6,8	3,3	5,6	n.d.

¹ Guadagni orari nell'industria manifatturiera deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. ² Media ponderata in base alle PPA del 1990.

Fonti: Banca Mondiale, *World Tables*; FMI, *International Financial Statistics*; Banca asiatica di sviluppo, *Asian Development Outlook* e statistiche nazionali.

Differente è stato anche l'approccio di politica economica. Infatti, Singapore e Hong Kong hanno seguito una strategia liberista, mentre Taiwan e Corea del Sud hanno optato per un maggior interventismo. Le altre tre economie del Sud-Est asiatico (Indonesia, Malaysia e Tailandia) stanno progressivamente attuando politiche di deregolamentazione e liberalizzazione. Nell'insieme, i risultati conseguiti dai sette paesi non soltanto sono dipesi dalle condizioni iniziali e dagli obiettivi, ma sono anche il frutto di un processo dinamico in cui le politiche sono continuamente adattate in funzione dei cambiamenti e degli impulsi sia esterni che interni. Così, di riflesso alla maturazione delle loro economie e al deterioramento delle rispettive posizioni concorrenziali nei confronti di altri paesi asiatici, le NIEs stanno attualmente attraversando un processo di ristrutturazione industriale e hanno recentemente registrato tassi di crescita economica inferiori a quelli degli altri tre paesi del Sud-Est asiatico. Questa evoluzione è risultata particolarmente evidente lo scorso anno, allorché la crescita del PIL delle NIEs, nonostante l'eccezionale espansione di quasi il 10% di Singapore, ha raggiunto in media "solo" il 6%, a fronte del 7^{1/2}% nel resto dell'area.

... e continuo
adattamento
delle strategie
di crescita

Le determinanti fondamentali della crescita e l'influsso delle politiche

In linea generale, la crescita economica è determinata da tre fattori fondamentali: il volume degli investimenti reali, l'efficienza con cui il capitale e le altre risorse vengono allocati e il progresso tecnologico. Per tutti questi tre aspetti, le politiche perseguite nel Sud-Est asiatico hanno svolto un ruolo decisivo.

Tutti e sette i paesi hanno beneficiato di saggi di risparmio nazionale e di investimento interno elevati e per lo più crescenti (tabella seguente). In ampia misura questa tendenza si è autoalimentata, in quanto il rapido ritmo di crescita ha favorito il risparmio del settore privato e ha evitato l'accumularsi di disavanzi pubblici. Il contributo delle politiche si è sostanziato in un'inflazione generalmente bassa e in un orientamento cauto della politica di bilancio, accompagnato da un elevato risparmio pubblico. In alcuni paesi i sistemi di pensione o assicurazione pubblici hanno contribuito ad alimentare l'accumulazione di capitale (Singapore) oppure sono serviti da strumento di finanziamento dei disavanzi pubblici (Malaysia).

Elevati saggi di
risparmio e di
investimento

La maggior parte dei paesi del Sud-Est asiatico ha beneficiato di guadagni di produttività a livello aggregato, in quanto la manodopera rurale, resa esuberante dal forte aumento della produzione indotto dalla ristrutturazione agraria, è stata assorbita nell'industria o nei servizi. Questi spostamenti settoriali si sono accompagnati ad aumenti solo temporanei della disoccupazione e, in media, la crescita dei salari reali non ha superato quella della produttività. Una connotazione tipica dei mercati del lavoro del Sud-Est asiatico è la forte reattività dei salari alla disoccupazione. Nel complesso, ciò ha facilitato l'aggiustamento, sebbene in periodi di domanda di lavoro eccedente gli incrementi salariali reali abbiano teso ad erodere i margini di profitto e ad indebolire la competitività internazionale. In alcuni casi si è fatto ricorso a strategie interventistiche, come le misure di politica dei redditi introdotte a Singapore o le "direttrici di crescita salariale" adottate in altri paesi. In generale, tuttavia, l'eccezionale crescita dell'occupazione senza eccessive spinte salariali è in buona

Mercati del
lavoro flessibili
con forti aumenti
dell'occupazione
e della produttività

Paesi del Sud-Est asiatico: indicatori strutturali												
Paesi	PNL pro capite 1991	Saldo di bilancio			Risparmio nazionale lordo			Esportazioni di merci			Disoccupazione	
		1971-80	1981-90	1991-93	1971-80	1981-90	1991-93	1970	1980	1992	1980	1993
	in \$ USA	Medie annue, in percentuale del PIL									in % delle forze di lavoro	
Corea del Sud	6.340	- 2,2	- 1,0	- 0,5	22,0	31,0	36,0	10,1	27,5	25,3	5,2	2,8
Hong Kong	13.200	6,2	- 0,6	2,7	28,5	31,0	31,1	69,7	71,8	123,8	3,9	2,0
Singapore	12.890	0,4	5,8	11,8	29,0	42,0	47,5	76,3	155,3	133,8	3,5	2,7*
Taiwan	9.070	0,0	- 0,1	- 1,7	31,8	33,5	29,0	26,0	47,3	39,1	1,2	1,4
Indonesia	610	- 2,4	- 3,0	- 4,4	24,5	28,5	35,0	12,8	30,1	25,7	1,7	2,2*
Malaysia	2.490	- 13,3	- 6,1	- 1,6	27,0	29,0	29,0	41,3	52,6	68,8	5,6	3,0
Tailandia	1.580	- 4,9	- 0,1	3,6	22,2	22,7	34,0	9,7	20,0	30,4	0,9	3,6

* 1992.

Fonti: Banca Mondiale, *World Tables*; FMI, *International Financial Statistics*; Banca asiatica di sviluppo, *Asian Development Outlook* e statistiche nazionali.

parte il frutto di investimenti nell'istruzione primaria e secondaria, che hanno assicurato un'abbondante offerta di manodopera qualificata e hanno contribuito ad evitare forti variazioni nei redditi relativi. In effetti, contrariamente alla maggior parte degli altri paesi in via di sviluppo, nelle economie del Sud-Est asiatico la distribuzione del reddito è divenuta meno sperequata ed è enormemente diminuita la fascia di popolazione in condizioni di povertà.

Politiche
interventistiche
impiegate con
intensità diversa
e...

I paesi del Sud-Est asiatico hanno in varia misura cercato di incoraggiare gli investimenti fissi mediante sussidi in conto interessi o incentivi fiscali e hanno influenzato l'allocazione di capitale con crediti selettivi. Sono state inoltre protette le "industrie nascenti" e sono stati accordati sussidi per promuovere le esportazioni. Una stretta cooperazione tra operatori pubblici e privati o la creazione di imprese pubbliche in settori con elevati costi di impianto e/o esternalità costituiscono ulteriori elementi della strategia di sviluppo industriale. Politiche interventistiche di questo tipo sono state perseguite più intensamente nella Corea del Sud e a Taiwan, mentre Singapore e specie Hong Kong vi hanno fatto raramente ricorso. Anche Indonesia, Malaysia e Tailandia si sono avvalse in misura modesta di politiche di intervento attivo, sotto l'influsso delle pressioni internazionali contro il protezionismo e, più in particolare, a causa delle difficoltà nell'applicare controlli sul credito e sui tassi d'interesse in un contesto di crescente integrazione dei mercati finanziari. Nell'insieme, i principali aspetti di queste politiche e il loro impatto netto possono essere sintetizzati in tre punti:

... soggette a
rigidi criteri di
efficienza

- sono stati seguiti rigorosi criteri di selezione e monitoraggio, solitamente basati sull'andamento delle esportazioni, nel decidere se taluni settori o imprese dovessero continuare a beneficiare di sostegni;
- in nessun caso è stato consentito alle politiche interventistiche di ostacolare gli obiettivi macroeconomici di bassa inflazione e di limitato disavanzo di bilancio;
- di conseguenza, i saggi di redditività del capitale investito e del capitale proprio sono stati generalmente più alti che nella maggior parte degli altri paesi in via di sviluppo, e persino superiori a quelli nei paesi industriali.

Incoraggiando gli investimenti diretti esteri o ricercando accordi di licenza, i paesi del Sud-Est asiatico hanno ulteriormente stimolato il loro già rapido progresso tecnologico. Questo processo di modernizzazione e l'adattamento delle tecnologie estere alla produzione interna sono stati notevolmente agevolati dall'esistenza di una manodopera altamente qualificata. Inoltre, le infrastrutture in quest'area sono più avanzate che nella maggior parte degli altri paesi in via di sviluppo, sebbene la rapida crescita economica abbia costretto negli ultimi tempi tutti i sette paesi a destinare una quota crescente della spesa pubblica al rafforzamento dello sviluppo infrastrutturale.

Fattori di
progresso
tecnologico

Aspetti dinamici del processo di crescita

A mano a mano che le quattro NIEs riducevano il divario tecnologico nei confronti dei paesi industriali e le loro economie maturavano, l'eccesso di domanda e le spinte inflazionistiche nei mercati del lavoro, insieme all'apprezzamento del cambio, provocavano una perdita di competitività, specie verso i nuovi concorrenti emersi in quest'area. Esse hanno fronteggiato il problema in due modi: riconvertendo in parte il settore manifatturiero con il passaggio dalla produzione ad alta intensità di lavoro a quella di beni di consumo e d'investimento ad elevato contenuto tecnologico, e dislocando la produzione di manufatti o di componenti in altri paesi del Sud-Est asiatico con costi di manodopera più bassi. Questo processo di aggiustamento è particolarmente evidente a Hong Kong e Singapore. Nel primo caso gran parte della produzione manifatturiera è stata ritrasferita verso le province meridionali della Cina, mentre la manodopera in eccesso è stata assorbita dal settore terziario. Anche Singapore ha investito nei paesi vicini, ammodernando al tempo stesso l'industria nazionale. Di conseguenza, ora le esportazioni di manufatti di questo paese originano prevalentemente dall'elettronica informatica, un settore che lo scorso anno ha contribuito a gran parte dell'espansione inaspettatamente rapida del PIL.

Aggiustamento
industriale nelle
NIEs ...

Gli altri paesi del Sud-Est asiatico hanno tratto grande beneficio da questo processo. Fino ad epoca recente, allorché sono stati superati dalla Cina, essi erano i principali destinatari degli investimenti diretti esteri delle NIEs. Gli investimenti diretti affluiti in tali paesi hanno impartito uno stimolo alla loro crescita ed hanno costituito un'importante fonte di finanziamento; nel caso della Malaysia essi hanno rappresentato in alcuni periodi quasi il 25% degli investimenti complessivi. Si è pertanto avviato gradualmente un circolo "virtuoso" in cui gli investimenti diretti, favoriti dal modificarsi delle strutture dei costi e dall'avanzamento tecnologico, hanno rafforzato l'espansione del commercio intraregionale (Capitolo IV), concorrendo a una "internalizzazione" della crescita nella regione. Insieme al forte aumento delle esportazioni verso la Cina, questo processo ha contribuito a proteggere il Sud-Est asiatico dal ciclo economico del mondo industrializzato.

... con benefiche
ripercussioni sugli
altri paesi
dell'area

Questa evoluzione ha altresì modificato la vulnerabilità relativa alle variazioni dei tassi di cambio reali. L'apprezzamento reale dello yen dopo l'Accordo del Plaza aveva recato benefici alle quattro NIEs migliorandone la competitività e favorendo gli investimenti diretti dal Giappone, mentre la maggior parte degli altri paesi del Sud-Est asiatico aveva accusato perdite nelle ragioni di

Mutata reattività
ai movimenti
dello yen

scambio e un crescente indebitamento sull'estero. Per contro, l'apprezzamento dello yen nella seconda metà del 1993 pare aver avvantaggiato soprattutto le tre economie emergenti sotto forma di un'accresciuta competitività e di afflussi di investimenti diretti esteri. Le NIEs, in particolare la Corea del Sud e Taiwan, ne hanno tratto minor profitto che in passato, in quanto la gamma dei prodotti che competono con quelli del Giappone è per lo più limitata ai beni ad alta intensità di capitale e di tecnologia, e l'afflusso di investimenti diretti è stato molto minore.

Stabilizzazione macroeconomica e riforme strutturali nell'America Latina

Evoluzione
sconfortante
negli anni
ottanta...

Durante gli anni ottanta nell'America Latina il reddito reale pro capite aveva subito un calo stimato del 9%, e in molti paesi il tasso annuo d'inflazione aveva spesso raggiunto, o superato, le tre cifre. Vi sono diverse ragioni che spiegano questo quadro sconfortante di un "decennio perduto": la crisi debitoria scoppiata nel 1982, le perdite di reddito reale dovute agli ingenti esborsi netti per interessi sul debito estero, un cospicuo deterioramento nelle ragioni di scambio e calamità naturali in diversi paesi. Ma, soprattutto, questi risultati scadenti erano dovuti alla lentezza nel contrastare gli squilibri macroeconomici, che si erano accumulati in precedenza e che avevano innescato la crisi debitoria, e alla difficoltà nel correggere le inappropriate politiche precedenti.

... seguita da una
netta inversione
di corso delle
politiche

Malgrado le ulteriori perdite nelle ragioni di scambio e il rallentamento della dinamica del prodotto registrati lo scorso anno (Brasile escluso), nel periodo 1990-93 la crescita economica è stata in media di quasi il 3% (tabella seguente), recuperando oltre un terzo della precedente contrazione del reddito pro capite. Questa inversione di tendenza, accompagnata dal rilevante calo del tasso medio d'inflazione al 18% nel 1993 (escludendo sempre il Brasile), può essere attribuita a un crescente riconoscimento della necessità di riforme e al fermo impegno nell'attuare politiche volte alla stabilizzazione

America Latina: prodotto reale e inflazione

Paesi	PIL reale				Per memoria: reddito pro capite 1993 ¹	Prezzi al consumo				Per memoria: punta massima ²
	1980-85	1986-90	1991-92	1993		1980-85	1986-90	1991-92	1993	
	Variazioni annue, in percentuale									
Cile	-0,4	6,5	8,2	6,0	130,2	21,3	19,3	18,6	12,7	505 (1974)
Bolivia	-1,9	1,7	3,7	3,2	82,0	611,0	46,5	16,7	8,5	11.750 (1985)
Messico	1,9	1,4	3,1	0,4	94,3	60,8	69,6	19,1	9,8	132 (1987)
Argentina	-2,1	0,3	8,8	6,0	100,8	322,5	584,0	84,2	10,5	3.080 (1989)
Brasile	1,1	2,0	0,0	5,0	94,3	149,0	657,5	656,0	1.933	3.118 (1990)
Media ³	0,5	1,9	2,5	3,0	95,4	118,5	519,0	281,0	737,0	1.578 (1990)
Escluso il Brasile	0,1	1,8	3,9	2,0	96,4	99,0	277,5	42,0	18,0	652 (1990)

¹ Indice, 1980 = 100. ² Dal 1970; tra parentesi anno in cui è stata raggiunta la punta massima. ³ Media ponderata in base alle PPA del 1990 per America Latina e Caraibi.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; ECLAC, *Overview of the economy of Latin America and the Caribbean e statistiche nazionali*.

macroeconomica e all'aggiustamento strutturale. Ciò si è tradotto per l'insieme di quest'area in una ripresa degli investimenti fissi delle imprese e in un riafflusso di capitali, a dimostrazione di come tra gli investitori sia nazionali che esteri si sia ristabilito un clima di fiducia.

Questo mutamento di corso delle politiche ha avuto luogo in tempi diversi. In Cile esso è iniziato già negli anni settanta, in Messico nel 1987, in Argentina e Perù solo nel 1991-92, mentre in Brasile fino al 1993 mancava ancora il consenso necessario a riforme credibili. Queste differenze, che si possono riscontrare altresì nella natura e nella portata delle misure adottate, hanno avuto un profondo impatto sugli andamenti recenti. Alcuni paesi, come Cile, Messico, Bolivia e Argentina, hanno consolidato i precedenti progressi ma, fatta eccezione per il Cile, non hanno ancora colto i benefici del passaggio dalla stabilizzazione a una crescita durevole e con bassa inflazione; altri paesi, tra cui Ecuador, Perù, Uruguay e Venezuela, si trovano in una situazione di crescita reale instabile e di tassi d'inflazione per lo più molto elevati; il Brasile infine è tuttora alle prese con un'inflazione cronicamente alta, alimentata da ingenti disavanzi di bilancio nominali (si veda la nota 4 della tabella sottostante) e, in particolare, da diffusi meccanismi di indicizzazione. Nondimeno, dopo due anni di crescita zero esso figura tra i paesi dell'area che nel 1993 si sono sviluppati a ritmo più sostenuto, sebbene nella seconda metà dell'anno la ripresa abbia cominciato a perdere slancio. Il governo ha recentemente proposto un altro programma di stabilizzazione che prevede una politica fiscale più restrittiva e, come componente innovativa, l'introduzione di un indice dei prezzi istantaneo collegato al dollaro USA. Tale indice è destinato a servire da parametro per l'adeguamento delle retribuzioni del settore pubblico e, dal 1° luglio prossimo, dovrà costituire la base per una nuova moneta. Insieme al recente accordo di ristrutturazione su debiti esteri del Brasile per \$49 miliardi verso le banche commerciali, questi provvedimenti potrebbero segnalare i primi progressi verso la stabilizzazione.

Alla luce di quanto sopra, sono pertinenti tre interrogativi. In primo luogo, qual è stata la natura dei provvedimenti adottati e quali sono i principali

Diversa collocazione temporale del cambiamento delle politiche

Recenti misure adottate in Brasile

Le questioni da considerare

America Latina: saldi di bilancio e investimenti lordi								
Paesi	Saldo di bilancio ¹				Investimenti lordi			
	1981-85	1986-90	1991-92	1993 ²	1981-85	1986-90	1991-92	1993 ²
	Medie annue, in percentuale del PIL							
Cile	- 1,6	3,0	2,2	0,1	14,2	17,8	20,0	26,0
Bolivia	- 13,4	- 5,1	- 5,8	- 6,0	13,1	11,7	18,6	18,5
Messico ³	- 11,5	- 9,4	3,5	1,2	23,7	20,4	22,5	22,5
Argentina ³	- 11,8	- 4,5	- 0,8	- 1,0	20,5	17,2	15,7	18,0
Brasile ⁴	- 4,5	- 4,0	- 1,0	- 2,0	18,5	22,1	19,0	17,5
Media ⁵	- 4,4	- 4,6	- 0,1	- 1,3	20,9	19,5	21,0	22,5
Escluso il Brasile	-	-	-	-	22,3	18,1	22,1	25,3

¹ Settore pubblico non finanziario. ² Dati provvisori. ³ Compresi i proventi delle privatizzazioni. ⁴ Saldo di bilancio nominale meno la componente inflazionistica dei pagamenti per interessi; comprendendo tale componente, il disavanzo per il 1991-92 sarebbe ammontato a circa il 35% del PIL. ⁵ Media ponderata in base alle PPA del 1990 per America Latina e Caraibi; il saldo di bilancio si riferisce all'amministrazione centrale.

Fonti: Banca interamericana di sviluppo e fonti riportate nella tabella della pagina precedente.

elementi del loro successo o fallimento? In secondo luogo, perché la maggior parte dei paesi ha preferito un ancoraggio nominale basato sul tasso di cambio anziché su obiettivi di crescita monetaria? E infine, quali problemi si prospettano dopo le riforme e quali ulteriori riforme si rendono necessarie? La trattazione che segue attinge all'esperienza di Cile, Bolivia, Messico e Argentina, che per molti versi esemplifica le estese misure di stabilizzazione e di riforma adottate e i problemi incontrati. Inoltre l'esperienza di questi quattro paesi può offrire utili insegnamenti ai paesi in cui il processo di riforma è appena agli inizi o deve ancora essere avviato.

Natura dei provvedimenti di riforma e sviluppi immediatamente successivi alle riforme

Principali lineamenti delle nuove politiche

I paesi che hanno attuato le riforme con successo hanno generalmente seguito una strategia articolata su tre fronti: politiche di bilancio e monetarie restrittive al fine di ristabilire l'equilibrio macroeconomico e di ridurre l'inflazione; impiego di un'ancora nominale per bloccare la dinamica inerziale dell'inflazione e stabilizzare le aspettative; e una serie di misure strutturali, fra cui la liberalizzazione del commercio estero, la riforma tributaria, le privatizzazioni, la deregolamentazione dei mercati dei beni e del lavoro, la riforma del settore finanziario e la rimozione parziale o totale dei controlli valutari. Nella maggior parte dei casi i primi due elementi della strategia sono stati introdotti già nella fase iniziale del processo riformistico, mentre il terzo ha trovato dapprima un'applicazione solo parziale, ma è stato successivamente esteso a un maggior numero di aree e settori.

Primo stadio delle riforme in Cile...

Il Cile ha intrapreso le riforme in due tempi. Facendo seguito a un'inflazione senza precedenti e al cambiamento di regime politico nel 1974, nel 1975-76 era stato introdotto un pacchetto di misure che incorporava tutti gli elementi ricordati più sopra. Inizialmente il programma si basava su una politica monetaria estremamente restrittiva come elemento-chiave della strategia antinflazionistica, combinata con una politica di *crawling peg* rispetto al dollaro USA. A partire dal 1979 era stato tuttavia adottato un tasso di cambio totalmente fisso, mentre la politica monetaria aveva subito un certo allentamento. Malgrado il ritorno relativamente rapido a una crescita reale e la perdurante disciplina di bilancio, il programma era infine fallito, soprattutto perché l'indicizzazione dei salari basata sulla dinamica ex post dei prezzi aveva mantenuto un elevato grado d'inflazione inerziale, che si era tradotta in un crescente apprezzamento reale del cambio e in sempre più ampi squilibri esterni.

... con insegnamenti fondamentali per le politiche

Le difficoltà incontrate con questo primo programma potrebbero apparire di scarsa rilevanza alla luce dei risultati ottenuti più di recente dal Cile, che nel 1990-93 ha registrato una crescita media del prodotto del 7½%, accompagnata da una discesa dell'inflazione al disotto del 13% e da un netto aumento della quota degli investimenti sul PIL (tabelle alle pagine 45 e 46). Nondimeno, esse hanno impartito due insegnamenti fondamentali ai fini sia delle successive riforme in Cile sia dei programmi seguiti da altri paesi e basati sul cambio: anzitutto, la *combinazione* di un cambio nominale fisso con l'indicizzazione dei salari ex post è probabilmente insostenibile; in secondo luogo, la

disciplina di bilancio è una condizione *necessaria ma non sufficiente* per ridurre l'inflazione.

Il secondo stadio delle riforme ha preso avvio con una forte svalutazione del cambio dopo la crisi debitoria. A ciò ha fatto seguito nel 1984–85 l'introduzione di politiche fiscali e monetarie restrittive e, successivamente, di ulteriori misure strutturali, fra cui la creazione di una banca centrale indipendente e, lo scorso anno, un'importante riforma del mercato finanziario. Diversamente dalla prima fase, le autorità hanno abbandonato l'ancora nominale basata sul cambio e hanno tentato di ridurre lo squilibrio esterno con una serie di deprezzamenti nominali. Poiché l'indicizzazione dei salari era stata abolita e la disoccupazione era elevata all'inizio del programma, tali svalutazioni hanno influito solo moderatamente sulle retribuzioni nominali. Di conseguenza, durante la seconda metà degli anni ottanta il tasso d'inflazione dei prezzi, i salari reali e il tasso di cambio effettivo reale sono diminuiti (tabella seguente), mentre la crescita delle esportazioni si è accelerata. Nello stesso tempo, il miglioramento dei margini di profitto ha comportato un sensibile aumento della formazione di capitale privato, nonostante il livello elevato dei tassi reali sui prestiti (tabella di pagina 49).

Il programma di riforme della *Bolivia* è stato introdotto nel 1985 nel contesto di un'inflazione tra le più alte mai registrate nell'area. In esso figuravano tutte le componenti elencate in precedenza, nonché l'unificazione dei tassi di cambio ufficiale e libero, che ha comportato una drastica svalutazione del primo, sceso a una modesta frazione del precedente livello. Sebbene non sia stato realizzato l'obiettivo iniziale di introdurre un *currency board* e di adottare il dollaro USA come ancora nominale (in effetti nei due anni successivi il cambio si è deprezzato di un ulteriore 25%), l'inflazione ha potuto essere ridotta in breve tempo e a fine 1987 essa era scesa al disotto del 15%. La ripresa del prodotto reale è stata più lenta. Per effetto delle politiche restrittive e di ripetute ampie perdite nelle ragioni di scambio, fino al 1991, il prodotto reale non è ritornato al livello del 1980 e ancora lo scorso anno il PIL pro capite risultava inferiore al valore di quell'anno. Una causa della lenta ripresa dell'attività economica è stata la debolezza degli investimenti, che alla

Secondo stadio
delle riforme in
Cile

Elementi del
programma di
riforme in
Bolivia...

America Latina: bilancia delle partite correnti e tassi di cambio effettivi reali									
Paesi	Partite correnti				Tassi di cambio effettivi reali ¹				
	1981–85	1986–90	1991–92	1993 ²	1979–81	1982–84	1986	1990	1993 ²
	Medie annue, in percentuale del PIL				Indici, 1985 = 100				
Cile	– 10,0	– 3,5	– 0,5	– 5,0	143	133	81	71	76
Bolivia	– 3,9	– 6,2	– 8,5	– 10,0	73	93	73	51	41
Messico	– 0,9	– 0,9	– 5,9	– 5,7	122	92	72	92	118
Argentina	– 2,2	– 1,6	– 2,6	– 3,0	145	96	93	88	137
Brasile	– 2,8	– 0,4	0,6	0,1	126	116	94	154	133

¹ Tassi effettivi nominali deflazionati con i prezzi al consumo relativi; un aumento (diminuzione) indica un apprezzamento (deprezzamento). ² Dati provvisori.
 Fonti: si vedano le tabelle alle pagine 45 e 46.

America Latina: tassi d'interesse reali										
Paesi	Tassi sui depositi ¹					Tassi sui crediti ²				
	1980	1983	1986	1990	1993 ³	1980	1983	1986	1990	1993 ³
	in percentuale, su base annua									
Cile	2,4	0,6	- 0,5	14,3	5,5	7,5	- 2,7	6,5	27,0	15,8
Bolivia	-29,0	-10,6 ⁴	- 8,5 ⁴	6,7	13,7	-21,3	-13,5 ⁴	7,0 ⁴	21,8	51,0
Messico	- 5,8	-47,0	- 1,5	4,5	5,8	- 3,8	-50,7	- 7,5	13,8	9,5
Argentina	-20,0	-63,0	5,0	-17,5 ⁴	0,5	10,9	13,9 ⁴	71,0	n.d.	4,4
Brasile	32,1	12,5	-36,2	41,5 ⁴	25,0 ⁴	-13,0	25,6	-51,0	-27,0 ⁴	35,0 ⁴

¹ Tassi sui depositi corretti per la variazione dei prezzi al consumo. ² Tassi sui crediti (per il Brasile, tasso di base della banca centrale) corretti per la variazione dei prezzi all'ingrosso.
³ Dati provvisori. ⁴ Tasso mensile.
 Fonti: si vedano le tabelle alle pagine 45 e 46.

... e ulteriori insegnamenti per le politiche

fine degli anni ottanta erano scesi a meno del 10% del PIL. Pertanto, uno degli insegnamenti da trarre dall'esperienza della Bolivia è che, in assenza di misure complementari e di un cambiamento nelle aspettative, le politiche di stabilizzazione non possono ripristinare la crescita economica. Inoltre, una crescita lenta rende più difficile il mantenimento dell'equilibrio fiscale, a causa delle connesse perdite di gettito. Così, dopo un iniziale miglioramento, il bilancio pubblico della Bolivia è tornato rapidamente in disavanzo, e lo scorso anno il saldo negativo ha raggiunto il 6% del PIL.

Aspetti e risultati delle riforme in Messico

Un programma basato su tre direttrici d'azione è stato adottato dal Messico nel 1987, dopo un periodo di inflazione a livelli altissimi. Nei sei anni successivi esso ha subito continui aggiustamenti ed estensioni, fino a includere l'abolizione dei controlli sui tassi d'interesse e sul credito nel 1989 e modifiche legislative per l'istituzione di una banca centrale indipendente con effetto dagli inizi di quest'anno. Una componente fondamentale delle misure di riforma e di stabilizzazione del Messico è stata l'adozione di un'ancora nominale basata su una svalutazione annua (o banda di oscillazione) preannunciata nei confronti del dollaro USA, accompagnata da un ampio programma di politica dei redditi per stabilizzare le aspettative e abbattere l'inflazione inerziale radicata nei precedenti sistemi di indicizzazione dei salari. Dato il gradualismo del programma, il riassorbimento dell'inflazione è stato lento, sebbene lo scorso anno, per la prima volta dal 1972, il tasso di aumento dei prezzi sia stato inferiore al 10%. Il PIL reale ha registrato una crescita moderata, peraltro scesa lo scorso anno al disotto dell'1%, essendo proseguita l'impostazione restrittiva delle politiche al fine di mantenere bassa l'inflazione e di difendere il cambio. Nonostante la crescita lenta, il Messico è riuscito a contenere la disoccupazione nelle aree urbane. Tuttavia le retribuzioni reali, pur avendo registrato una certa accelerazione dopo il 1988, sono ancora mediamente inferiori al loro livello del 1980. Inoltre, nelle zone rurali la povertà e la sottoccupazione sono diffuse, un fenomeno che ultimamente ha provocato tensioni politiche e sociali. Il debito esterno è salito a quasi il 6% del PIL a causa dell'impennata delle importazioni seguita all'estesa liberalizzazione commerciale e a un apprezzamento reale del peso. Nondimeno, il saldo negativo dei pagamenti correnti è stato più che compensato dagli afflussi di capitali attratti dal favorevole differenziale

America Latina: indicatori di politica monetaria										
Paesi	Credito al settore privato					M ₂				
	1980	1985	1990	1992	1993*	1980	1985	1990	1992	1993*
	in percentuale del PIL									
Cile	43,4	70,1	50,2	51,2	44,5	25,9	41,1	40,6	39,0	37,0
Bolivia	11,6	10,1	18,9	30,3	31,5	18,8	10,0	21,6	30,4	35,0
Messico	15,6	10,9	20,6	32,7	35,5	29,1	25,2	24,0	29,4	28,5
Argentina	25,4	17,4	15,7	15,2	15,5	21,4	15,9	10,4	13,7	16,0
Brasile	22,4	18,1	7,2	10,7	10,9	11,9	18,8	15,9	30,8	25,3
* Stime.										
Fonti: si veda la tabella di pagina 46.										

d'interesse, in quanto la forte espansione della domanda privata di credito (tabella precedente), in presenza di condizioni monetarie restrittive, ha mantenuto i tassi reali a livelli elevati.

Il programma di riforme dell'Argentina è stato introdotto nel 1991 e ha fatto seguito a una serie di misure di stabilizzazione adottate senza successo durante gli anni ottanta, tra cui la più nota è il "Piano Austral" del 1985. Questo piano, insieme al contemporaneo "Piano Cruzado" del Brasile, aveva cercato di spezzare la spirale inflazionistica facendo ricorso a un'ancora nominale basata sul cambio, ma era infine fallito soprattutto a causa della mancata disciplina di bilancio. In parte per effetto dell'insuccesso dei precedenti tentativi di stabilizzazione, si era ridotta la fiducia nelle autorità politiche, e nel corso degli anni ottanta il prodotto reale dell'Argentina si era mediamente contratto dell'1% all'anno, mentre l'inflazione aveva raggiunto valori a tre cifre.

Elemento principale del piano di stabilizzazione adottato nel marzo 1991 è la "Legge sulla convertibilità", che ha istituito un sistema monetario dotato di due caratteristiche essenziali: un'ancora nominale basata su un cambio nominale fisso nei confronti del dollaro USA e una norma che limita la base monetaria al livello delle riserve internazionali, eliminando così il potere discrezionale della banca centrale di espandere il credito interno. L'impatto immediato del piano è stato un sensazionale cambiamento di aspettative, che ha condotto a un drastico calo dell'inflazione e a una ripresa della crescita reale del prodotto. Nel biennio 1991-93 è stata completamente riassorbita la caduta del reddito pro capite registrata durante il decennio precedente e nell'aprile di quest'anno il tasso d'inflazione su dodici mesi era sceso a solo il 4¹/₄%. Inoltre, sotto l'influsso della legge sulla convertibilità, fiancheggiata da una vasta riforma fiscale e da introiti delle privatizzazioni pari al 2-3% del PIL, nel 1992-93 il bilancio del settore pubblico non finanziario si era portato quasi in pareggio. Tuttavia, così come in Messico, l'impiego del tasso di cambio come ancora nominale ha provocato un sensibile apprezzamento reale della moneta. Insieme alle estese misure di liberalizzazione del commercio estero, ciò ha causato un deterioramento dell'interscambio mercantile e del saldo esterno corrente.

La scelta dell'ancora nominale

Una caratteristica comune a quasi tutti i programmi di stabilizzazione dei paesi dell'America Latina è il riferimento a un tasso di cambio nominale fisso anziché

Precedenti programmi di stabilizzazione in Argentina...

...e nuovo piano di riforme nel 1991

Ragioni dell'ado-
zione di un
ancoraggio
nominale basato
sul cambio

a un obiettivo monetario. Tre ragioni principali paiono essere alla base di questa scelta:

- nell'intento di accrescere la credibilità, i governi hanno ritenuto utile ancorare le rispettive valute a quella di un paese, per lo più gli Stati Uniti, con una migliore dinamica inflazionistica. Per rinsaldare la credibilità, specie nella fase iniziale delle riforme, essi hanno generalmente preferito fare riferimento a una singola moneta piuttosto che a un paniere di valute ponderate in base all'interscambio, anche se quest'ultimo avrebbe avuto forse effetti meno distorsivi sui flussi commerciali;

- un tasso di cambio nominale fisso fornisce un chiaro segnale all'opinione pubblica, e segnatamente alle parti sociali, data la rilevante incidenza dei *tradables* sui prezzi al consumo;

- la relazione tra aggregati monetari e reddito nominale tende a divenire instabile in periodi di disinflazione, in quanto la domanda di saldi monetari reali aumenta, rendendo inaffidabili gli obiettivi in termini di aggregati come parametro per la conduzione della politica monetaria.

I problemi della fase post-stabilizzazione e l'esigenza di ulteriori riforme

Malgrado il successo immediato delle politiche poste in essere e il consolidamento dei risultati conseguiti sul fronte dell'inflazione, la maggior parte dei paesi che hanno intrapreso politiche di stabilizzazione e riforme strutturali è alle prese con una serie di problemi che dovranno essere affrontati per poter compiere nuovi progressi:

- i paesi che si sono basati su un cambio nominale fisso come principale ancora nominale hanno registrato un forte apprezzamento reale delle loro valute e un peggioramento del saldo corrente con l'estero. Grazie agli ingenti afflussi di capitali (Capitolo VII), il finanziamento del disavanzo esterno corrente non ha costituito generalmente un problema; invero gli afflussi eccedenti il deficit corrente hanno reso più difficile, in talune occasioni, il mantenimento della stabilità monetaria. Diversi paesi hanno anche svalutato le loro valute prima di fissare la parità di cambio, e ciò farebbe ritenere che i margini di profitto siano tuttora relativamente confortevoli. Inoltre, nella maggior parte dei paesi sono aumentati gli investimenti privati, compensando più o meno la caduta degli investimenti pubblici. Nondimeno, di fronte alla perdita di quote di mercato, in particolare all'interno, si pone la necessità di ulteriori ristrutturazioni delle industrie nazionali al fine di creare le condizioni necessarie per mantenere l'ancoraggio nominale e al tempo stesso migliorare il saldo con l'estero;

- la maggior parte dei paesi ha registrato un sensibile aumento dei tassi d'interesse reali per effetto di politiche monetarie restrittive. Il costo del credito in termini reali è stato particolarmente elevato, in parte a causa di un ampliamento dei margini d'interesse e in parte per la più rapida decelerazione dei prezzi all'ingrosso rispetto a quelli al consumo. Mentre l'emergere di tassi reali positivi sui depositi dovrebbe incentivare il risparmio interno, gli elevatissimi tassi reali sui prestiti potrebbero indebolire gli investimenti fissi delle imprese e quindi la prospettiva di una crescita reale più rapida e duratura. Lo scorso anno, tuttavia, la quota media degli investimenti sul PIL dell'America Latina (Brasile escluso) è salita a quasi il 25%;

Apprezzamento
del cambio reale
e deteriorarsi
delle bilance
commerciali

Alti tassi d'inte-
resse reali

– in Bolivia l'iperinflazione è stata eliminata in meno di un anno e con perdite di prodotto relativamente modeste poiché il sistema monetario e le istituzioni economiche avevano di fatto cessato di funzionare. Anche in altri paesi i primi risultati nel ridurre l'inflazione sono stati ottenuti senza depri-
mere eccessivamente la crescita del prodotto. È risultato invece più difficile abbassare ulteriormente l'inflazione dopo che questa era scesa a valori del 10–15%, a indicazione del fatto che permanevano forze inerziali e/o che le aspettative inflazionistiche non erano calate in linea con il tasso corrente;

Passaggio da
un'inflazione
elevata...

– il Cile è stato in grado di passare dalla stabilizzazione a una crescita sostenibile, mentre la maggior parte degli altri paesi è riuscita a creare le condizioni per una crescita più elevata, ma sino ad oggi non ha ancora conosciuto periodi di espansione forte e sostenuta. In Bolivia il prodotto si è ripreso solo molto lentamente, e lo scorso anno il Messico ha registrato il tasso di espansione più basso degli ultimi sette anni.

... a una crescita
sostenuta

Una serie di riforme è ancora in attesa di attuazione. Anzitutto, mentre la maggior parte dei paesi ha riformato il sistema tributario, non vi è stata ancora una ristrutturazione dal lato delle uscite e le riduzioni sono state effettuate principalmente al fine di eliminare il disavanzo di bilancio. La spesa in conto capitale è stata ridotta più di quella corrente e sono diminuiti altresì gli stanziamenti per istruzione, sanità e sicurezza sociale. Di conseguenza, molti paesi hanno urgente bisogno di ammodernare le loro infrastrutture e di migliorare i sistemi di istruzione e di assistenza sanitaria. Alcuni paesi dovranno anche aumentare il prelievo fiscale per far fronte alla spesa pensionistica o, come ha fatto recentemente il Cile, istituire sistemi pensionistici privati.

Necessità di
ristrutturare la
spesa pubblica...

In secondo luogo, poiché finora sono state le classi di reddito più elevato a beneficiare maggiormente dell'accelerazione della crescita in quest'area, la povertà è diventata un problema grave. In media il 20% più povero della popolazione percepisce molto meno del 5% del reddito complessivo e in diversi paesi, fra cui Argentina e Messico, l'acuirsi delle tensioni sociali ha cominciato a incidere sul clima di fiducia e sull'attività economica. Inoltre, nonostante la ripresa del prodotto, la disoccupazione è aumentata via via che lavoratori prima "scoraggiati" sono rientrati nel mercato del lavoro. In tale situazione, nel corso del 1992–93 Cile e Messico hanno introdotto riforme sociali e altri paesi potrebbero dover adottare misure analoghe.

... di alleviare la
povertà...

In terzo luogo, la maggior parte dei paesi ha bisogno di rafforzare e riformare il proprio settore finanziario. L'ampio margine fra tassi passivi e attivi potrebbe essere indicativo di elevati premi di rischio, ma anche del fatto che la concorrenza è limitata. Poiché i mercati monetari e finanziari restano sottosviluppati, diversi paesi hanno incontrato difficoltà nell'assorbire gli effetti sulla liquidità interna prodotti dagli ingenti afflussi di capitali. Specie i paesi che hanno liberalizzato i movimenti di capitali prima di aver deregolamentato i mercati finanziari interni potrebbero incorrere nel rischio di un'instabilità finanziaria nel caso in cui i flussi di capitali dovessero subire un'improvvisa inversione (Capitolo VII).

... e di rafforzare
i settori finanziari

Nondimeno, ove si consideri che i diversi tentativi di stabilizzazione falliti hanno gravemente minato la credibilità dei responsabili delle politiche e che gli sviluppi esterni, se si prescinde dal calo dei tassi d'interesse USA, sono stati

sfavorevoli (peggiorate ragioni di scambio e debole domanda di esportazioni), i risultati finora conseguiti sono ragguardevoli e non dovrebbero essere sottovalutati malgrado i problemi presenti e l'esigenza di ulteriori riforme. Nella maggior parte dei casi i paesi latino-americani sono riusciti a spezzare il ciclo inflazionistico del passato e si avviano a creare le condizioni per una crescita sostenibile.

Le economie asiatiche in trasformazione

Gli sviluppi economici e le riforme in Cina

La *performance* della Cina a confronto con altre economie in trasformazione

In ciascuno degli ultimi due anni il prodotto reale in Cina si è accresciuto del 13%, facendo salire il PIL totale a quasi quattro volte il livello raggiunto nel 1978 (tabella seguente). Ciò si pone in netto contrasto con gli andamenti sia dell'Europa orientale sia delle economie della CSI, che fino al 1989 avevano ottenuto tassi di crescita positivi, sebbene alquanto bassi, ma che hanno poi subito forti contrazioni del prodotto. Molto pronunciate sono anche le differenze rispetto alla situazione in Mongolia, dove il sistema economico vigente prima delle riforme era molto simile a quello dei paesi europei e gli andamenti hanno seguito profili analoghi. Il contrasto tra l'evoluzione economica in Cina e quella di altre economie già a pianificazione centralizzata solleva quesiti sulle politiche di riforma e di transizione adottate. Taluni sostengono che la straordinaria *performance* della Cina sia il risultato di politiche più appropriate, mentre altri ne individuano la ragione principale nelle condizioni di partenza, e più precisamente nel fatto che quando prese avvio il processo di riforma la Cina era ancora un paese rurale e sottosviluppato. Entrambi i fattori sono importanti; e in effetti è difficile disgiungerli, in quanto le politiche di riforma adottate in Cina sono la naturale conseguenza della struttura economica ed organizzativa del paese, e in particolare dell'alto grado di decentralizzazione secondo linee direttrici regionali.

Condizioni iniziali e strutturali

Mentre l'Europa orientale e l'ex Unione Sovietica avevano concluso l'ultimo decennio con forti squilibri macroeconomici che avevano richiesto in prima istanza rigorose politiche di stabilizzazione, la Cina non soffriva di

Economie in trasformazione: indicatori degli andamenti economici							
Paesi e gruppi di paesi	PIL reale		Prezzi al consumo		M ₂ /PIL		
	1978-89	1990-93	1978-89	1990-93	1978	1985	1992 ¹
	Variazioni annue, in percentuale				in percentuale		
Cina	9,2	9,5	7,5	5,4	25,0	57,0	101,5
Vietnam	4,1	6,8	217,5 ²	39,0	n.d.	28,4	33,5
Mongolia	6,1	- 5,0	4,6	20,5	35,8	47,1	52,2
India	4,8	3,8	8,3	10,5	35,5	43,0	48,0
Europa orientale	2,9	- 10,0	36,9	144,7	58,5	57,6	56,2
Ex Unione Sovietica	3,1	- 10,3	1,3	316,5	n.d.	48,5	65,2 ³

¹ Dati provvisori. ² 1986-89. ³ 1989.
 Fonti: Banca asiatica di sviluppo, *Asian Development Outlook* e *Key Economic Indicators*; FMI, *Occasional Papers* e statistiche nazionali.

squilibri simili nel 1978, allorché ebbe inizio il processo di cambiamenti della politica economica. La spinta alle riforme originava piuttosto dal desiderio di rendere più efficiente l'allocazione delle risorse e di alleviare la povertà, specie nelle aree rurali. Il primo complesso di misure di riforma era incentrato sulla liberalizzazione del settore agricolo e aveva avuto un'immediata risposta positiva sul piano della produzione, in netto contrasto con la flessione del reddito reale nell'Europa orientale.

Assenza di
squilibri macro-
economici e
forte risposta
dell'offerta

Prima delle riforme, in Cina l'incidenza del settore agricolo sul prodotto e sull'occupazione era relativamente alta (tabella seguente). Una parte consistente della produzione proveniva anche dall'industria, dove le aziende di proprietà statale contribuivano per oltre il 75% alla produzione industriale. Benché la presenza di un "surplus di manodopera" a basso salario nell'agricoltura costituisse un vantaggio di cui non beneficiavano i paesi dell'Europa orientale e le economie della CSI, la prestazione economica della Cina va attribuita in buona parte alla risposta dal lato dell'offerta fornita dalle imprese non statali.

Diversamente dalla struttura fortemente centralizzata e concentrata delle economie dell'Europa orientale e dell'ex Unione Sovietica, con unità produttive di grandi dimensioni e un elevato grado di interdipendenza regionale, la struttura economica in Cina era decentralizzata e si basava su unità di produzione relativamente piccole. Inoltre, le province godevano storicamente di ampia autonomia. Questa struttura organizzativa e regionale ha favorito lo sviluppo dei mercati e la concorrenza interregionale ed ha costituito un contesto propizio per esperimenti economici che hanno svolto un ruolo importante nelle politiche di riforma della Cina. D'altra parte, essa ha determinato anche duplicazioni e, data la carenza di strumenti macroeconomici di controllo, la competizione regionale ha periodicamente generato pressioni da eccesso di domanda.

Struttura
decentralizzata
con autonomie
regionali

Un altro aspetto della struttura economica di questo paese è che ciascuna regione costituiva in larga misura un'unità a sé stante e autosufficiente, e che all'inizio del periodo di riforme la Cina si presentava come un'economia relativamente chiusa. La sua dipendenza dagli scambi con gli ex paesi membri del Comecon era pertanto limitata, e ciò l'ha posta al riparo dagli shock sulle

L'influsso del
commercio
estero...

Economie in trasformazione: indicatori strutturali e di base										
Paesi e gruppi di paesi	PIL pro capite nel 1985	PIL, per settore ¹		Occupazione per settore ¹		Investimenti/ PIL ²	Esportazioni/ PIL ²	Destinazione delle esportazioni ²		
		Agricoltura	Industria	Agricoltura	Industria			OCSE	Asia	Comecon
	\$ USA	in percentuale								
Cina	225	25,6	51,7	68,9	15,8	35,0	9,4	41,4	38,8	8,3
Vietnam	115	42,7	26,3	70,0	10,6	10,9	11,9	18,5	34,0	36,0 ³
Mongolia	665	17,4	33,3	39,7	16,0	40,2	22,4	3,2	0,3	92,0
India	285	39,6	24,4	75,0 ⁴	25,0 ⁴	23,9	5,7	48,0	9,2	21,0
Europa orientale	3.050	14,7	54,9	24,9	34,9	30,0	29,0	28,2	3,7	67,8
Ex Unione Sovietica	3.350	14,9	51,5	20,3	29,4	20,8	4,4	25,6	7,4	55,4

¹ 1980. ² 1985. ³ Sulla base del rapporto di cambio di Rb. 2,4=\$USA 1. ⁴ Quota della popolazione totale residente rispettivamente nelle aree rurali e urbane.

Fonti: si veda la tabella precedente.

ragioni di scambio che hanno colpito i paesi dell'Europa orientale e la Mongolia allorché il Comecon si è dissolto. Inoltre, con la graduale apertura dell'economia (si veda più avanti), la posizione geografica ha consentito alla Cina di trarre vantaggio dall'interscambio con le dinamiche economie del Sud-Est asiatico.

... e delle
comunità cinesi
all'estero

Anche le numerose comunità cinesi all'estero hanno senza dubbio influito sull'evoluzione della Cina, soprattutto da quando l'economia si è aperta al commercio estero e agli investimenti diretti. Particolarmente importanti sono stati gli stretti rapporti finanziari e commerciali con Hong Kong, specie per le province meridionali, che nell'ultimo triennio hanno registrato una crescita media annua del 20%.

I principali lineamenti delle riforme

Alcune caratteri-
stiche del
processo di
riforma cinese

Il processo di riforma cinese non si è basato su un piano globale, ma ha seguito un approccio sostanzialmente gradualista, sperimentale e parziale. Esso ha abbracciato diverse aree e settori e ha assunto talune caratteristiche non riscontrabili nell'Europa orientale. In particolare, fin dall'inizio le riforme hanno potuto giovare di una forte espansione del prodotto che ha rafforzato la sostenibilità del processo, evitando quei segni di logoramento della strategia riformistica manifestatisi in altri paesi. Inoltre, sebbene le riforme si siano accompagnate ad ampie variazioni nella distribuzione regionale e settoriale del reddito, la risposta dal lato dell'offerta ha consentito di evitare le distorsioni distributive connesse a forti contrazioni del prodotto.

Riforma
agricola...

Le principali misure di riforma agricola adottate nel 1978 avevano compreso un rialzo dei prezzi ufficiali di ammasso delle derrate e un ritorno all'agricoltura su base familiare, insieme al diritto per i contadini di vendere parte della produzione al mercato libero. Gli accresciuti incentivi avevano promosso una forte risposta dal lato dell'offerta e uno straordinario aumento del risparmio delle famiglie che, unitamente alla manodopera resa disponibile dai guadagni di produttività, ha fornito input e stimoli allo sviluppo di industrie nelle aree rurali.

... e rapida espan-
sione del settore
industriale non
statale

A partire dal 1984 alle autorità locali è stato accordato un maggior grado di autonomia, con il permesso, in particolare, di creare aziende a livello distrettuale e municipale e di trattenere un'ampia quota dei loro profitti. Stimolate dall'abbondante formazione di risparmio e dalla disponibilità di manodopera agricola eccedente, tali aziende si sono sviluppate rapidamente e nel 1990, insieme ad altre imprese rurali, hanno contribuito a circa un quarto della produzione industriale totale (tabella seguente). Diritti analoghi sono stati concessi in seguito a centri urbani di dimensioni maggiori, con il risultato che, alla stessa data, la quota delle aziende statali sulla produzione industriale risultava scesa al 55%. Questa rapida espansione del settore non statale rappresenta l'elemento di maggior rilievo nell'evoluzione economica della Cina. Un'importante spiegazione sta probabilmente nel fatto che le aziende non statali, a differenza di quelle di proprietà dello Stato, sono state soggette a vincoli di bilancio "rigidi", non ricevendo sovvenzionamenti e dovendo finanziare gli investimenti con gli utili accantonati o con prestiti bancari, spesso difficili da ottenere data l'entità dei finanziamenti destinati alle aziende statali in perdita.

Cina: indicatori della struttura proprietaria nell'industria					
Proprietà	Quota di valore aggiunto		Quota dell'occupazione		Produzione
	1979	1990	1979	1990	1981-90
	in percentuale				Variazione annua, in percentuale
Proprietà statale	78,5	54,6	72,0	53,7	7,5
Proprietà non statale	21,5	45,4	28,0	46,3	21,5
di cui: aziende rurali	9,0	25,3	22,5	38,6	28,0
Fonti: Qian, Y. e Xu, C., <i>Discussion Paper</i> N.154, Centre for Economic Performance, London School of Economics e statistiche nazionali.					

Mentre nel 1978 le esportazioni concorrevano per meno del 10% al PIL della Cina, varie iniziative per liberalizzare le vendite all'estero, unite alla rapida crescita economica nei paesi vicini, a un forte deprezzamento reale del cambio e a sussidi alle esportazioni, hanno concorso a far salire a circa un terzo la quota del commercio estero sul PIL. Sono state inoltre incoraggiate le importazioni di beni capitali e sono stati adottati provvedimenti per promuovere gli investimenti diretti esteri. Lo scorso anno la Cina ha così registrato un afflusso netto di investimenti diretti di circa \$ 15 miliardi, il più elevato nell'area in via di sviluppo. Negli ultimi dieci anni le tecnologie e il *know-how* acquisiti attraverso tali investimenti hanno fornito un contributo sostanziale alla crescita economica.

Un aspetto saliente del processo di riforma cinese è consistito nell'impiego di un sistema dei prezzi a "due binari", in cui una quota predeterminata del prodotto è assoggettata a controlli o direttive di prezzo, mentre al di sopra di tale quota la produzione può essere venduta a prezzi di mercato. Questo sistema provoca distorsioni nei prezzi relativi, ma ha il vantaggio di rendere meno frequenti le strozzature dal lato dell'offerta. Inoltre, le decisioni "al margine" sono effettuate ai prezzi relativi determinati dal mercato. Tuttavia, questo sistema ha incentivato anche la corruzione e in parte ha discriminato le aziende non statali.

L'esigenza di ulteriori riforme

Fermo restando che gli effetti macroeconomici delle politiche di riforma della Cina sono stati sostanziali, appaiono evidenti talune carenze e vi è chiaramente l'esigenza di ulteriori riforme. Come si vedrà in seguito, la Cina deve ancora creare un quadro istituzionale efficace per le sue politiche macroeconomiche. Questo problema è in parte connesso all'elevato grado di autonomia regionale e alla natura parziale e sperimentale delle riforme che, unitamente alle disparità di risorse, hanno fatto sì che il rapido sviluppo economico si accompagnasse a crescenti divergenze a livello regionale. Poiché la mobilità interregionale incontra ostacoli amministrativi ed economici e la quota decrescente dell'amministrazione centrale sulle entrate tributarie limita le possibilità di trasferimenti perequativi per il tramite del bilancio, vi è il rischio che le disuguaglianze di reddito aumentino ulteriormente. Secondo stime ufficiali, oltre un terzo della manodopera nell'agricoltura sarebbe in eccesso, e il crescente

Le misure per promuovere il commercio estero

Il sistema dei prezzi a "due binari"

Autonomia regionale e crescenti disuguaglianze di reddito

divario di reddito rispetto alle aree urbane ha già provocato tensioni. A prima vista ciò potrebbe sembrare paradossale alla luce dell'iniziale successo delle riforme agricole. Tuttavia, il rapido incremento della produttività è stato per lo più un progresso *un tantum*, mentre dalla metà degli anni ottanta la crescita della produttività nell'agricoltura ha ristagnato a causa dell'impoverimento del suolo, di una minore disponibilità di aree coltivabili fertili e delle piccole dimensioni delle unità familiari con le loro limitate possibilità di economie di scala.

Potenziali fonti
inflazionistiche

Il doppio sistema dei prezzi è una potenziale fonte d'inflazione in quanto i prezzi controllati sono notevolmente inferiori a quelli di mercato. Per moderare la progressione dei prezzi, sono stati anche aumentati i sussidi, che ora incidono per circa un terzo sulla spesa dell'amministrazione centrale. La crescita eccezionalmente rapida del rapporto M_2/PIL (tabella di pagina 53) potrebbe essere la fonte di pressioni inflazionistiche o di perturbazioni finanziarie. Grazie al massiccio aumento del risparmio delle famiglie, in parte dovuto agli sforzi delle autorità per mantenere positivi i tassi reali sui depositi, e all'assenza di strozzature dal lato dell'offerta, la Cina non accusa quel problema di "eccesso latente di liquidità", osservabile in passato in alcuni paesi dell'Europa orientale. D'altra parte, qualora le aspettative dei consumatori dovessero mutare in senso sfavorevole, un ingente volume di liquidità potrebbe essere rapidamente smobilizzato dai depositi a risparmio, generando pressioni sui mercati dei beni ed eliminando una fonte non inflazionistica di finanziamento del disavanzo di bilancio.

Aziende statali
in perdita

Malgrado i diversi tentativi di migliorare la gestione e il funzionamento delle aziende statali, queste non sono ancora soggette a vincoli di bilancio rigidi. Le crescenti perdite hanno aggravato lo squilibrio fiscale, oppure sono state finanziate dal sistema bancario dilatando l'offerta di moneta e oberando le banche di uno stock crescente di crediti in sofferenza.

Mancanza di
strumenti
macroeconomici

Dal 1978 la Cina ha attraversato diversi cicli economici, in quanto ciascun pacchetto di riforme innescava una forte espansione della domanda che si traduceva rapidamente in una situazione di surriscaldamento dell'economia, contrastato mediante controlli amministrativi. Questa elevata variabilità ciclica può essere ricondotta a due fattori interconnessi, che hanno privato l'amministrazione centrale di un adeguato strumentario di controllo monetario e fiscale: la politica di decentramento e l'assenza, fino ad epoca recente, di un'organica riforma del sistema tributario e finanziario. Dal 1978 sono calate sia la pressione fiscale sia la quota dell'amministrazione centrale sul gettito complessivo (tabella seguente), per effetto di un regime tributario regressivo e di un sistema di distribuzione delle entrate che aveva aumentato la quota delle imposte trattenute dalle autorità regionali e locali. Il settore finanziario è rimasto ampiamente sottosviluppato nonostante la creazione di un sistema bancario a due livelli nel 1984, l'apertura di due mercati azionari e le prime iniziative volte a istituire un mercato dei capitali. Mentre è stato frequente il ricorso a crediti selettivi, gli strumenti indiretti di controllo degli andamenti monetari e creditizi sono rimasti inefficaci.

Alcune recenti
misure di politica
economica...

Verso la fine del 1993 sono stati compiuti passi per conferire una maggiore autonomia alla banca centrale, creare un sistema di banche commerciali e iscrivere in bilancio i prestiti selettivi. Agli inizi di quest'anno è stata effettuata

Cina: andamento delle entrate tributarie ed extra-bilancio				
Voci	1979	1982	1987	1990
	in percentuale del PIL			
Entrate tributarie	26,7	20,0	19,5	16,6
di cui: amministrazione centrale	n.d.	10,3	9,4	7,5
Entrate extra-bilancio	11,3	15,5	18,0	15,3
di cui: amministrazione centrale	n.d.	5,2	7,3	6,1
Totale	38,0	35,5	37,5	31,9
di cui: amministrazione centrale	n.d.	15,5	16,7	13,6

Fonte: FMI, *Occasional Paper* N. 107.

l'unificazione del tasso di cambio ufficiale e di quello praticato sui mercati valutari "swap", il che ha comportato per il primo una svalutazione di circa un terzo nei confronti del dollaro USA. A partire da quest'anno sono stati inoltre decisi provvedimenti per riformare il sistema tributario, fra cui l'introduzione di un'imposta societaria uniforme del 33%, di un'imposta sul valore aggiunto e di un'imposta sulle plusvalenze di capitale, nonché la revisione del sistema di ripartizione del gettito tributario al fine di incrementare la quota di pertinenza dell'amministrazione centrale. Infine, un complesso di misure mira a rivitalizzare il settore delle aziende statali in difficoltà e a renderne la gestione più autonoma ed efficiente. Un centinaio di imprese maggiori sarà trasformato in società per azioni e un sistema di sicurezza sociale finanziato dallo Stato dovrà assumersi le prestazioni sociali attualmente erogate dalle aziende statali.

È ancora presto per dire se le riforme programmate potranno essere effettivamente realizzate nel corso del ciclo attuale. Sebbene la spesa in conto capitale abbia contribuito in misura consistente alla forte crescita reale registrata lo scorso anno, essa è risultata eccessiva in alcune aree, segnalando la necessità di rendere più stringenti le condizioni del credito. La rapida espansione economica si è accompagnata ad una marcata accelerazione della dinamica dei prezzi, anche se le pressioni da eccesso di domanda sono state in parte assorbite da un'impennata delle importazioni. Tuttavia, le autorità si trovano di fronte a un dilemma, in quanto anche la disoccupazione e la sottoccupazione stanno aumentando. Ciò renderà più difficile l'imposizione alle aziende statali di più stringenti criteri di gestione, e in effetti il bilancio per quest'anno prevede ulteriori alleggerimenti d'imposta. Ma l'impresa più difficile sarà probabilmente quella di controbilanciare uno degli effetti delle precedenti misure di decentramento e di aumentare la quota di gettito destinata all'amministrazione centrale.

...e il loro
impatto sul ciclo
attuale

Gli sviluppi economici e le riforme negli altri paesi asiatici

Negli ultimi dieci anni sono state introdotte riforme economiche anche in altri paesi asiatici in transizione verso l'economia di mercato, fra cui Vietnam, Cambogia, Laos e Mongolia. I risultati sono stati diffusi; in particolare, i paesi con condizioni iniziali e strutturali simili a quelle della Cina si sono fortemente differenziati dalla Mongolia, il cui sistema presentava maggiori analogie con

quello dei paesi est-europei. In Vietnam dall'inizio delle riforme la crescita si è situata in media annua a oltre il 6%, mentre la Mongolia ha subito gravi perdite di prodotto dopo la rimozione dei controlli sui prezzi e l'abbandono del sistema a pianificazione centralizzata.

Politiche di
riforma in
Vietnam e in
Mongolia

L'esperienza del Vietnam e della Mongolia differisce anche per altri aspetti. Contrariamente alla situazione della Cina nel 1978, entrambi i paesi presentavano squilibri macroeconomici quando furono avviate le riforme, rispettivamente nel 1986 e 1989. La Mongolia ha inasprito le politiche per fronteggiare gli effetti della liberalizzazione dei prezzi ed ha sperimentato una brusca contrazione del prodotto, giacché all'impatto delle politiche restrittive si sono sommati il deterioramento delle ragioni di scambio e la perdita di mercati d'esportazione dopo il crollo del sistema commerciale del Comecon. Il Vietnam, per contro, aveva rinviato la stabilizzazione, e l'inflazione aveva raggiunto un tasso mensile di oltre il 30%. Ciò aveva messo seriamente in pericolo la stabilità finanziaria e le prospettive di crescita. Tuttavia, dopo una riforma del sistema valutario e dei prezzi, e un drastico inasprimento della politica monetaria e di bilancio nel 1989, l'inflazione è tornata sotto controllo. Questo paese, avvantaggiato inoltre da condizioni strutturali molto simili a quelle della Cina, da una favorevole risposta dell'offerta del settore agricolo, dalla crescente domanda di petrolio e da una quota relativamente modesta di scambi con i paesi del Comecon, ha potuto evitare una contrazione del prodotto. D'altra parte, i tentativi di liberalizzare il commercio estero e di attrarre investimenti diretti esteri hanno portato finora scarsi benefici a causa dell'embargo USA, in vigore fino agli inizi di quest'anno, e degli arretrati ancora pendenti nei confronti di istituzioni creditizie multilaterali. Un altro ostacolo è rappresentato dalle carenti infrastrutture e da un rapporto investimenti/PIL di appena il 10%.

Riforme orien-
tate al mercato
in India...

Anche l'India, con un'incidenza importante dell'agricoltura e della proprietà statale nell'industria, e livelli di reddito pro capite analoghi a quelli della Cina, ha dato avvio a importanti riforme orientate al mercato. Dopo la crisi valutaria del 1991 sono state prese iniziative per aprire l'economia alla concorrenza internazionale liberalizzando il commercio estero, sopprimendo il doppio sistema dei cambi e deregolamentando il settore privato. Le riforme iniziali comprendevano anche misure volte a ridurre il disavanzo di bilancio e i primi passi verso la privatizzazione di imprese statali.

... con effetti
positivi ...

Durante gli ultimi due anni la crescita del prodotto in India è stata in media del 4% e il saldo dei pagamenti correnti è migliorato sensibilmente in seguito a un deprezzamento reale del cambio del 25-30% e a un netto aumento dei proventi delle esportazioni. Anche le disponibilità in valuta si sono accresciute grazie ad ampi afflussi di capitali, dovuti a investimenti netti di portafoglio e al ricorso delle imprese indiane al finanziamento obbligazionario internazionale. Nondimeno, la recente evoluzione dei conti pubblici richiede interventi correttivi al fine di evitare problemi per il futuro. Dopo un iniziale consolidamento, nel 1993 il disavanzo di bilancio è salito a oltre il 7% del PIL, rispetto a un obiettivo inferiore al 5%. Esso è stato finanziato per la maggior parte dal sistema bancario, il quale ha reagito ai più severi requisiti patrimoniali incrementando il portafoglio di titoli pubblici e riducendo il credito al settore

... pur con
l'esigenza di
mantenere vigile
l'attenzione

privato. Un'altra area problematica è quella dell'industria dove, diversamente dall'agricoltura, la produzione ha ristagnato, ostacolata da un mercato del lavoro rigido e da imprese pubbliche inefficienti.

L'Europa orientale e la Comunità di Stati Indipendenti

Lo scorso anno si è potuto osservare un netto contrasto tra gli andamenti economici nei paesi dell'Europa orientale e negli Stati membri della CSI, e ciò dimostra chiaramente come coerenti misure di riforma e risolutive politiche di stabilizzazione costituiscano un presupposto necessario alla ripresa della crescita. Nell'Europa orientale è notevolmente rallentata la rapida caduta del prodotto degli anni precedenti e in alcuni paesi – fra cui persino l'Estonia, che aveva iniziato il processo di riforme in condizioni estremamente difficili – nella seconda metà dello scorso anno si sono manifestati i primi segni di crescita. Altri paesi di quest'area sembrano aver seguito l'esempio di quelli più avanzati nel processo di riforma. Dopo che l'orientamento espansivo delle politiche economiche aveva provocato una rapida accelerazione della dinamica dei prezzi, agli inizi del 1994 la Romania ha intrapreso un programma di stabilizzazione. Misure per stabilizzare l'economia sono state adottate anche dalla Croazia e dall'ex repubblica jugoslava di Macedonia.

In netto contrasto con tali sviluppi, le repubbliche della CSI ancora una volta non hanno affrontato i problemi economici fondamentali. Esse hanno continuato ad emettere rubli al fine di acquistare prodotti le une dalle altre, provocando così crescenti disavanzi commerciali con la Russia e una rapida inflazione. La situazione è giunta a un punto critico in luglio, quando la riforma monetaria in Russia ha sostituito il rublo sovietico con quello russo, ponendo di fatto fine all'area del rublo e costringendo gli altri Stati ad introdurre proprie valute. Sebbene ciò offrisse l'opportunità di perseguire autonome politiche di stabilizzazione, questi paesi si sono mostrati incapaci di riportare sotto controllo i disavanzi di bilancio e l'espansione del credito. L'inflazione in quest'area è rimasta su livelli del 20% al mese e l'iperinflazione ha preso piede in Ucraina. La caduta del prodotto è proseguita senza sosta.

Assieme alle confortanti indicazioni di una ripresa dell'attività economica nell'Europa orientale, sono emersi due problemi cui dovrà essere accordata debita attenzione per far sì che il processo di sviluppo poggi su basi solide. In primo luogo, nella maggior parte dei paesi gli investimenti sono rimasti depressi. In secondo luogo, i saldi di parte corrente si sono deteriorati, giacché ad un aumento dei consumi ha fatto riscontro un rallentamento delle esportazioni verso i paesi occidentali. Ciò sottolinea la fondatezza delle richieste dei paesi dell'Europa orientale di "scambi e non aiuti", sotto forma di un miglior accesso ai mercati occidentali, in particolare nelle cosiddette aree "sensibili", dove le restrizioni restano assai diffuse. Senza la possibilità di espandere le esportazioni, la crescita economica sarà limitata da vincoli di finanziamento esterno. Ma il deterioramento delle partite correnti evidenzia altresì la necessità di aumentare il risparmio interno attraverso una compressione dei disavanzi di bilancio e accresciuti incentivi a risparmiare.

Stabilizzazione
del prodotto
nell'Europa
orientale ...

... ma sua ulte-
riore contrazione
nella CSI

Le risolte
politiche di
riforma danno
risultati...

... anche in situa-
zioni difficili

Gli sviluppi e le politiche nell'Europa orientale

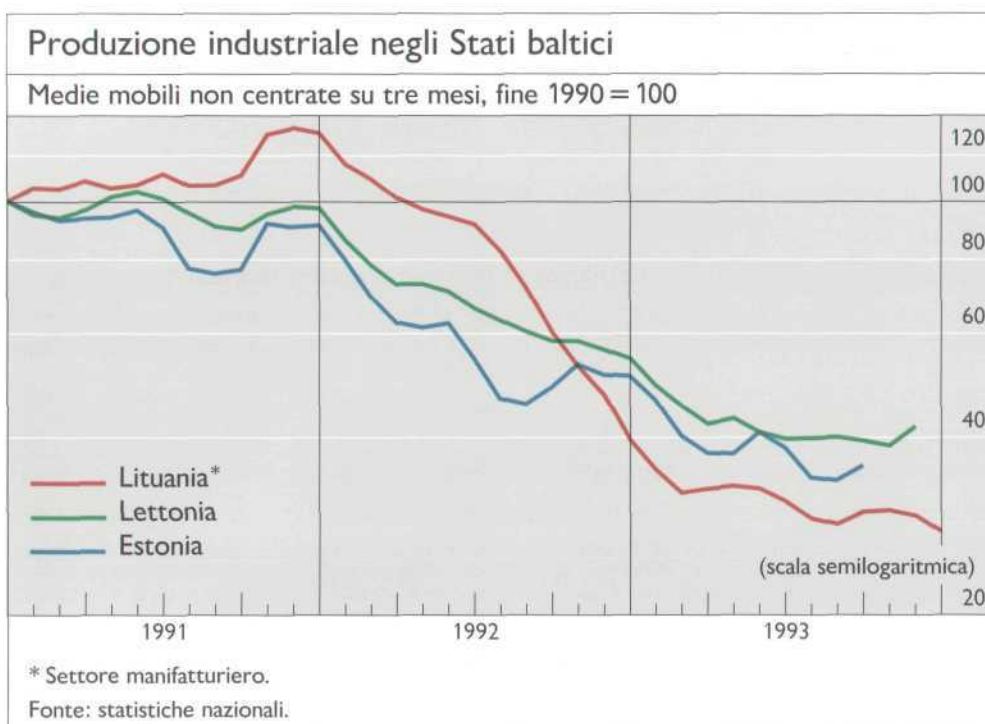
Dopo diversi anni di prodotto calante, lo scorso anno nell'Europa orientale la produzione si è stabilizzata. Tassi di crescita positivi per l'insieme dell'anno sono stati registrati da Albania, Croazia, Estonia, Polonia, Romania e Slovenia (tabella sottostante). Nella seconda metà dell'anno si sono manifestati segni di ripresa anche nella Repubblica ceca, in Ungheria e in Lettonia. Tutti questi paesi, ad eccezione della Romania, hanno perseguito energiche politiche di riforma e di stabilizzazione, nelle quali si possono ravvisare tre elementi comuni. In primo luogo, è stata portata sotto controllo l'espansione del credito alle imprese pubbliche. In secondo luogo, sono state introdotte misure di politica dei redditi per assicurare che la progressione salariale sia coerente con gli obiettivi del programma di stabilizzazione. In terzo luogo, i disavanzi di bilancio sono stati arginati e, nel quadro dei programmi di stabilizzazione degli Stati baltici e della Croazia, anche ridotti in misura sostanziale o persino eliminati. Nondimeno, l'esperienza dell'Ungheria e della Polonia mostra come sia difficile contenere i disavanzi di bilancio per un periodo di tempo prolungato.

Negli Stati baltici le riforme sono iniziate in un contesto esterno molto difficile. Le esportazioni dirette alle altre ex repubbliche sovietiche contribuivano per circa due terzi al prodotto, rendendoli particolarmente vulnerabili di fronte al collasso dell'interscambio in questa regione. La pesante dipendenza

Andamenti del PIL reale ¹					
Paesi	1989	1990	1991	1992	1993 ²
	Variazioni percentuali				
Albania	9,8	-10,0	-27,7	- 9,7	11,0
Bulgaria	-1,9	- 9,1	-11,7	- 5,4	- 4,2
Polonia	0,2	-11,6	- 7,6	2,6	4,0
Repubblica ceca	4,5	- 1,2	-14,2	- 6,6	- 0,3
Repubblica slovacca	1,2	- 2,5	-11,2	- 6,1	- 4,1
Romania	-5,8	- 7,4	-15,1	-13,6	1,0
Ungheria	0,7	- 3,5	-11,9	- 4,5	- 1,0
Croazia	-4,4	- 9,3	-28,7	-23,6	1,4
Jugoslavia ³	1,9	- 8,4	-11,0	-27,0	-30,0
Ex repubblica jugoslava di Macedonia	1,9	- 9,5	-10,7	-13,4	-15,2
Slovenia	-1,8	- 4,7	- 9,3	- 6,0	1,0
Media ⁴	-0,2	- 7,6	-12,5	- 8,6	- 3,0
Ex Unione Sovietica ⁴	2,5	- 2,3	-13,0	-19,1	-12,2
Estonia	3,3	- 4,0	-11,3	-19,3	3,0
Lettonia	6,8	2,9	- 8,3	-40,0	- 3,5
Lituania	1,5	- 5,0	-13,1	-35,2	-16,2
Russia	2,0	- 2,0	-15,0	-19,0	-12,0
Ucraina	4,1	- 3,4	-11,9	-17,0	-14,0
Media totale ⁴	1,6	- 4,1	-12,8	-15,5	- 9,1

¹ Per l'ex repubblica jugoslava di Macedonia, prodotto materiale lordo (PML); per la Croazia, PML prima del 1993; per la Jugoslavia, PML prima del 1992; per la maggior parte dei paesi dell'ex Unione Sovietica, prodotto materiale netto (PMN) prima del 1991 (per la Russia, PMN prima del 1990). ² Dati parzialmente stimati. ³ Serbia e Montenegro. ⁴ Media ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1990-91.

Fonti: statistiche nazionali; FMI e BERS.



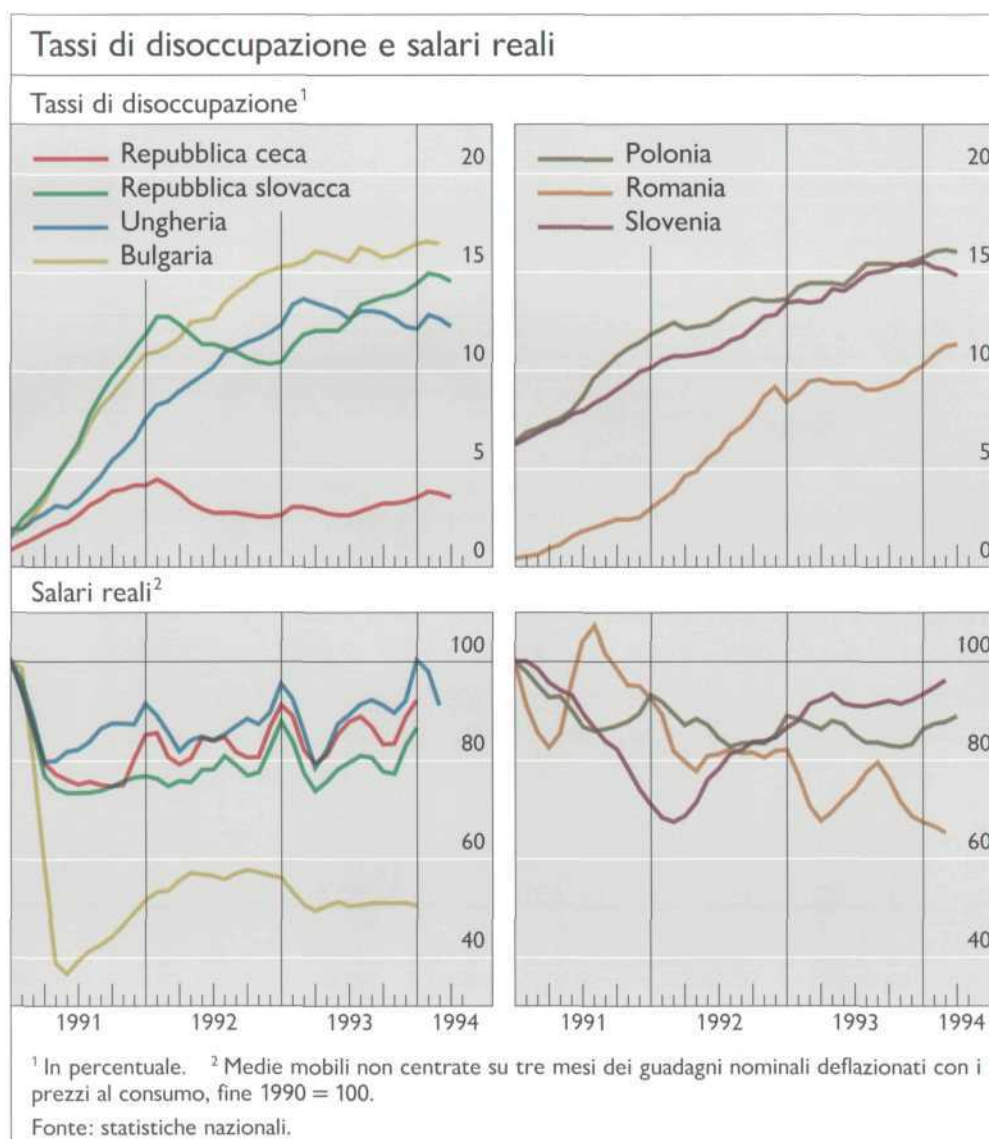
economica dalla Russia aveva colpito duramente questi paesi, allorché, nel 1992, i massicci incrementi di prezzo dell'energia avevano comportato perdite nelle ragioni di scambio ben superiori al 10% del reddito nazionale, contribuendo in misura sostanziale alla contrazione di un terzo del PIL e a una flessione ancor maggiore della produzione industriale (grafico precedente). Nell'autunno del 1992 gli Stati baltici avevano adottato proprie valute, creando le premesse per il perseguimento di politiche macroeconomiche indipendenti. Sia nel 1992 che nel 1993 essi sono riusciti a chiudere sostanzialmente in pareggio i bilanci pubblici nonostante la forte caduta del prodotto. In Estonia e Lettonia l'orientamento restrittivo della politica monetaria ha consentito di ridurre l'inflazione a tassi annui nell'ordine del 35–45%. Nel primo paese il controllo monetario è stato ottenuto mediante un sistema di *currency board* che vincola l'espansione dell'offerta di moneta all'afflusso di valuta estera. La Lettonia ha perseguito una politica monetaria restrittiva ed ha mantenuto pressoché invariato il tasso di cambio nominale. Sebbene anche la Lituania fosse riuscita a portare in equilibrio il bilancio, l'orientamento della politica monetaria era stato meno restrittivo e l'inflazione si è mantenuta su livelli più elevati. Lo scorso anno la produzione industriale si è stabilizzata e l'Estonia ha addirittura registrato una crescita positiva del prodotto.

Diversi altri paesi di quest'area paiono essere giunti alla conclusione che senza la stabilizzazione macroeconomica vi sono scarse possibilità di pervenire a una crescita duratura. Rientrano fra questi la Romania, la Croazia e l'ex repubblica jugoslava di Macedonia. Nei primi tre trimestri del 1993 la Romania aveva perseguito una politica monetaria espansiva (con alti tassi d'interesse reali negativi) che ha condotto a un'ulteriore accelerazione dell'inflazione. Riconoscendo che questo orientamento era insostenibile, le autorità hanno inasprito la politica monetaria e nel maggio di quest'anno hanno concordato con il FMI un programma di stabilizzazione.

Le misure di aggiustamento adottate in Croazia hanno dimostrato che un'elevata inflazione può essere ridotta in breve tempo con l'ausilio di rigorose politiche di stabilizzazione senza incidere sul prodotto. Il tasso mensile di aumento dei prezzi in questo paese era salito al 39% nell'ottobre dello scorso anno, quando il governo ha intrapreso un programma di stabilizzazione basato su una politica monetaria e di bilancio restrittiva, nonché sul contenimento della dinamica delle retribuzioni. L'inflazione è diminuita quasi subito, e nel primo trimestre del 1994 i prezzi sono addirittura calati.

Il profilo della crescita economica nello scorso anno ha costituito una sorpresa per molti. I primi segni di una svolta nella dinamica del prodotto si erano avuti nella seconda metà del 1992 a seguito del rapido aumento delle esportazioni verso i paesi OCSE. Tuttavia le aspettative di una ripresa trainata dalle esportazioni erano andate deluse quando, nel primo semestre dello scorso anno, la loro espansione era rallentata. La ripresa è stata invece sostenuta dalla crescente domanda interna e, in particolare, dai consumi privati. Nella Repubblica ceca, in Ungheria e Slovenia la causa principale va ricercata nell'aumento dei salari reali, dovuto a sua volta all'effetto combinato di una

Crescita trainata
dai consumi ...



rapida espansione del settore privato, di una bassa disoccupazione (Repubblica ceca) e di una debole gestione aziendale (Slovenia). In altri paesi la crescita dei consumi non pare riconducibile alla progressione nei guadagni rilevati, il che indicherebbe l'esistenza di un volume consistente di redditi non dichiarati.

La stabilizzazione del prodotto e la rapida espansione del settore privato si sono tradotte in un minore aumento della disoccupazione, come si può rilevare nel grafico di pagina 63. Il basso saggio di disoccupazione nella Repubblica ceca, pari a solo il 3¹/₂%, rispetto a tassi del 10–15% negli altri paesi, può essere spiegato essenzialmente da tre fattori. In primo luogo, all'inizio del processo di riforma nella Repubblica ceca il tasso di partecipazione era eccezionalmente elevato, ma è poi alquanto diminuito nel 1992. In secondo luogo, il boom del turismo e la rapida espansione del terziario hanno assorbito ingenti forze di lavoro. In terzo luogo, molti lavoratori sono impiegati in Germania. Dal 1990 l'occupazione nell'industria è scesa di un terzo e nell'agricoltura di due quinti, con aggiustamenti analoghi o persino più ampi di quelli avutisi in altri paesi dell'area. Inoltre, la durata media della disoccupazione è breve e l'indice di rotazione dei disoccupati è alto, il che denota un aggiustamento rapido.

Nella maggior parte dei paesi l'inflazione è diminuita. Tuttavia, i saggi annui, riportati nella tabella che segue, non rispecchiano adeguatamente l'inflazione di fondo in conseguenza del rialzo un tantum dei prezzi dovuto all'introduzione o all'aumento dell'imposta sul valore aggiunto. In diversi paesi l'inflazione pare essersi stabilizzata intorno al 20–40%, con valori più bassi nel caso delle Repubbliche ceca e slovacca e dell'Ungheria e molto più elevati in Bulgaria, Romania e Lituania.

... mentre rallenta la dinamica della disoccupazione ...

... e l'inflazione diminuisce ...

Inflazione dei prezzi al consumo						
Paesi	1989	1990	1991	1992	1993	1994 1° trim.
Variazioni percentuali annue basate su medie di periodo						
Albania	0,0	0,0	35,5	226	85,2	22,9
Bulgaria	5,6	23,8	339	91,3	72,8	59,8
Polonia	251	586	70,3	43,0	35,3	30,8
Repubblica ceca	1,4	9,7	56,7	11,1	20,8	10,0
Repubblica slovacca	1,2	10,4	61,2	10,0	23,2	15,5
Romania	0,8	5,1	166	210	256	265
Ungheria	17,0	28,9	35,0	23,0	22,5	16,8
Croazia	1.200	610	123	666	1.518	629
Jugoslavia ¹	1.265	580	122	8.926	116.540 ²	
Ex repubblica jugoslava di Macedonia	2.763 ³	608	115	1.691	335	
Slovenia	1.306	550	118	201	32,3	19,9
Estonia	4,7	17,2	211	1.069	89,8	44,1
Lettonia	4,7	10,5	124	951	110	36,2
Lituania	2,1	8,4	225	1.020	410	148
Russia	2,4	5,6	160	1.534	912	737
Ucraina	4,7	10,5	172	926	3.850	4.751

¹ Serbia e Montenegro. ² Miliardi per cento. ³ Dicembre su dicembre.
 Fonti: statistiche nazionali; FMI e BERS.

... ma si intensificano le pressioni

Benché l'esperienza recente abbia dimostrato che un'efficace stabilizzazione può portare sotto controllo l'inflazione e spianare la via a una ripresa della crescita economica, si tratta chiaramente solo di un primo passo. È altresì necessario rafforzare la gestione aziendale mediante le privatizzazioni, sviluppare la formazione di competenze in ambito bancario e migliorare il quadro normativo, per citare solo alcuni dei compiti da affrontare. Questo processo richiederà inevitabilmente tempo. Frattanto aumentano le pressioni sui governi per ottenere sussidi e per proteggere le imprese dalla concorrenza dei prodotti importati, mentre le retribuzioni nel settore statale tendono a salire indipendentemente dalla produttività. Queste ed altre pressioni vanno intensificandosi, ma dovranno essere contrastate con fermezza se si vogliono consolidare i benefici a breve della stabilizzazione e se la trasformazione economica dovrà essere portata a compimento con successo.

Si disintegra l'area del rublo...

Gli sviluppi e le politiche nella Comunità di Stati Indipendenti

Il 1993 ha segnato il collasso dell'area del rublo dopo che la Russia ha introdotto una propria valuta, ponendo infine termine all'emissione multipla e scoordinata di rubli. Nell'arco di un periodo che risale almeno al 1991, le ex repubbliche sovietiche avevano avuto un incentivo ad espandere il credito. Quanto più rapida era l'espansione del credito da parte di una repubblica rispetto alle altre, tanto maggiori erano i benefici che questa poteva ottenere sotto forma di importazioni dalle altre, anche se ciò significava esportare eccesso di domanda e alimentare l'inflazione nella restante area del rublo. Per controllare i crediti commerciali alle altre repubbliche, nel luglio 1992 il governo russo aveva pertanto imposto loro l'obbligo di convogliare i pagamenti commerciali attraverso conti di compensazione presso la banca centrale russa. Tuttavia, questo primo passo non aveva eliminato la spinta inflazionistica, in quanto la banca centrale russa continuava a fornire banconote in rubli e ad erogare "crediti tecnici" esenti da interesse alle repubbliche con disavanzi commerciali.

La situazione è radicalmente cambiata lo scorso anno, allorché i rubli sovietici circolanti in Russia sono stati rimpiazzati da rubli russi e i crediti tecnici da prestiti governativi fruttiferi di interessi. Queste iniziative hanno posto le altre repubbliche di fronte alla drastica scelta tra l'introdurre proprie valute o il negoziare un nuovo accordo con la Russia per rimanere nella nuova area del rublo.

Inizialmente, la maggior parte delle repubbliche aveva optato per la seconda soluzione, ma successivamente si era resa conto che il prezzo da pagare era elevato. La Russia rivendicava il pieno controllo sull'espansione creditizia nelle altre repubbliche della CSI, una voce in capitolo sulle loro finanze pubbliche e la cessione di metà delle loro riserve valutarie e auree alla banca centrale russa come garanzia che gli accordi sarebbero stati onorati. Le successive discussioni si sono incentrate sul controllo dei disavanzi di bilancio e dell'espansione monetaria, nonché sull'avvertita necessità di un certo grado di convergenza delle politiche economiche.

Da ultimo, le altre repubbliche hanno ritenuto indesiderabile cedere la propria sovranità economica a uno Stato estero, sul cui processo decisionale avrebbero avuto un'influenza modesta e tutte, ad eccezione della Bielorussia e

Regimi valutari nell'ex Unione Sovietica				
Paesi	Moneta	Data di introduzione	Attuale regime di cambio	Osservazioni
Estonia	Kroon	Giugno 1992	Ancoraggio al DM	<i>Currency board</i> Moneta temporanea (rublo lettone), luglio 1992
Lettonia	Lat	Giugno 1993	Fluttuazione	
Lituania	Litas	Luglio 1993	Ancoraggio al dollaro USA	
Bielorussia	Rublo bielorusso	Novembre 1992	Fluttuazione	Moneta temporanea (talonas), ottobre 1992; <i>currency board</i> , aprile 1994 Accordo monetario con la Russia
Ucraina	Karbovanets	Novembre 1992	Cambi multipli	Moneta permanente allo studio
Kirghisistan	Som	Maggio 1993	Fluttuazione	
Georgia	Coupon	Aprile 1993	Fluttuazione	
Russia	Rublo russo	Luglio 1993	Fluttuazione	
Azerbaigian	Manat	Agosto 1993	Fluttuazione	Manat moneta legale unica dal gennaio 1994
Turkmenistan	Manat	Novembre 1993	Fluttuazione	Tasso fissato sul mercato interbancario
Kazakistan	Tenge	Novembre 1993	Fluttuazione	Tasso fissato con aste settimanali
Uzbekistan	Sum coupon	Novembre 1993	Fluttuazione	Moneta nazionale prevista per la seconda metà del 1994
Armenia	Dram	Novembre 1993	Fluttuazione	Dram moneta legale unica dal marzo 1994
Moldavia	Leu	Novembre 1993	Fluttuazione	Leu moneta legale unica
Tagikistan	Rublo russo	Gennaio 1994	Fluttuazione	Accordo monetario con la Russia (prevista introduzione del rublo tagiko)
Fonti: FMI e dati nazionali.				

del Tagikistan, hanno deciso di non aderire alla nuova area del rublo. A questa decisione ha contribuito il fatto che la Russia aveva innalzato i prezzi delle sue esportazioni di energia ai livelli del mercato mondiale nella seconda metà del 1993, facendo venir meno la prospettiva di beneficiare anche in futuro di sussidi mascherati. Persino i due Stati che inizialmente avevano optato per l'adesione alla nuova area del rublo potrebbero non diventarne membri permanenti. Nel 1994 la Russia ha iniziato a emettere rubli speciali per il Tagikistan, mentre in Bielorussia è aumentata l'opposizione all'applicazione dell'accordo monetario con la Russia. Le date di introduzione delle varie monete e il regime valutario delle ex repubbliche sovietiche sono riportati nella tabella di questa pagina.

Sebbene l'introduzione delle nuove valute abbia eliminato un disincentivo all'attuazione di politiche di stabilizzazione, nessuna delle repubbliche ha affrontato efficacemente il problema dello squilibrio macroeconomico. I disavanzi di bilancio sono rimasti elevati e le imprese pubbliche hanno continuato a fruire di crediti a interessi reali negativi. Tassi mensili d'inflazione nell'ordine del 20% o più sono stati registrati in tutta l'area.

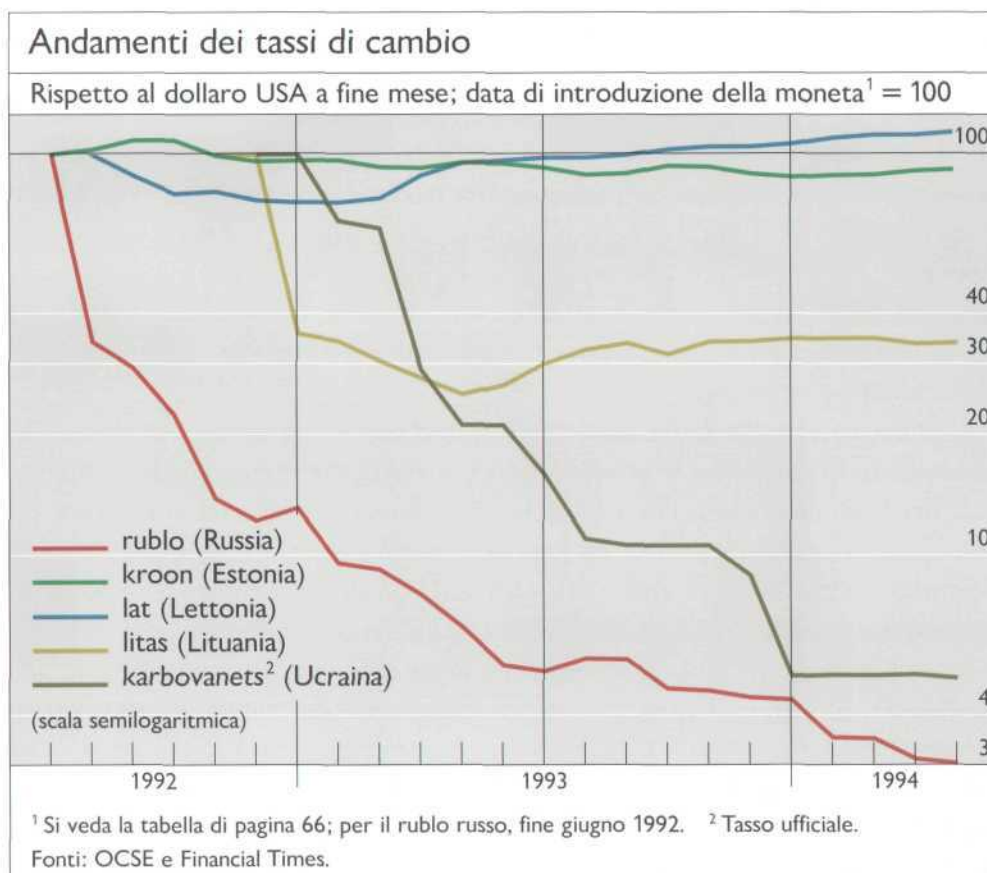
In Russia la stabilità macroeconomica è risultata ancora una volta un obiettivo mancato. È proseguita su vasta scala la concessione di crediti selettivi a basso tasso d'interesse e di sussidi alle imprese in perdita, indebolendo l'incentivo all'aggiustamento e alimentando l'inflazione. Un tentativo di stabilizzazione finanziaria è stato effettuato nella seconda metà del 1993 con il sostegno di un prestito del FMI. La banca centrale ha innalzato il proprio tasso di

... e l'inflazione resta elevata

Politiche più
restrittive in
Russia...

rifinanziamento a quasi il 600% annuo a fine 1993 determinando tassi d'interesse reali ampiamente positivi. Inoltre i tagli di spesa imposti dal Ministero delle finanze sono riusciti a limitare il disavanzo di bilancio all'8% del PIL. Il successo iniziale di queste misure è evidenziato dalla discesa dell'inflazione a un tasso mensile di circa il 13% a dicembre e dal cambio relativamente stabile del rublo. Dopo le elezioni sono emersi timori che il nuovo governo potesse attribuire minore importanza alla stabilizzazione. Tale preoccupazione si è tradotta in un forte deprezzamento del rublo, da Rb. 1.231 per dollaro USA in novembre a Rb. 1.830 nell'aprile di quest'anno, e in una flessione di quasi il 50% dei corsi del debito estero russo sul mercato secondario. Contrariamente a quanto molti si attendevano, nel primo trimestre l'orientamento delle politiche monetaria e di bilancio è rimasto relativamente restrittivo. A conclusione di lunghi negoziati con il FMI, in aprile è stato concordato un programma di stabilizzazione che prescrive il mantenimento di condizioni monetarie restrittive, la riduzione del disavanzo di bilancio al 6½% del PIL e un calo del tasso mensile d'inflazione al 7% per la fine dell'anno. Saranno tuttavia necessari ulteriori sforzi affinché siano raggiunti gli obiettivi previsti dal programma.

Il principale obiettivo delle autorità dell'Ucraina, da quando questo paese ha abbandonato l'area del rublo nel novembre 1992, è stato quello di arrestare la caduta del prodotto. A tal fine è stato fatto ricorso principalmente a strumenti quali il collocamento di ordinativi statali (come in precedenza sotto il regime di pianificazione centralizzata), controlli sui prezzi e sul cambio e una generosa iniezione di credito nelle imprese agricole e industriali di proprietà dello Stato. Queste politiche e i connessi enormi disavanzi di bilancio hanno



prodotto conseguenze disastrose. L'iperinflazione ha pressoché bloccato il sistema economico, mentre il prodotto è calato del 14% nel 1992 e in misura analoga lo scorso anno. Il grado di instabilità finanziaria è illustrato nel modo più evidente dall'andamento del tasso di cambio karbovanets/rublo, implicito nel grafico di pagina 67. Rispetto a un rapporto di parità all'epoca della sua introduzione nel novembre 1992, la moneta ucraina si era portata a circa 6 a 1 rispetto al rublo un anno dopo, allorché le autorità hanno chiuso il mercato valutario di Kiev. Sui mercati paralleli, il prezzo per un rublo era salito fino a quattro volte tanto.

... e iperinflazione
in Ucraina

L'insuccesso dei paesi della CSI nell'affrontare i problemi fondamentali della stabilità macroeconomica interna, del commercio e dei pagamenti internazionali, nonché il successivo crollo dell'interscambio hanno senza dubbio contribuito alla caduta del prodotto, così come il precedente collasso del sistema commerciale del Comecon aveva fatto diminuire la produzione nell'Europa orientale. La riduzione dei sussidi russi e le ampie perdite nelle ragioni di scambio dovute al rincaro delle forniture di petrolio e gas naturale russo sono destinate a deprimere ulteriormente il reddito. L'effetto congiunto è stato stimato al 15% del PIL. Per citare solo un esempio, il pagamento delle importazioni di energia ai prezzi del mercato mondiale potrebbe assorbire la totalità delle entrate valutarie dell'Ucraina. Una perdita di reddito è ineluttabile, ma quel che si può evitare è l'effetto deleterio prodotto dalla mancanza di un'efficace stabilizzazione e dalle incertezze create dall'incongruente attuazione delle riforme. Il pronunciato contrasto con l'esperienza degli Stati baltici indica che coerenti iniziative di riforma possono produrre risultati positivi persino in condizioni molto difficili.

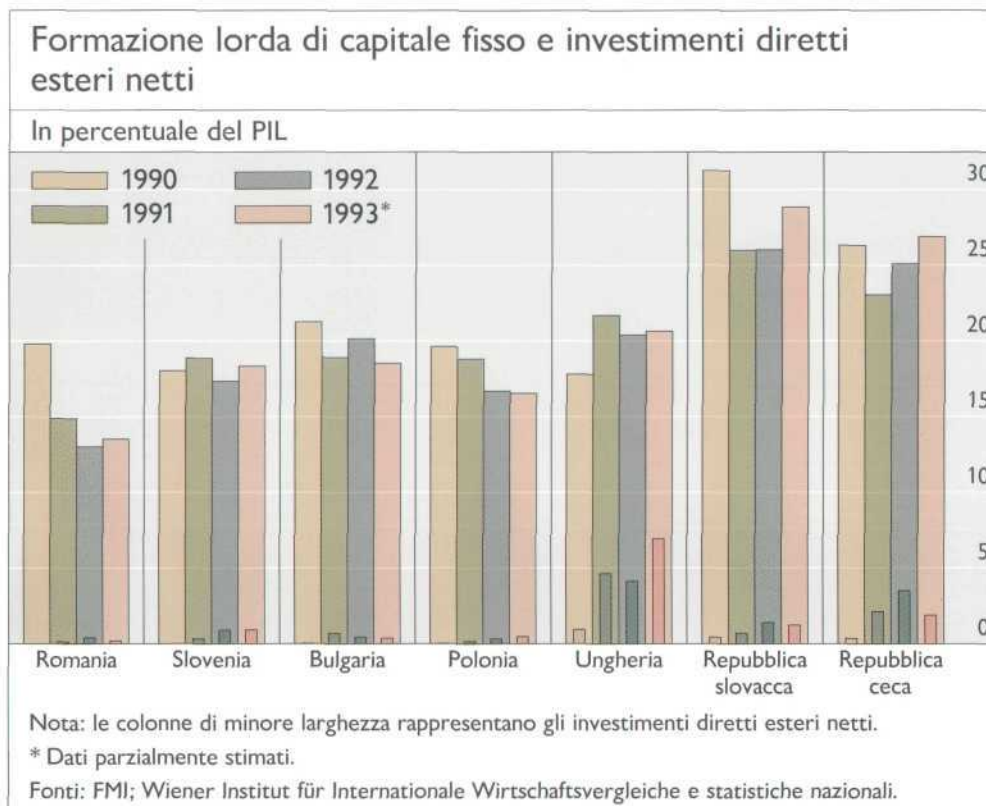
Vincoli alla crescita nell'Europa orientale

Nonostante la stabilizzazione del prodotto nell'Europa orientale e i segni di ripresa in alcuni paesi, il conseguimento di una crescita duratura resta un'impresa difficile. Due aspetti in particolare richiedono attenzione per consentire uno sviluppo economico su basi solide. Anzitutto, gli investimenti fissi dovranno aumentare sensibilmente, sia in termini qualitativi che quantitativi. In secondo luogo, i crescenti disavanzi esterni di parte corrente in alcuni paesi sono considerati pregiudizievoli per l'affidabilità di credito e incompatibili con il finanziamento esterno disponibile.

La difficile
impresa di porre
la crescita su basi
solide

L'adeguatezza dell'attuale livello degli investimenti è sempre più in discussione. Date le condizioni scadenti di buona parte dell'esistente stock di capitale e la riconosciuta necessità di migliorare le infrastrutture, gli attuali saggi d'investimento – fatta eccezione per le Repubbliche ceca e slovacca – appaiono insufficienti per una crescita sostenuta (grafico a fronte), anche se l'esigenza di investimenti può essere parzialmente soddisfatta mediante una migliore manutenzione e interventi di riammodernamento.

Per quali ragioni l'attività d'investimento è rimasta debole? In aggiunta al generale clima di incertezza politica ed economica, nella maggior parte dei paesi quattro fattori sembrano aver avuto un certo peso. In primo luogo, nell'Europa orientale i redditi da capitale sono tassati pesantemente. In secondo luogo, il fabbisogno di finanziamento del settore pubblico ha



assorbito molta parte del risparmio delle famiglie. In terzo luogo, sono diminuiti drasticamente i finanziamenti bancari all'industria. Infine, gli investimenti e i finanziamenti esteri continuano ad essere di portata modesta.

Le aliquote marginali effettive delle imposte sui redditi da capitale potrebbero essere nell'ordine dell'80% e oltre. Questi valori elevati originano dall'interazione tra un'inflazione elevata e un sistema tributario concepito per un'economia con prezzi più o meno stabili, dal momento che i guadagni nominali per interessi e plusvalenze patrimoniali sono tassati con la stessa aliquota dei guadagni reali. Nella misura in cui le autorità fiscali sono state in grado di limitare l'erosione del valore reale del gettito fiscale dovuta all'inflazione, esigendo versamenti a scadenze mensili, le normali aliquote impositive nell'ordine del 40% si sono trasformate in saggi effettivi assai alti di tassazione del reddito reale, tali da deprimere l'accantonamento degli utili e i rendimenti attesi, entrambi determinanti fondamentali dell'attività d'investimento. Nell'Europa orientale, elevate aliquote d'imposta sono in certa misura inevitabili, in considerazione dell'alto livello di protezione sociale in rapporto al PIL. Purtroppo, le conseguenze negative possono essere attenuate riducendo le aliquote marginali e ampliando la base impositiva, un processo in atto nella maggior parte dei paesi di quest'area.

Il crescente fabbisogno di finanziamento pubblico ha assorbito una parte rilevante del risparmio delle famiglie. Come si può rilevare dalla tabella di pagina 70, in tutti i paesi, esclusi gli Stati baltici, la Repubblica ceca e la Slovenia, sono emersi ampi disavanzi di bilancio. Al tempo stesso è cambiata la composizione della spesa pubblica. I trasferimenti sono aumentati a scapito delle uscite in conto capitale, contribuendo direttamente alla debolezza della domanda di investimenti.

L'attività d'investimento va sostenuta mediante una minore tassazione dei redditi da capitale ...

... il contenimento dei disavanzi di bilancio ...

Saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche					
Paesi	1989	1990	1991	1992	1993
	in percentuale del PIL				
Albania	-5,5	- 3,7	-43,7	-21,8	-15,5
Bulgaria	-3,7	- 8,5	- 4,1	- 6,2	- 9,1
<i>Compresi interessi arretrati sul debito estero</i>	<i>- 1,4</i>	<i>- 12,7</i>	<i>- 14,7</i>	<i>- 14,0</i>	<i>- 13,5</i>
Polonia	-7,4	3,5	- 6,2	- 6,8	- 4,1
Repubblica ceca*		- 0,2	- 2,1	- 0,2	0,1
Repubblica slovacca*	-0,6	- 0,2	- 3,8	- 3,1	- 6,9
Romania	8,4	1,0	0,6	- 5,5	- 4,6
Slovenia	0,3	- 0,3	2,6	0,3	0,5
Ungheria	-1,3	0,4	- 4,6	- 7,5	- 5,8
* Amministrazione centrale.					
Fonti: statistiche nazionali; FMI e BERS.					

Negli ultimi tre anni i crediti bancari all'industria sono calati enormemente. In una prima fase le banche avevano finanziato le imprese in difficoltà, perché legate ad esse da un rapporto di dipendenza reciproca attraverso i crediti in sofferenza. In tal modo, buona parte del risparmio delle famiglie affluiva alle imprese in perdita. Più di recente, tuttavia, nella Repubblica ceca, in Ungheria, in Polonia, nella Repubblica slovacca, in Slovenia e anche in Bulgaria sono state adottate misure per spezzare questo legame inefficiente tra banche e imprese. In questi paesi, sebbene con intensità diversa, le banche sono state ricapitalizzate, la gestione aziendale è stata migliorata attraverso l'istituzione di organi di supervisione e le privatizzazioni, e sono state perfezionate la regolamentazione e la vigilanza bancaria. Più rigorosi criteri contabili hanno posto in maggior risalto il problema dei crediti non esigibili e gli accantonamenti a riserva sono stati resi obbligatori, mentre nuove disposizioni prescrivono alle banche di conformarsi gradualmente all'Accordo di Basilea in materia di adeguatezza patrimoniale. A seguito di tali misure, i flussi di finanziamento bancario alle imprese sono addirittura calati in termini reali (tabella a fronte).

In periodi di gravi perturbazioni economiche e di diffusa incertezza, le banche tendono ad aumentare il razionamento del credito. Nel caso di molte banche dell'Europa orientale tale atteggiamento restrittivo è stato accentuato dalla scarsa esperienza in materia di valutazione e monitoraggio dei fidi, specie per quanto concerne i prestiti a più lungo termine. Anche se con la crescita economica l'incertezza diminuirà, è poco probabile che il credito bancario riprenda quota presto. L'acquisizione di competenze bancarie richiederà tempo, così come lo sviluppo di una base informativa sui potenziali mutuatari. I finanziamenti a piccole o nuove imprese saranno soggetti a limiti ancor più rigidi. Gli elevati costi fissi connessi a questi prestiti non possono essere recuperati attraverso più alti saggi d'interesse, perché ciò aumenterebbe le probabilità di insolvenza.

In Bulgaria e in Romania il perdurare dell'alta inflazione ha eroso il valore reale dei depositi a risparmio e, insieme alla minore propensione delle famiglie a detenere attività finanziarie presso il sistema bancario interno, ha determinato

... e la ricapitalizzazione delle banche

una contrazione dell'offerta di moneta ampia in termini reali. Di conseguenza sono ulteriormente diminuiti i flussi reali di credito alle imprese.

Inizialmente, il potenziale contributo dei finanziamenti esteri, e in particolare degli investimenti diretti esteri, all'attività d'investimento interna era stato forse sopravvalutato. Negli ultimi anni, gli investimenti diretti esteri hanno svolto un ruolo importante solo in Ungheria, che ha registrato afflussi pari al 7% del PIL nel 1993, e nella Repubblica ceca. Entrambi i paesi hanno anche attratto un crescente volume di investimenti di portafoglio. I flussi verso altri paesi di quest'area sono stati modesti, come si può osservare nel grafico di pagina 69. In Bulgaria e Polonia, gli arretrati sul debito estero verso le banche commerciali hanno costituito un ostacolo aggiuntivo che ha frenato l'afflusso di nuovi capitali privati sino alla fine dello scorso anno. Dopo diversi anni di negoziati, nel novembre 1993 la Bulgaria ha concluso un accordo di massima con le banche creditrici, le cui condizioni devono peraltro essere ancora definite. Dopo che un accordo con il FMI aveva spianato la strada a una riduzione del 50% del debito ufficiale, nel marzo 1994 è stata accordata alla Polonia una riduzione di dimensioni analoghe a fronte del suo debito di \$13 miliardi verso le banche commerciali, ridimensionando così in notevole misura il problema debitorio di questo paese ed eliminando un grosso ostacolo a maggiori afflussi di capitali.

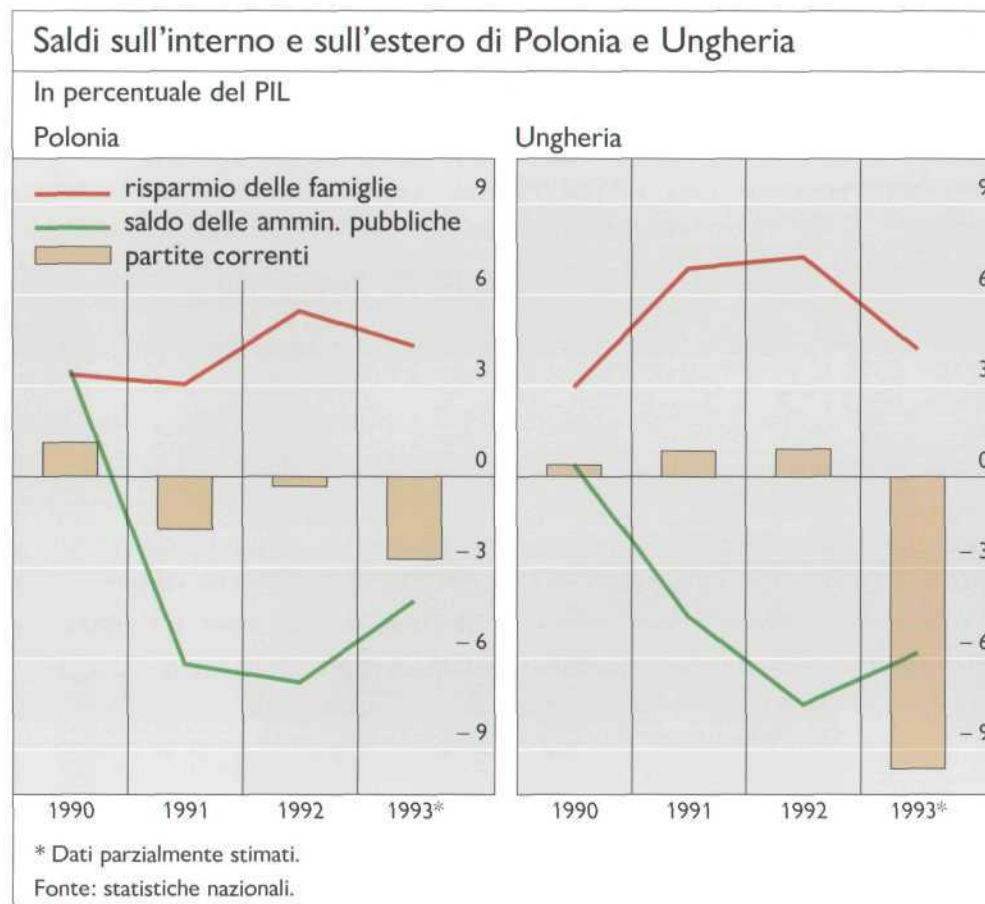
Il peggioramento
delle bilance di
parte corrente...

Il generale deterioramento delle bilance dei pagamenti correnti nell'Europa orientale ha costituito un altro fattore di preoccupazione. In Ungheria, in particolare, il disavanzo delle partite correnti, pari al 10% del PIL, ha raggiunto proporzioni tali che un suo ulteriore ampliamento potrebbe pregiudicare la fiducia degli investitori e incontrare seri problemi di finanziamento. Un disavanzo più contenuto, pari al 3%, è stato registrato in Polonia. Su tali sviluppi hanno inciso fattori sia esterni che interni. A livello esterno, la crescita stagnante nei principali partner commerciali ha depresso la domanda estera, ma le esportazioni sono state anche frenate da barriere non tariffarie, che colpiscono circa la metà delle esportazioni dell'Europa orientale.

Sul piano interno, la riduzione dei disavanzi pubblici non è bastata a compensare gli effetti derivanti dal calo del risparmio delle famiglie e dai crescenti investimenti, comprese le scorte (grafico a tergo). L'espansione della domanda privata, in parte alimentata dall'esuberanza del settore privato, ha

Credito bancario alle imprese non finanziarie in termini reali ¹			
Paesi	1991	1992	1993 ²
	Variazioni percentuali, fine periodo		
Bulgaria ³	-51,6	-30,2	-10,1
Polonia	-2,9	-11,2	-3,9
Repubblica ceca	-19,7	2,9	0,3
Repubblica slovacca	n.d.	4,9	-10,3
Romania ³	-24,4	-55,2	-28,1
Slovenia	n.d.	-35,0	8,9
Ungheria	-11,0	-18,2	-14,3

¹ Deflazionato con i prezzi al consumo. ² Dati parzialmente stimati. ³ Settore non statale.
Fonte: statistiche nazionali.



indotto importazioni e un maggior consumo interno di prodotti esportabili. L'apprezzamento reale del cambio e la connessa perdita di competitività hanno parimenti contribuito al deterioramento della bilancia commerciale, come sarà esaminato più diffusamente nel Capitolo IV.

L'esigenza di aumentare il saggio d'investimento e al tempo stesso di contenere i disavanzi di parte corrente implica che il ritorno a una crescita duratura deve essere sostenuto da politiche volte ad incrementare il risparmio interno. Un modo per incoraggiare il risparmio è quello di evitare una tassazione vessatoria dei profitti aziendali; un altro sta nell'assicurare rendimenti adeguati sugli strumenti finanziari. Ma il più efficace contributo sul piano delle politiche può consistere nella riduzione dei disavanzi di bilancio. I due paesi che paiono sottrarsi a vincoli di bilancia dei pagamenti, nonostante l'incipiente ripresa, e dove il credito alle imprese è aumentato in termini reali – ossia la Repubblica ceca e la Slovenia – hanno entrambi mantenuto bilanci sostanzialmente equilibrati.

... evidenzia la necessità di accrescere il risparmio

IV. Il commercio internazionale

Aspetti salienti

Lo scorso anno si è posta nuovamente in chiara evidenza la crescente globalizzazione del commercio internazionale. In nessuna area geografica ciò è stato palese come in Asia, dove molti paesi che poco più di un decennio fa avevano solo un ruolo marginale nell'interscambio mondiale (spesso facendo affidamento sulle esportazioni di derrate agricole o di materie prime), sono divenuti operatori commerciali importanti e diversificati. In particolare, l'integrazione della Cina nell'economia mondiale è proceduta ad un ritmo quasi vertiginoso, e l'India, la cui partecipazione al commercio internazionale era stata solo modesta nel passato, ha attuato radicali misure di liberalizzazione. In effetti l'adozione di politiche commerciali liberistiche in un così ampio numero di paesi esterni all'area OCSE costituisce poco meno di una rivoluzione. Nel corso delle negoziazioni dell'*Uruguay Round* più di sessanta economie in via di sviluppo e in transizione hanno notificato al GATT misure unilaterali di liberalizzazione. L'accordo dell'*Uruguay Round*, concluso infine quest'anno, è forse l'intesa più completa mai raggiunta finora e, se effettivamente applicato, potrà ridurre in misura significativa le interferenze governative sugli scambi.

Gli andamenti del commercio internazionale nel 1993 sono stati influenzati soprattutto dalla crescente divergenza nella dinamica del prodotto sia nell'ambito dei principali paesi industriali sia tra questi e le economie in via di sviluppo. Il maggior vigore della ripresa economica statunitense e l'acuirsi della recessione in Giappone hanno condotto ad un nuovo ampliamento degli squilibri delle partite correnti. Agli inizi del 1993 il valore effettivo reale dello yen aveva raggiunto nuovi massimi, e tale moneta ha continuato ad apprezzarsi per gran parte dell'anno. Ciò comincia ad avere forti ripercussioni sull'avanzo di fondo del Giappone, le quali per il momento sono mascherate dalla profonda recessione e da effetti di "curva a J".

Lo scorso anno, mentre nel Regno Unito ha preso avvio la ripresa, nell'Europa continentale la perdurante debolezza economica ha depresso l'interscambio. Le esportazioni hanno presentato andamenti molto differenziati fra i vari paesi europei: esse sono fortemente cresciute nei paesi le cui valute si erano significativamente deprezzate nei confronti del marco tedesco, mentre hanno ristagnato negli altri. Le esportazioni giapponesi sono diminuite, mentre le vendite all'estero dei restanti paesi asiatici, grazie al deprezzamento nei confronti dello yen, hanno continuato ad espandersi a un ritmo estremamente rapido. Gli investimenti diretti esteri intra-asiatici sono stati un importante fattore di sostegno della crescita, in quanto le imprese dei paesi a più alto reddito hanno investito massicciamente in quelli con livelli salariali assai più bassi. Unitamente a un tasso di cambio competitivo, gli investimenti diretti

esteri hanno anche stimolato le esportazioni cinesi, integrando più strettamente la Cina con le economie dinamiche del Sud-Est asiatico.

Cospicui investimenti esteri nell'America Latina hanno mantenuto i tassi di cambio reali ad alti livelli, contribuendo a determinare ingenti disavanzi nei pagamenti correnti. Un netto ampliamento del deficit corrente in gran parte dei paesi dell'Europa orientale ha indotto ad attribuire maggior peso al mantenimento della competitività mediante aggiustamenti del cambio nominale al fine di compensare un'inflazione relativamente elevata. Un certo numero di paesi africani ha cercato di migliorare la propria competitività con un deprezzamento della moneta: l'ampia svalutazione del franco CFA ne è l'esempio più significativo.

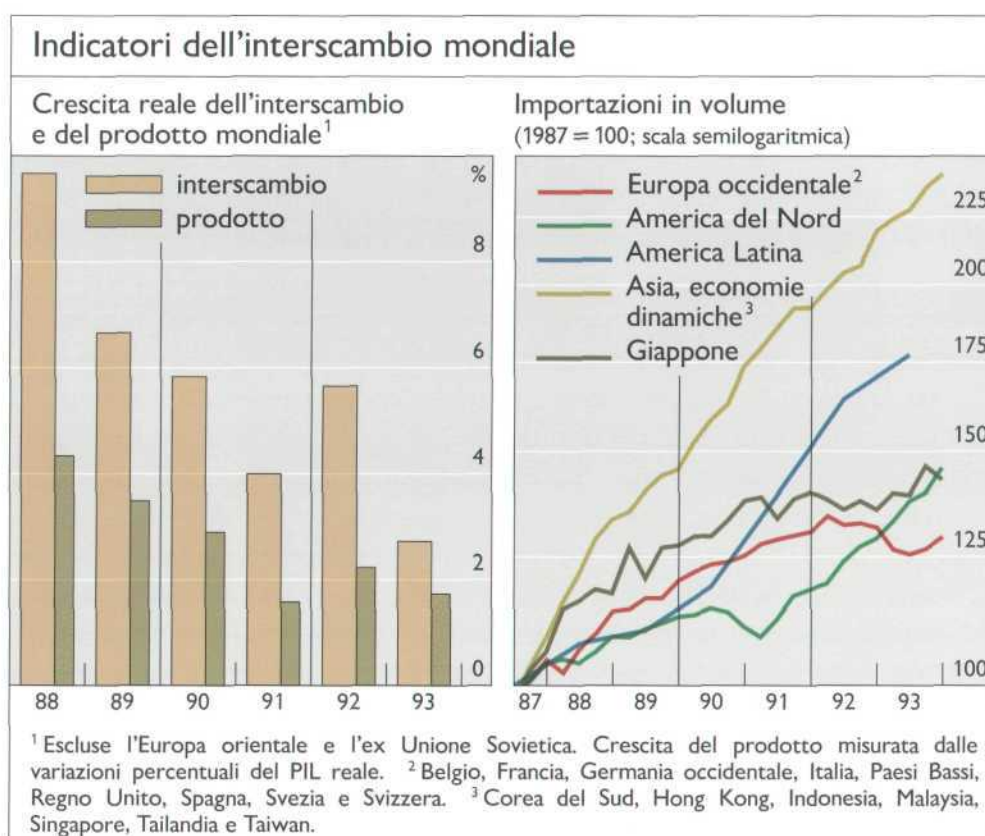
Con il dissolversi della zona del rublo e l'adozione di monete separate, la Russia e altri paesi hanno dovuto assumersi la responsabilità delle proprie politiche monetarie, e ciò apre la prospettiva che l'interscambio all'interno della Comunità di Stati Indipendenti sia posto su basi economiche più solide.

L'interscambio mondiale

Andamenti

Lo scorso anno l'espansione nel volume dell'interscambio mondiale è stata frenata da una pronunciata diminuzione, peraltro statisticamente sovrastimata (si veda a pagina 85), delle importazioni dell'Europa continentale (grafico seguente). In altri paesi industriali le importazioni sono notevolmente aumentate, trainate nell'America del Nord e nel Regno Unito dalla ripresa economica e in Giappone dall'apprezzamento dello yen. Anche il commercio estero dei

La debolezza congiunturale nell'Europa continentale contrasta con il dinamismo in altre aree



PVS ha continuato ad espandersi fortemente; essendo diminuita la dipendenza dai mercati dei paesi industriali, l'interscambio è stato sostenuto in misura crescente dal vigore della domanda in altri paesi emergenti, dalla liberalizzazione commerciale e dall'incremento degli investimenti intraregionali. Il commercio è stato particolarmente dinamico nell'area asiatica in via di sviluppo, dove esso ha ricevuto un deciso impulso dal boom dell'economia cinese. Nonostante la più debole attività economica, lo scorso anno il volume delle importazioni latino-americane è ancora aumentato di circa l'8% (rispetto al 17-18% dei due anni precedenti).

Calo dei prezzi
dell'interscambio

L'anno scorso non vi è stata crescita nel valore in dollari dell'interscambio mondiale di merci. La lenta dinamica economica dei paesi industriali e un lieve rialzo del tasso di cambio effettivo della moneta statunitense hanno contribuito al calo del 4% nei prezzi in dollari delle esportazioni di manufatti, la prima diminuzione significativa dalla metà degli anni ottanta. Anche il ristagno della domanda nei paesi industriali spiega in parte l'ulteriore cedimento dei corsi delle materie prime non petrolifere; per il quinto anno consecutivo questi prezzi sono diminuiti, di quasi il 4%, portando il calo cumulato dal 1988 ad oltre il 15%. Le diminuzioni più marcate si sono avute per i metalli e i minerali. I prezzi del petrolio sono scesi da una media di oltre \$ 18 al barile nel 1992 a circa \$ 13 verso la fine del 1993, il livello più basso da cinque anni. La debole domanda, la produzione crescente dei paesi OPEC (in cui i massimali di produzione concordati sono stati superati durante la maggior parte dell'anno) e un aumento delle forniture provenienti dal Mare del Nord sono stati i fattori più importanti. La decisione dell'OPEC, nel marzo 1994, di mantenere invariati, anziché ridurre, i massimali di produzione fino alla fine del 1994 ha depresso le quotazioni del greggio nella prima parte dell'anno. Questa tendenza, se dovesse perdurare, avrebbe un forte impatto sulle bilance commerciali: il calo di un dollaro nel prezzo al barile del petrolio riduce infatti di oltre \$ 10 miliardi la fattura energetica dei paesi industriali.

Corsi delle
materie prime

Rispetto ai prezzi delle esportazioni di manufatti, quelli delle materie prime si sono costantemente ridotti, scendendo a meno del 50% del picco raggiunto a metà degli anni settanta. Il persistere di questa tendenza per oltre due decenni, in periodi sia di espansione che di recessione, ha minato gli accordi per la stabilizzazione dei prezzi delle materie prime, la maggior parte dei quali è fallita negli ultimi anni. Il rallentamento secolare della crescita nei paesi industriali a partire dal 1973, unitamente alla minore intensità di utilizzo delle materie prime nella produzione industriale, ne ha ridotto la domanda. Allo stesso tempo, si è notevolmente ampliata la capacità produttiva nel settore delle materie prime, in parte grazie all'uso di migliori tecnologie, ma anche come riflesso della necessità per molti paesi di accrescere gli introiti delle esportazioni. Un esempio molto recente di aumento dell'offerta sui mercati mondiali è costituito dalle forniture di metalli provenienti dalla CSI, prima assorbite all'interno da inefficienti industrie pesanti. Nel settore agricolo un'ulteriore causa della flessione dei prezzi internazionali è consistita nelle politiche adottate dai paesi industriali, le quali hanno stimolato la produzione interna, generando eccedenze che hanno cercato sbocco sui mercati mondiali.

Composizione delle esportazioni mondiali						
	1980	1985	1990	1991	1992	1993*
	in percentuale sulle esportazioni totali di beni e servizi					
Merci	75,4	70,2	66,1	65,6	65,7	65,7
Partite invisibili	24,6	29,8	33,9	34,4	34,3	34,3
Redditi da capitale	9,9	13,3	16,3	16,6	15,7	15,1
Servizi commerciali	13,3	15,1	16,5	16,7	17,6	18,2
Trasporti	4,7	5,1	4,7	4,6	4,6	..
Viaggi	3,9	4,2	5,0	4,9	5,2	5,5
Altri	4,8	5,8	6,8	7,2	7,8	..
Altri servizi	1,4	1,4	1,1	1,1	1,0	1,0

* Dati parzialmente stimati.

Un'importante tendenza di medio periodo del commercio internazionale è rappresentata dall'incremento relativo delle transazioni non mercantili. Gli andamenti delle partite correnti hanno rispecchiato in misura crescente i movimenti dei redditi da capitale e di altre operazioni in conto servizi. Tali transazioni costituiscono ora più di un terzo dell'interscambio totale di beni e servizi, rispetto a meno di un quarto nel 1980. In particolare, i redditi da capitale sono cresciuti rapidamente nello scorso decennio, in quanto la globalizzazione dei mercati finanziari, la deregolamentazione e l'innovazione hanno stimolato le transazioni finanziarie con l'estero; tuttavia negli ultimi anni questa tendenza di fondo è stata celata dal calo dei tassi d'interesse. La quota dei servizi commerciali sull'interscambio totale è salita a oltre il 18%; la cifra effettiva potrebbe essere anche maggiore poiché molte voci della categoria dei servizi sono sottostimate dai dati ufficiali. In particolare, i paesi industriali hanno aumentato le esportazioni di servizi più rapidamente di quelle delle merci, accentuando la loro predominanza nel comparto dei servizi.

Crescente importanza dei servizi

Mutamenti nell'interscambio e nella produzione manifatturiera mondiale

Negli ultimi anni si è verificato un costante spostamento della produzione manifatturiera mondiale dall'Europa e dall'America del Nord verso l'Asia. Benché i confronti internazionali del valore reale della produzione non siano affatto probanti, i calcoli basati sulle parità del potere d'acquisto riferite al 1980 indicano che l'attività manifatturiera in Asia avrebbe raggiunto i livelli produttivi dell'Europa e dei paesi NAFTA nella metà degli anni ottanta (grafico a fronte). Utilizzando invece i tassi di cambio del 1980 tale raggiungimento si collocerebbe nei primi anni novanta.

L'industrializzazione dell'Asia...

La crescita della produzione è stata indotta dalle esportazioni e non dalla sostituzione delle importazioni. La quota di prodotto esportato è nettamente salita, fino a una media di oltre il 50% per le NIEs e del 35% per gli altri paesi aderenti all'ASEAN (tabella di pagina 43). Una crescita corrispondente si è avuta nel rapporto tra importazioni e PIL. Hong Kong e Singapore perseguono politiche di libero scambio da molti anni, e recentemente anche gli altri paesi della regione hanno ridotto in misura significativa le barriere alle importazioni. L'apertura all'interscambio, esponendo l'economia ad una maggiore concorrenza sui mercati internazionali, è divenuta un importante fattore della rapida

... trainata dalle esportazioni...

... e favorita dalla liberalizzazione commerciale

crescita economica. La quota dell'Asia sul commercio mondiale è perciò aumentata molto più velocemente di quella sul prodotto mondiale.

L'effettivo peso dell'Asia nell'interscambio mondiale di manufatti è evidenziato ancor meglio dalla sua quota sul commercio extraregionale (le statistiche sul commercio mondiale sono tuttora fortemente influenzate dagli ampi flussi intraeuropei). La regione asiatica soddisfa attualmente oltre il 40% della domanda extraregionale di manufatti importati contro circa il 25% sia per l'Europa occidentale sia per i paesi NAFTA, il che rappresenta un'inversione rispetto alle posizioni relative dei primi anni settanta. Il Giappone ha svolto un ruolo trainante nella crescita delle esportazioni asiatiche fino agli inizi degli anni settanta, seguito dalle NIEs fino a metà degli anni ottanta e, più di recente, da Cina, Indonesia, Malaysia e Thailandia.

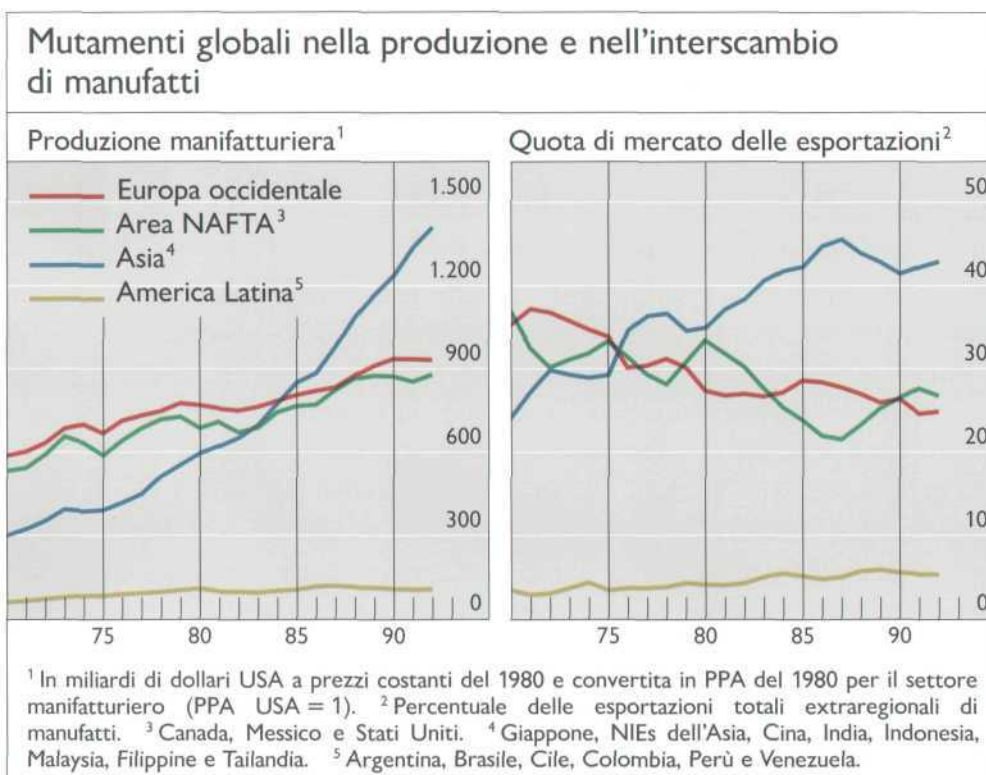
I principali PVS dell'America Latina non sono riusciti a imitare le economie asiatiche. La loro quota sul mercato mondiale è rimasta abbastanza stabile, intorno al 5%, e quella sulla produzione manifatturiera globale è variata di poco.

In Asia il commercio intraregionale, straordinariamente dinamico nonostante la virtuale assenza di espliciti accordi commerciali preferenziali, ora ammonta a quasi la metà dell'interscambio asiatico (rispetto ad un terzo nei primi anni settanta). La fortissima crescita economica in gran parte della regione, congiunta agli stretti legami produttivi creati e stimolati da investimenti diretti intraregionali su larga scala, ha fornito l'impulso per una maggiore integrazione nell'area asiatica.

Anche lo scambio intraeuropeo di manufatti è decisamente aumentato e ammonta ora al 24% del PIL dell'intera area. Il progressivo smantellamento delle barriere al commercio e la realizzazione di un mercato unico sono stati elementi-chiave. Per converso, il commercio extraregionale europeo è

Commercio
intraregionale
in Asia...

... e in Europa



cresciuto ad un ritmo più lento ed equivale adesso a solo il 7% del PIL dell'intera area, la percentuale più bassa tra quelle delle quattro regioni di cui al grafico precedente.

Le politiche commerciali

I sette anni di trattative nell'ambito dell'*Uruguay Round* si sono conclusi nel dicembre 1993, oltrepassando di tre anni l'originaria scadenza. Nessuno dei precedenti negoziati aveva abbracciato una gamma così ampia di questioni. Si è cercato in quest'occasione di affrontare molti temi che in passato erano stati messi da parte in quanto troppo delicati dal punto di vista politico oppure di difficile trattazione. Il protocollo finale dell'*Uruguay Round* comprende un accordo per istituire la *World Trade Organisation* come successore del GATT. Le sue funzioni principali saranno quelle di controllare l'attuazione degli accordi dell'*Uruguay Round*, di servire da consesso permanente per ulteriori negoziazioni e di predisporre meccanismi per il regolamento multilaterale del contenzioso commerciale. I testi legali definitivi sono stati firmati nell'aprile 1994; l'accordo dovrebbe entrare in vigore intorno alla metà del 1995 dopo la ratifica da parte dei singoli Stati membri.

Conclusione
dell'*Uruguay
Round*

Molto è stato ottenuto dall'*Uruguay Round*. Nell'ambito della tradizionale area dell'interscambio mercantile è stata raggiunta un'intesa che prevede non solo la riduzione di oltre un terzo dei dazi sui beni industriali, ma anche l'estensione dei regolamenti GATT al commercio di prodotti del settore agricolo, dell'abbigliamento e del tessile. Una maggiore conformità ai principi di mercato per l'interscambio agricolo dovrà essere realizzata limitando i contributi alla produzione, riducendo in misura significativa le esportazioni sussidiate e trasformando le barriere non tariffarie in dazi che in seguito dovranno essere progressivamente diminuiti. Nondimeno, alcune restrizioni quantitative potranno essere mantenute sino alla fine del secolo: un esempio significativo è quello delle importazioni giapponesi di riso. L'interscambio nei comparti dell'abbigliamento e del tessile, che per gran parte del dopoguerra è stato largamente gestito su basi discriminatorie, sarà anch'esso soggetto a regole multilaterali, con quote bilaterali da eliminare gradatamente in un periodo di dieci anni.

Progressi nella
liberalizzazione
dell'interscambio
mercantile ...

L'aspetto forse più importante è che le negoziazioni hanno riguardato aree nuove del commercio internazionale. È stato elaborato un accordo-quadro sui servizi (servizi finanziari, telecomunicazioni, trasporti, prodotti audiovisivi, turismo, servizi professionali e mobilità dei lavoratori). Sono stati accolti criteri fondamentali come la clausola della nazione più favorita (ovvero l'estensione a tutti i paesi membri di concessioni accordate a un paese) e il principio della trasparenza, assistiti in alcuni casi da specifici impegni dei paesi a concedere il trattamento nazionale e a migliorare l'accesso al mercato dei servizi esteri. Progressi significativi sono stati anche fatti nel concordare uno schema multilaterale di principi per disciplinare i diritti di proprietà intellettuale e gli investimenti aventi effetti distorsivi sui flussi commerciali.

... con l'esten-
sione a nuove
aree merceolo-
giche ...

Le politiche e i provvedimenti connessi all'interscambio sono stati anch'essi oggetto di ampia discussione. Una più completa definizione del concetto di sussidio distorsivo contestabile dovrebbe consentire di ridurre il ricorso a dazi

... e una più chiara definizione della normativa commerciale

compensativi. Sono state inoltre chiarite e inasprite le regole sulla determinazione giuridica del *dumping* e sull'applicazione di misure *anti-dumping*. In particolare, la durata massima di tali misure, alcune delle quali in vigore da oltre venti anni, è stata fissata a cinque anni. Si è inoltre cercato di frenare l'uso di provvedimenti a salvaguardia di industrie interne che lamentino danni gravi a seguito della crescita delle importazioni. È stata proibita l'adozione di nuove misure di "area grigia", come le restrizioni volontarie all'esportazione e gli accordi di regolazione del mercato, e quelle esistenti dovranno essere gradualmente eliminate. Infine il sistema di composizione delle vertenze del GATT è stato potenziato significativamente per limitare il ricorso a risoluzioni unilaterali delle dispute commerciali.

La riduzione multilaterale delle barriere al commercio prevista nell'accordo dell'*Uruguay Round* dovrebbe contribuire a contrastare gli effetti di diversione del commercio insiti in ogni accordo commerciale a livello regionale. Non soltanto simili accordi sottraggono domanda ai fornitori più efficienti esterni alla regione, ma la mancanza di un dazio esterno comune nella maggior parte delle aree di libero scambio spesso accresce il ricorso a poco trasparenti regole di origine, le quali a volte servono da barriere al commercio con il resto del mondo.

Un'opera incompleta...

A fronte di questi indubbi risultati, sta il fatto che molte sono le questioni ancora irrisolte. La regolamentazione di determinati sussidi (ad esempio in alcune industrie ad alta tecnologia) e le procedure *anti-dumping* sono state formulate in modo meno rigoroso di quanto si sperasse, lasciando spazio per future controversie. In molti comparti dei servizi gli accordi hanno per lo più enunciato soltanto i principi fondamentali, demandando a future trattative l'effettivo impegno a liberalizzare il commercio: appartengono a questa categoria le telecomunicazioni, il trasporto aereo e marittimo e il settore audiovisivo.

... in particolare per ciò che concerne l'interscambio di servizi finanziari

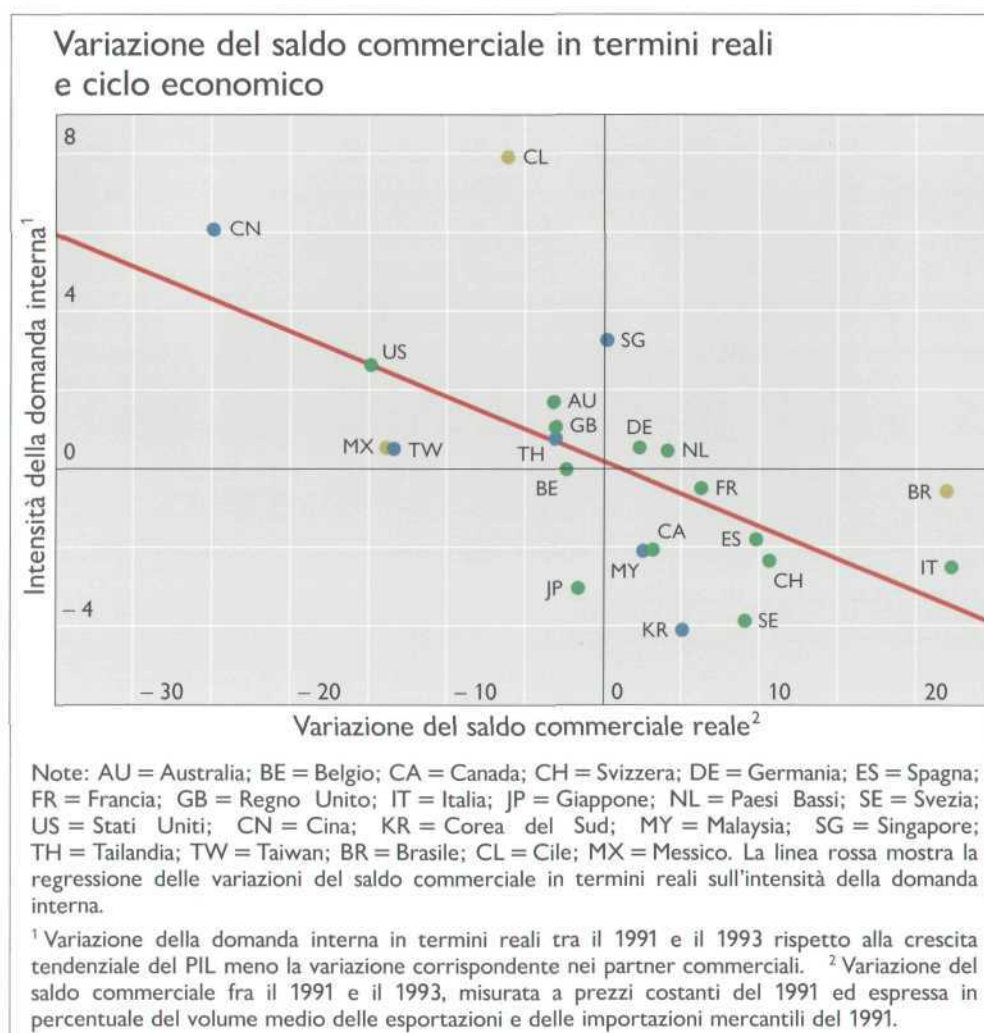
La questione dei servizi finanziari si è dimostrata particolarmente spinosa, e una decisione in merito è stata rinviata a dopo l'entrata in vigore dell'accordo dell'*Uruguay Round*. Gli Stati Uniti, delusi per la scarsa disponibilità di alcuni paesi dell'Asia e dell'America Latina ad impegnarsi per un'apertura dei propri mercati finanziari alle imprese estere, hanno proposto nell'ottobre del 1993 un approccio a due livelli (in linea con il progetto di legge *Fair Trade in Financial Services Act* sottoposto al Congresso). Questo approccio darebbe ai partner commerciali un accesso differenziato ai mercati finanziari statunitensi a seconda del grado di apertura dei rispettivi mercati alle imprese degli Stati Uniti. Poiché l'attuale legislazione statunitense richiede agli organi di regolamentazione di applicare un trattamento nazionale "incondizionato" alle imprese estere di servizi finanziari, la proposta di istituzionalizzare la reciprocità ha incontrato una forte opposizione all'estero. Gli Stati Uniti hanno pertanto accettato di continuare le trattative per altri sei mesi dopo l'entrata in vigore dell'accordo dell'*Uruguay Round*, ma si sono riservati la facoltà, alla fine di questo periodo, di escludere i servizi finanziari dalla clausola della nazione più favorita qualora, a loro giudizio, gli altri paesi non avessero offerto una sufficiente apertura nei rispettivi mercati finanziari interni. D'altro canto, i paesi in questione non avrebbero alcun obbligo di attuare i provvedimenti di liberalizzazione da essi proposti nel corso delle trattative originarie.

Vi è da sperare che l'accordo dell'*Uruguay Round* possa impartire l'impulso necessario ad invertire la tendenza al commercio amministrato. Agli inizi degli anni novanta quasi un quinto del totale delle importazioni mercantili dei paesi industriali era soggetto a provvedimenti non tariffari. Anche i PVS hanno fatto crescente ricorso a tali misure (in particolare imponendo dazi *anti-dumping*). Agli inizi del marzo 1994 gli Stati Uniti hanno riattivato la clausola "Super 301", uno strumento di politica commerciale che consente di imporre sanzioni a quei paesi in cui vigono barriere, giudicate inaccettabili, alle esportazioni statunitensi. L'impiego di questo strumento, o anche solo la minaccia, ha spesso condotto ad accordi di spartizione del mercato o all'introduzione di contingenti alle importazioni che limitano la concorrenza, costringendo i consumatori o le imprese a pagare prezzi maggiori e indebolendo gli incentivi ad una produzione efficiente ed innovativa. Anche l'Unione Europea continua a far ricorso ad accordi bilaterali (ad esempio alla fine di marzo ha concordato con il Giappone il numero massimo di autovetture che potranno essere importate nel 1994).

Tendenza alla diffusione di vincoli amministrativi

Andamenti delle partite correnti: quadro d'insieme

Lo scorso anno, come già nel 1992, gli andamenti esterni sono stati caratterizzati da pronunciate differenze cicliche nell'attività economica. Il primo dei due



Cile, entrambi in una posizione competitiva relativamente forte, si trovano ben al di sopra della linea, mentre un notevole apprezzamento del tasso di cambio reale ha decisamente ridotto le esportazioni nette di Argentina (al di fuori della scala del grafico) e Messico. In Cina, nonostante una fortissima crescita della domanda interna, il deprezzamento del cambio reale ha contenuto il peggioramento del saldo commerciale reale. Alcuni altri paesi asiatici si trovano al di sotto della linea non tanto a causa di un deterioramento della competitività, quanto di un'espansione assai robusta delle importazioni di beni strumentali a seguito del boom degli investimenti.

L'impatto della competitività di costo sull'andamento delle esportazioni in una prospettiva più di medio periodo è illustrato nel grafico precedente. La migliorata competitività del settore manifatturiero statunitense, a partire dalla metà degli anni ottanta, ha consentito ai produttori di riguadagnare lentamente quote di mercato estero. D'altro canto, il sostanziale aumento dei costi relativi in Germania e Giappone ha negativamente influito sull'andamento delle esportazioni. Il recente miglioramento della competitività degli altri paesi europei sembra invece aver arrestato la perdita di quote di mercato. Infine, a causa dell'apprezzamento reale del cambio in America Latina, i guadagni di quote di mercato non sono stati tanto ampi quanto ci si sarebbe potuto attendere in considerazione delle profonde riforme economiche. Il contrario vale per l'Asia.

Competitività
di costo e
andamento delle
esportazioni

I paesi industriali

Stati Uniti

Lo scorso anno, con l'ulteriore ampliarsi del deficit commerciale non petrolifero il disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti ha superato, per la prima volta negli anni novanta, i \$ 100 miliardi. Il disavanzo commerciale si è ulteriormente accresciuto nei primi mesi del 1994. Data l'esigua variazione delle ragioni di scambio, questo ampliamento è dovuto al dinamismo ciclico delle importazioni e a una decelerazione nella crescita delle esportazioni, di riflesso al perdurante ristagno in Europa continentale e in Giappone.

Maggiore
disavanzo delle
partite correnti
dovuto...

Le importazioni di beni strumentali (diversi dagli autoveicoli e aeromobili civili) sono cresciute di quasi il 25% e quelle di attrezzature informatiche di circa il 40%. A questo tasso di crescita si contrappone l'aumento di solo il 16% degli investimenti fissi interni in macchinari e impianti in termini reali. Sebbene rallentata rispetto agli anni precedenti, nel 1993 la crescita delle esportazioni non agricole è rimasta rilevante. Le esportazioni di beni capitali sono aumentate a tassi superiori alla media, così come quelle di prodotti automobilistici: queste due categorie attualmente totalizzano oltre la metà delle esportazioni statunitensi.

...alla rapida
crescita delle
importazioni...

...al rallenta-
mento delle
esportazioni...

Le altre voci delle partite correnti USA hanno subito lievi cambiamenti. La sfavorevole situazione ciclica ha posto fine a un quinquennio di crescenti surplus dei servizi. In presenza di una posizione finanziaria netta sull'estero ampiamente passiva, i tassi d'interesse internazionali calanti hanno contribuito a moderare la flessione dei redditi netti da capitale degli Stati Uniti. Complessivamente, nel 1993 il saldo dei redditi da capitale si è praticamente azzerato (per la prima volta dal periodo antecedente alla prima guerra mondiale).

...e al calo
dei redditi netti
da capitale

Giappone

Ampliamento
dell'eccedenza
commerciale

Lo scorso anno il surplus delle partite correnti giapponesi espresso in dollari è ulteriormente cresciuto, anche se assai meno che nei due anni precedenti. L'avanzo commerciale è aumentato di \$ 9 miliardi e i redditi netti da capitale sugli investimenti all'estero sono cresciuti di poco più di \$ 5 miliardi.

Differenze
rispetto agli
anni ottanta

I fattori che stanno alla base del ripetersi di un'ampia eccedenza commerciale del Giappone sono alquanto diversi da quelli degli anni ottanta. Un'importante differenza è data dal fatto che la crescita delle esportazioni è stata molto più bassa che nei primi anni ottanta, quando esse erano state fortemente stimulate da una temporanea sottovalutazione dello yen: il successivo ampio apprezzamento dello yen, le spinte protezionistiche all'estero e l'incremento degli investimenti diretti esteri hanno contenuto la crescita delle esportazioni (tabella seguente). Una seconda differenza è che la principale contropartita bilaterale della crescita del surplus giapponese va ricercata in Asia e non negli Stati Uniti. Una terza differenza è la maggiore gravità della recessione interna.

Riorientamento
del commercio
verso l'Asia

Una parte rilevante dell'espansione dell'interscambio con l'Asia è dovuta alla parziale diversione della produzione manifatturiera delle imprese giapponesi verso paesi con più bassi costi di manodopera. Una prima ondata di questi investimenti, negli anni settanta, si era diretta verso le NIEs; in seguito, quando in queste economie i salari sono aumentati, gli investimenti diretti si sono spostati verso l'Indonesia, la Malaysia e la Thailandia. Lo scorso anno si è assistito a un deciso riorientamento in direzione della Cina. Poiché le imprese giapponesi o le *joint ventures* in Asia tendono ad essere fortemente orientate al commercio estero, esportando molto sia in Giappone che nel resto del mondo, questo mutamento ha avuto un notevole impatto sulla struttura dell'interscambio.

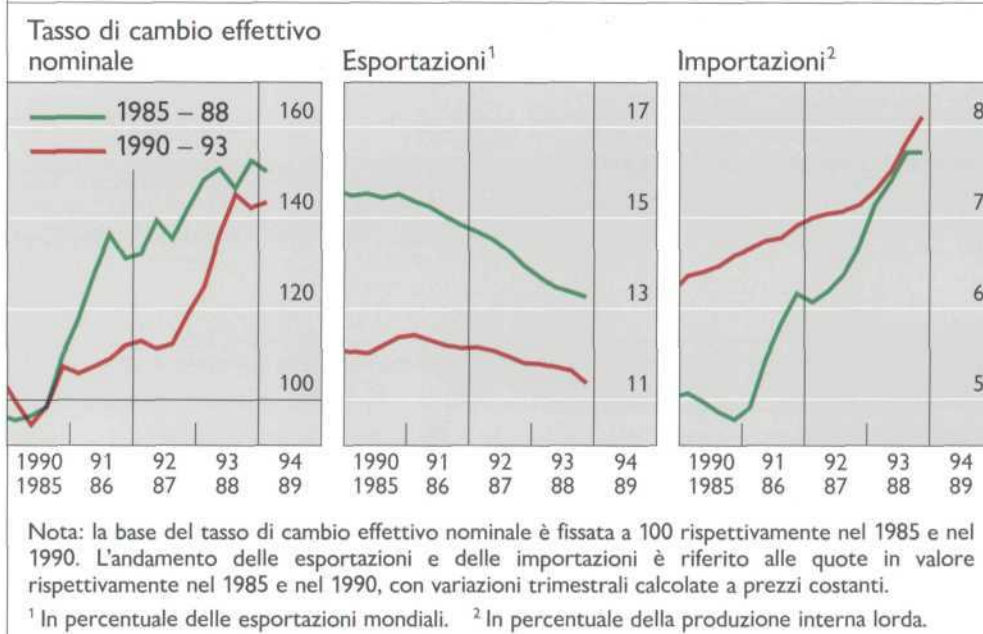
Ampia corre-
zione in termini
reali ...

Mentre i forti guadagni nelle ragioni di scambio hanno fatto aumentare l'eccedenza commerciale in termini di dollari, l'avanzo a prezzi costanti ha subito un calo di quasi \$ 14 miliardi, il maggiore dal 1988. Se si tiene conto della posizione ciclica assai più debole del Giappone rispetto ai principali mercati di sbocco (segnatamente gli Stati Uniti e l'Asia), il sottostante aggiustamento della bilancia commerciale del settore manifatturiero è ancora più rimarchevole. Il calo della quota di mercato delle esportazioni reali giapponesi si è sensibilmente accelerato nel 1992 e nel 1993, proseguendo una tendenza iniziata con il precedente apprezzamento dello yen (grafico seguente). Più recente, e forse più degna di nota, è l'impennata delle importazioni di manufatti, che finora

... dovuta alla
minore quota
di mercato delle
esportazioni ...

Giappone: avanzo commerciale ed esportazioni				
	Variazione nell'avanzo commerciale (in miliardi di dollari USA)		Crescita percentuale delle esportazioni (valori in dollari USA)	
	1982/86	1990/93	1982/86	1990/93
Totale	75,8	68,1	50,7	25,8
di cui verso:				
Stati Uniti	39,3	12,2	121,5	16,7
Europa occidentale	7,9	7,4	73,2	2,5
Asia sud-orientale e Cina	16,5	31,3	46,0	51,6

Impatto dell'apprezzamento dello yen sull'interscambio manifatturiero



erano state estremamente basse. Nel 1990 le importazioni equivalevano solamente al 6% del prodotto interno lordo del settore manifatturiero; alla fine dello scorso anno l'ulteriore forte crescita delle importazioni a fronte di una produzione industriale stagnante aveva portato questo valore all'8%.

Il calo delle esportazioni e l'aumento delle importazioni hanno avuto un notevole effetto depressivo sull'economia giapponese. In linea di massima, tuttavia, i guadagni nelle ragioni di scambio conseguenti all'apprezzamento dello yen dovrebbero costituire un importante fattore compensativo. In effetti, dal 1990 il miglioramento cumulativo delle ragioni di scambio è stato sostanziale: anche tenendo conto della modesta diminuzione dei prezzi delle esportazioni, il guadagno netto è stato di quasi il 30%, ovvero il 2% circa del PNL. D'altro canto, i più bassi prezzi all'importazione non hanno inciso in misura rilevante sui prezzi al consumo, e ciò ha limitato lo stimolo potenziale sulla spesa dei consumatori. L'esempio dei prodotti petroliferi è forse quello che meglio illustra la scarsa traslazione dei minori prezzi delle importazioni sui prezzi al consumo. Nel 1993, nonostante una diminuzione del 20% dei corsi internazionali del petrolio, in Giappone i prezzi in dollari, al netto d'imposta, di benzina e gasolio da riscaldamento sono cresciuti di circa il 5-10% (quarto trimestre su quarto trimestre), portandosi a un livello doppio o triplo rispetto a quello osservabile nei principali paesi europei (dove nello stesso periodo i prezzi in dollari sono calati di circa il 15%).

Europa occidentale

Lo scorso anno la recessione nell'Europa continentale ha depresso le importazioni. Tuttavia l'ordine di grandezza della loro flessione è incerto in quanto il nuovo sistema di segnalazione per l'interscambio all'interno dell'Unione Europea, introdotto il 1° gennaio 1993, ne ha distorto le statistiche.

... e alla maggiore penetrazione delle importazioni

Il miglioramento delle ragioni di scambio non si ripercuote sui prezzi interni

L'avanzo commerciale indotto dalla recessione riflette in parte una sottosegnalazione delle importazioni

Migliorata la competitività

Pronunciati spostamenti nelle posizioni competitive intraeuropee

Un'aggregazione provvisoria dei dati del 1993 sul commercio bilaterale indica che la somma delle esportazioni intra-UE notificate eccede quella delle importazioni intra-UE di \$ 20-25 miliardi (una discrepanza statistica che in passato era solitamente modesta). Ciò implica che le importazioni sono maggiormente sottostimate rispetto alle esportazioni, per le quali considerazioni connesse a rimborsi d'imposta incentivano una più rapida e completa segnalazione; ne consegue che l'avanzo commerciale dell'Europa occidentale per il 1993, riportato nella tabella di pagina 88, risulta sovrastimato.

Calcoli al netto della ponderazione dello scambio intraregionale indicano che la competitività dell'Europa occidentale è migliorata: verso la fine del 1993 i costi unitari relativi del lavoro erano diminuiti di circa il 15% rispetto al massimo di metà 1992. Inoltre, la componente esterna della domanda è stata stimolata dalla ripresa congiunturale nell'America del Nord e dall'ulteriore vigorosa crescita del Sud-Est asiatico. Di conseguenza, il disavanzo mercantile dell'Europa occidentale con i paesi extraeuropei si è ridotto lo scorso anno di oltre \$ 45 miliardi.

Le posizioni concorrenziali all'interno dell'Europa occidentale sono altresì mutate in misura significativa con il ridursi della precedente ampia divergenza tra i tassi di cambio reali. Il profilo evolutivo dei prezzi al consumo espressi in una moneta comune costituisce un indicatore semplice di questo fenomeno. Fino a metà 1992, poco prima della crisi valutaria europea, i differenziali d'inflazione accumulati insieme alla stabilità dei tassi di cambio nominali avevano portato a perdite di competitività in Italia, Spagna, Svezia e Regno Unito, rispetto ai paesi con minore inflazione (Belgio, Francia, Paesi Bassi e Svizzera). A metà 1992, nel primo gruppo di paesi i prezzi al consumo espressi in marchi tedeschi risultavano aumentati in media del 34% rispetto al 1987; l'aumento nel secondo gruppo era di circa il 13%, valore di poco inferiore a quello segnato in Germania (tabella seguente). Questa pronunciata divergenza ha avuto un considerevole impatto sui conti con l'estero: i deficit delle partite correnti nel primo gruppo di paesi si situavano tra l'11/2 e il 31/2% del PIL, mentre i paesi a bassa inflazione registravano ampi avanzi esterni o, come nel caso della Francia, avevano eliminato il precedente disavanzo.

Prezzi al consumo in alcuni paesi europei, espressi in una moneta comune

Periodi	Paesi eccedentari ¹					Germania occidentale	Paesi deficitari ¹				
	Belgio	Francia	Paesi Bassi	Svizzera	Media		Italia	Spagna	Svezia	Regno Unito ²	Media
	in marchi tedeschi, 1987 = 100										
1990	108,4	109,1	104,4	107,0	107,2	106,9	115,4	130,1	119,8	114,7	120,0
1991	112,4	111,5	107,8	112,5	111,1	110,6	121,9	138,8	131,6	125,7	129,5
1992	115,1	114,6	111,3	112,4	113,3	115,0	121,9	140,6	131,8	123,8	129,5
1993	116,6	115,8	114,5	117,0	115,9	119,7	105,3	125,4	109,3	115,0	113,8
1994 1° trim. Per memoria: maggio-agosto 1992	119,7	117,8	116,6	125,1	119,8	122,4	105,0	121,6	111,9	120,3	114,7
	115,2	115,2	111,1	112,0	113,4	115,1	126,9	145,0	135,2	130,0	134,3

¹ In base alla media del saldo delle partite correnti nel 1991-93. ² Escluso il costo delle abitazioni.

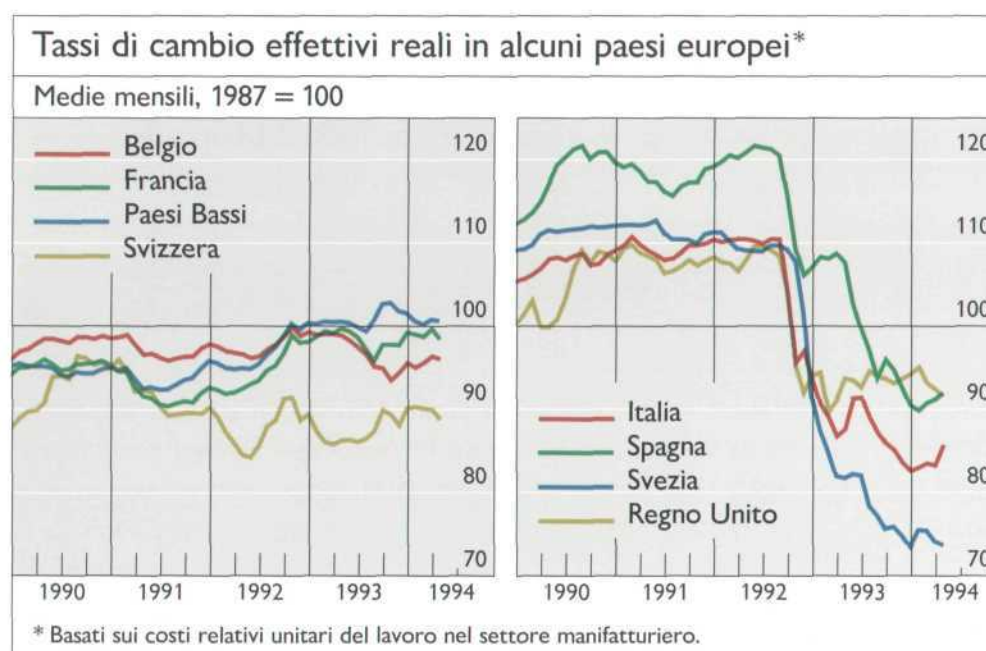
A partire dalla metà del 1992, le variazioni di cambio hanno determinato una convergenza, fra i paesi eccedentari e quelli in disavanzo, nella dinamica dei prezzi al consumo espressi in marchi. Grazie all'ampio deprezzamento della lira e della corona, in Italia e in Svezia le variazioni cumulative dei prezzi al consumo in termini di DM rispetto al 1987 sono state inferiori a quelle registrate durante lo stesso periodo nei paesi eccedentari.

L'ampio deprezzamento della lira ha stimolato le esportazioni italiane che nel 1993 sono aumentate in volume di circa il 9%, cifra più che doppia rispetto a quella del 1992 e ben superiore al tasso di espansione dei mercati delle esportazioni. Poiché le importazioni in volume risultano calate ancor più rapidamente della domanda interna, il deficit delle partite correnti, pari a \$ 28 miliardi nel 1992, si è trasformato lo scorso anno in un surplus di \$ 11 miliardi. Anche in Spagna la migliorata competitività ha contribuito nel 1993 ad un aumento del 16% nel volume di esportazioni e dunque ad un disavanzo commerciale molto più contenuto. Le esportazioni svedesi sono parimenti cresciute in forte misura ed il surplus commerciale si è ampliato. In tutti e tre i casi la reazione delle quantità esportate al deprezzamento del tasso di cambio è stata sorprendentemente rapida a causa forse della pronunciata debolezza della domanda interna. Per contro, il volume delle esportazioni del Regno Unito è aumentato solo del 4%. Inoltre, con il consolidarsi della ripresa economica britannica il crescente sfasamento ciclico con l'Europa continentale ha determinato un consistente deficit delle partite correnti di questo paese.

Lo scorso anno, mentre sono aumentate mediamente dell'8% le esportazioni reali dei quattro principali paesi le cui monete si sono deprezzate, quelle dei paesi che non hanno svalutato rispetto al marco tedesco sono rimaste invariate o sono diminuite. Tuttavia la domanda di importazioni è stata ancora più debole in Belgio, Francia, Paesi Bassi e Svizzera, con cali nelle quantità importate che vanno dall'1% (Paesi Bassi e Svizzera) al 3½% (Francia), sebbene in corso d'anno sia emersa una certa ripresa della domanda,

Dinamica sostenuta delle esportazioni nella maggior parte dei paesi con monete deprezzate ...

... e ristagno negli altri paesi



soprattutto in Francia e in Svizzera. L'avanzo delle partite correnti di tutti e quattro i paesi si è significativamente accresciuto.

Germania

A causa di una pronunciata perdita di competitività, le esportazioni tedesche sono rimaste deboli per gran parte del 1993, anche se nell'ultimo trimestre sono parse riprendersi. Tuttavia, le importazioni tedesche, data la contrazione della domanda interna, sono diminuite ancora di più, cosicché l'avanzo commerciale è salito a \$40 miliardi. Gran parte di questo aumento è stato controbilanciato dal rapido deteriorarsi delle partite invisibili. Per la prima volta dal 1982, nell'ultimo trimestre dello scorso anno i redditi netti da capitale sono diventati negativi, anche se parte di questo peggioramento potrebbe essere solo apparente, data la difficoltà statistica nel rilevare i flussi dei redditi "esteri" da interessi sui risparmi dei residenti tedeschi collocati tramite il Lussemburgo in attività finanziarie interne. Il disavanzo corrente del paese è rimasto superiore ai \$20 miliardi.

Turchia

Il deficit delle partite correnti della Turchia è salito a quasi il 6% del PIL nel 1993. Un ampio disavanzo del settore pubblico ha alimentato la crescita della domanda interna, determinando un incremento dell'inflazione e un significativo apprezzamento del tasso di cambio reale; il volume delle importazioni è cresciuto di un terzo. Questi squilibri, insieme al forte aumento del debito estero e all'incertezza circa il corso delle politiche, hanno causato agli inizi del 1994 una grave crisi valutaria. Ai primi di aprile le autorità hanno annunciato una serie di provvedimenti per ridurre la domanda e per contenere l'inflazione.

Altri paesi industriali

Forte crescita
delle esporta-
zioni in Canada...

Le esportazioni canadesi sono fortemente cresciute per il secondo anno consecutivo, dopo tre anni di aumento inferiore alla media. La ripresa della domanda interna negli Stati Uniti e una netta flessione del tasso di cambio reale sono state le principali determinanti. Dopo le pesanti perdite subite sino alla fine del 1991, la competitività è decisamente migliorata, poiché sono stati contenuti i costi salariali e il tasso di cambio effettivo nominale si è deprezzato del 15% tra la fine del 1991 e l'inizio del 1994: i costi unitari relativi del lavoro sono tornati ora ai bassi livelli osservati a metà degli anni ottanta. Tuttavia, alla crescita sostenuta delle esportazioni si è accompagnata un'espansione altrettanto vigorosa delle importazioni. Inoltre il servizio dell'ingente debito esterno del paese ha comportato ampi deflussi netti in conto interessi, e il deficit delle partite correnti, sebbene lievemente diminuito, è ammontato ancora al 3½% del PIL.

... Australia e
Nuova Zelanda

In Australia e Nuova Zelanda, i tassi di cambio competitivi, oltre al crescente orientamento dell'interscambio verso il Sud-Est asiatico, hanno stimolato nel corso degli ultimi due anni le esportazioni di beni del settore manifatturiero, il cui volume in entrambi i paesi è salito del 9% nel 1992, per poi scendere a circa il 4-5% lo scorso anno. Allo stesso tempo, una netta ripresa della domanda interna ha accresciuto fortemente il volume delle importazioni sia nell'uno che nell'altro paese. Il surplus commerciale è rimasto invariato in Nuova Zelanda e si è trasformato in un modesto deficit in Australia. Dato l'elevato debito estero dell'Australia ed il conseguente considerevole deflusso di redditi da capitale, nel 1993 il disavanzo delle partite correnti è ammontato a quasi il 4% del PIL.

Bilancia delle partite correnti dei paesi industriali e delle NIEs dell'Asia									
Paesi e aree	Saldo delle partite correnti			di cui:					
				saldo commerciale			saldo dei redditi da capitale		
	1991	1992	1993	1991	1992	1993	1991	1992	1993
in miliardi di dollari USA									
Paesi industriali	- 36,8	- 45,3	11,0	- 14,9	23,5	73,0	- 8,8	- 15,1	- 15,3
Stati Uniti	- 8,3	- 66,4	- 109,2	- 73,8	- 96,1	- 132,5	13,0	6,2	0,1
Giappone	72,9	117,6	131,4	103,0	132,3	141,5	26,7	36,2	41,4
Europa occidentale	- 65,3	- 61,6	20,0*	- 54,1	- 23,3	53,3*	- 14,6	- 25,1	- 27,1
Francia	- 6,5	3,9	10,3	- 9,0	2,8	9,3	- 5,1	- 7,7	- 8,0
Germania	- 19,3	- 22,1	- 21,2	20,8	29,8	40,4	19,6	15,7	9,2
Italia	- 23,6	- 28,0	11,2	- 0,3	3,0	32,3	- 17,2	- 21,0	- 16,4
Regno Unito	- 13,7	- 18,1	- 16,1	- 18,3	- 24,0	- 20,2	0,5	7,6	4,1
Paesi Bassi	4,2	5,0	8,4	5,2	7,5	9,3	1,0	0,1	0,7
Svezia	- 4,3	- 6,7	- 0,4	5,1	5,9	7,1	- 5,8	- 7,8	- 5,8
Svizzera	10,7	15,1	18,6	- 5,6	- 0,6	1,9	15,3	14,8	14,7
UEBL ¹	4,7	6,4	11,2	- 0,4	1,2	3,2	1,4	1,1	3,1
Austria	0,1	- 0,2	- 0,9	- 9,6	- 9,7	- 8,4	- 1,5	- 1,2	- 1,1
Danimarca	2,1	4,8	5,3	4,7	7,2	7,8	- 5,6	- 5,7	- 4,6
Finlandia	- 6,8	- 4,9	- 1,0	1,1	2,8	5,4	- 4,6	- 5,4	- 5,0
Grecia	- 1,5	- 2,1	1,1	- 12,3	- 13,9	- 12,5	- 1,7	- 2,0	- 2,1
Irlanda	1,4	2,6	2,9	3,2	5,7	6,8	- 4,6	- 5,4	- 5,2
Islanda	- 0,3	- 0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	- 0,3	- 0,2	- 0,2
Norvegia	5,0	2,9	2,4	8,3	7,6	7,4	0,5	- 0,6	- 0,6
Portogallo	- 0,7	0,0	1,0	- 7,8	- 9,4	- 6,9	0,1	0,6	0,5
Spagna	- 17,0	- 19,1	- 5,6	- 31,8	- 30,9	- 15,6	- 4,8	- 6,5	- 8,8
Turchia	0,3	- 0,9	- 7,3	- 7,3	- 8,2	- 14,2	- 1,9	- 1,6	- 1,8
Altri paesi industriali	- 36,1	- 34,9	- 31,2	9,9	10,5	10,7	- 34,0	- 32,4	- 29,6
Australia	- 10,3	- 10,8	- 10,7	3,5	1,6	- 0,1	- 12,4	- 10,2	- 8,1
Canada	- 25,3	- 23,0	- 19,6	4,4	7,3	9,1	- 19,1	- 20,0	- 19,1
Nuova Zelanda	- 0,5	- 1,0	- 0,9	2,1	1,7	1,7	- 2,5	- 2,2	- 2,3
NIEs dell'Asia	9,1	8,4	10,5	2,6	1,4	0,5	4,8 ²	4,6 ²	3,6 ²
Corea del Sud	- 8,7	- 4,5	0,4	- 7,0	- 2,1	2,1	- 1,0	- 1,1	- 1,3
Hong Kong	2,5 ³	1,8 ³	2,3 ³	- 2,1	- 4,3	- 5,0	..	..	..
Singapore	3,3	2,9	2,0	- 4,1	- 4,9	- 8,1	1,4	1,6	1,3
Taiwan	12,0	8,2	5,8	15,8	12,8	11,4	4,4	4,1	3,6

* Dato fortemente distorto (vedasi testo).

¹ Unione Economica del Belgio-Lussemburgo. ² Escluso Hong Kong. ³ Esportazioni nette di beni e servizi non dei fattori.

Ex economie a pianificazione centralizzata

Europa orientale

Lo scorso anno il volume di esportazioni dell'Europa orientale è rimasto stagnante dopo due anni di forte crescita. Un fattore depressivo è stato probabilmente il notevole apprezzamento dei tassi di cambio reali nell'arco degli ultimi due anni. Vi è inoltre la possibilità che la transizione dal commercio

Ristagno delle esportazioni in volume

di Stato avesse artificialmente gonfiato le esportazioni nel 1991 e nel 1992, in quanto erano state liquidate le scorte eccedenti tipiche delle economie di comando e l'assenza di vincoli di bilancio rigidi aveva consentito l'esportazione di merci sottocosto. Dato anche l'ampio incremento delle importazioni, il deficit commerciale dell'area è aumentato di circa \$ 4 miliardi.

Riorientamento
delle politiche
valutarie

Questi sviluppi hanno determinato un riorientamento delle politiche valutarie, da un approccio basato su una "ancora nominale" al tentativo di preservare la competitività internazionale in presenza di una perdurante alta inflazione. Solo due paesi mantengono fissi i tassi di cambio nominali già da qualche tempo: la Repubblica ceca (dal dicembre 1990) e l'Estonia (dal giugno 1992).

Repubbliche ceca
e slovacca

Poiché la *koruna* ceca è rimasta competitiva, ed essendo stato mantenuto l'indirizzo restrittivo della manovra fiscale e delle altre politiche (si veda il Capitolo III), lo scorso anno il disavanzo commerciale si è sostanzialmente ridotto, grazie alla costante espansione delle esportazioni. Inoltre sono aumentati gli afflussi di capitale sotto forma di investimenti di portafoglio, consentendo un incremento delle riserve di circa \$ 3 miliardi e sostenendo il tasso di cambio fisso. Il deficit esterno della Repubblica slovacca, che dipende in misura assai maggiore dall'interscambio con la Russia, si è ampliato. Nel luglio 1993 la *koruna* slovacca è stata svalutata, e nel marzo 1994 è stata introdotta una sovrattassa del 10% sulle importazioni di beni di consumo.

Ungheria

Il disavanzo commerciale dell'Ungheria si è fortemente ampliato soprattutto a causa dell'espansione della spesa interna, nonostante che taluni fattori straordinari (in particolare l'embargo sul commercio con alcune regioni dell'ex Jugoslavia e la siccità) abbiano contribuito a deprimere le esportazioni. Il deficit corrente ha raggiunto quasi il 10% del PNL, e il saldo delle partite invisibili è passato da un avanzo a un disavanzo. Il disavanzo è stato finanziato soprattutto dall'afflusso di investimenti diretti, legati in particolare alla privatizzazione del sistema delle telecomunicazioni. Con un deciso mutamento d'indirizzo della politica del cambio si è cercato di limitare un ulteriore apprezzamento reale della moneta: nel corso del 1993 il *forint* è stato infatti svalutato ben cinque volte nei confronti del paniere valutario di riferimento, con un deprezzamento complessivo del 15%.

Polonia

A causa della vigorosa crescita delle importazioni si è accresciuto anche il deficit della Polonia. Il regime di *crawling peg* in funzione dal 1991, che implica un tasso di deprezzamento annuo della moneta di circa il 20-25%, si è rivelato insufficiente a mantenere la competitività e ha dovuto essere integrato da ulteriori svalutazioni, di cui la più recente, dell'8%, risale all'agosto del 1993.

Slovenia

Lo scorso anno le esportazioni della Slovenia hanno ristagnato mentre le importazioni sono aumentate in misura notevole, determinando un deterioramento della bilancia commerciale di quasi \$ 1 miliardo. Le cause principali sono state la liberalizzazione degli scambi ed una modesta espansione del PIL, dopo tre anni di forte contrazione. Diversamente da altri paesi della regione si è potuto evitare un apprezzamento del tasso di cambio reale (misurato in termini di prezzi), nonostante la rapida progressione dei salari reali. Bulgaria e Romania, pesantemente dipendenti dalle importazioni di petrolio e materie prime, hanno incontrato crescenti difficoltà di bilancia dei pagamenti.

Bulgaria e
Romania

Gli Stati baltici si sono affrancati da un'estrema dipendenza delle loro esportazioni dal mercato russo ed hanno saputo assorbire un ingente deterioramento delle ragioni di scambio, allorché i prezzi delle fonti di energia importate sono saliti ai livelli del mercato mondiale. Pur con importanti differenze, l'Estonia e la Lettonia hanno perseguito politiche monetarie restrittive che le hanno isolate dall'iperinflazione scatenatasi in Russia e hanno condotto ad un enorme apprezzamento del tasso di cambio – inizialmente molto basso – rispetto ai partner commerciali dell'Occidente. Come descritto più dettagliatamente nella Relazione annuale dello scorso anno, l'Estonia era stata all'avanguardia con l'ancoraggio al marco tedesco del *kroon* di recente introduzione (mantenendo nel contempo i tassi d'interesse interni a livelli molto elevati per attrarre i capitali esteri necessari a sostenere questo impegno). La produzione aveva subito un drastico calo, e nel giro di un anno l'inflazione era stata posta sotto controllo. L'anno scorso la produzione e le esportazioni sono fortemente cresciute e l'interscambio è stato riorientato verso l'Occidente; tuttavia, nei primi mesi del 1994 l'inflazione ha ripreso a salire. Anche la Lettonia ha impiegato una politica monetaria restrittiva in funzione disinflazionistica, consentendo in pari tempo alla nuova moneta nazionale di fluttuare rispetto alle valute convertibili. La Lituania ha tardato alquanto ad inasprire le politiche. Solo lo scorso luglio i *coupons* denominati in rubli sono stati rimpiazzati da una nuova valuta, e nell'aprile del 1994, dopo vari mesi di fluttuazione culminati in un periodo di pesanti pressioni al ribasso, le autorità hanno ancorato la moneta al dollaro.

Estonia

Lettonia

Lituania

L'accesso ai mercati dei paesi industriali è essenziale per il pieno successo delle riforme economiche in Europa orientale. Gli Accordi di Associazione con l'Unione Europea ed altre intese analoghe hanno contribuito notevolmente ad allargare l'accesso ai mercati occidentali; l'anno scorso l'Unione Europea ha deciso di accelerare le riduzioni tariffarie previste in questi Accordi. Ciò nonostante, i produttori dell'Europa orientale si sono scontrati con barriere protezionistiche, in quanto le loro esportazioni tradizionali (prodotti agricoli,

Necessità di un maggiore accesso ai mercati occidentali

Interscambio dell'Europa orientale									
Paesi e aree	Esportazioni			Importazioni			Saldo commerciale		
	1991	1992	1993 ¹	1991	1992	1993 ¹	1991	1992	1993 ¹
	in miliardi di dollari USA								
Europa orientale	28,3	33,8	33,9	31,9	39,4	43,4	-3,6	-5,7	-9,5
Bulgaria ²	1,2	1,6	1,6	1,7	1,9	2,1	-0,5	-0,3	-0,5
Polonia ²	9,5	10,7	10,4	12,6	13,7	15,0	-3,1	-3,0	-4,5
Repubblica ceca	4,4	5,7	7,1	4,1	6,9	7,5	0,3	-1,3	-0,4
Repubblica slovacca	1,4	2,0	1,8	1,4	2,0	2,3	0,1	0,0	-0,5
Romania ²	2,3	2,3	2,6	2,3	3,2	3,5	0,0	-0,8	-0,9
Slovenia	3,0	4,4	4,2	3,2	3,9	4,6	-0,2	0,5	-0,3
Ungheria ²	6,4	7,0	6,2	6,6	7,8	8,5	-0,2	-0,8	-2,3
Per memoria:									
Comunità di Stati Indipendenti ²	28,7	26,7	30,7	27,3	24,7	26,1	1,5	2,0	4,6

¹ Dati parzialmente stimati. ² In base alle statistiche commerciali dei paesi OCSE. Dati sulle importazioni su base c.i.f. convertiti in f.o.b. sottraendo un margine f.o.b./c.i.f. del 4%. Escluso l'interscambio tra l'ex Unione Sovietica e la Finlandia.

siderurgici, tessili e abbigliamento) figurano fra le categorie merceologiche più protette in Occidente. Anche a prescindere dal costo del protezionismo per i consumatori, siffatte restrizioni sono quasi certamente destinate a ritorcersi sulle imprese esportatrici occidentali, poiché è probabile che a ogni riduzione delle esportazioni est-europee si accompagni un calo all'incirca uguale delle loro importazioni.

Comunità di Stati Indipendenti

Avanzo
commerciale

Lo scorso anno il valore in dollari delle esportazioni della CSI verso il mondo industriale è aumentato, essendosi accresciute le forniture all'estero di metalli e di altri prodotti dell'industria pesante. Le esportazioni di petrolio sono rimaste sostanzialmente invariate, giacché una forte caduta della produzione è stata controbilanciata, per il secondo anno consecutivo, dal minore consumo interno. L'entità dei problemi che si pongono alla CSI è evidenziata dal fatto che la produzione di petrolio, la principale materia prima esportata, si situa ora a un livello inferiore di circa il 40% rispetto a quello prevalente alla fine degli anni ottanta. Secondo le statistiche dei partner commerciali, lo scorso anno è cresciuta l'eccedenza mercantile verso i paesi industriali.

Apprezzamento
del tasso di
cambio reale

Data l'ulteriore rapida crescita dell'inflazione, nella prima metà del 1993 il valore del rublo è crollato, passando da Rb. 414 per un dollaro nel dicembre 1992 a 1.081 nel giugno 1993, sebbene in termini reali la moneta si sia apprezzata. Tuttavia la caduta è stata frenata durante gran parte del secondo semestre: interventi ufficiali, nuove norme sul commercio estero e una compressione della domanda di importazioni ottenuta in virtù di minori sussidi sono stati i fattori principali. Inoltre, verso la fine dell'anno i tassi d'interesse sul rublo sono divenuti positivi in termini reali, eliminando così la presenza di rendimenti reali fortemente negativi che aveva caratterizzato la politica monetaria russa dall'epoca della liberalizzazione dei prezzi. In conseguenza di questa parentesi di stabilità del tasso di cambio nominale in un periodo d'inflazione galoppante, il cambio reale effettivo è più che raddoppiato. Tuttavia, a partire dalla fine del 1993 l'incertezza circa l'orientamento delle politiche ha condotto a una nuova pressione al ribasso sul rublo, la cui parità con il dollaro è scesa nell'aprile del 1994 intorno a 1.800.

Fughe di capitale

Il rapido deprezzamento del rublo deve avere creato forti incentivi ad occultare gli introiti delle esportazioni, specie durante il periodo in cui i tassi d'interesse sul rublo erano ampiamente negativi in termini reali; e senza dubbio vi sono state fughe di capitali, sebbene la loro dimensione sia incerta. Le statistiche della BRI sul credito bancario internazionale stimano a \$ 16 miliardi i depositi dell'ex Unione Sovietica presso le banche dichiaranti a fine 1993. Al netto degli effetti di cambio, questi depositi sono cresciuti di \$ 3 1/2 miliardi nella prima metà dell'anno, quando il valore del rublo era in caduta libera, ma sono diminuiti di \$ 1 miliardo nella seconda metà, quando il valore del rublo è stato più stabile. Si consideri tuttavia che le esportazioni clandestine di capitali non sono rilevate appieno da queste statistiche.

Il tentativo di porre l'interscambio tra la Russia e gli altri Stati su normali basi commerciali si è dimostrato molto difficile, poiché sotto il regime di pianificazione centralizzata la Russia riforniva gli altri Stati di energia a prezzi molto

inferiori a quelli internazionali e importava da essi manufatti non competitivi sui mercati mondiali. Nonostante il massiccio rincaro del prezzo in rubli delle esportazioni energetiche e i rilevanti tagli alle forniture, nel 1992 i prezzi erano rimasti ben al disotto dei livelli del mercato mondiale: una stima del governo russo indica che il sussidio implicito all'interscambio in quell'anno è stato pari al 13% del PIL russo. Inoltre la Russia ha continuato a erogare ingenti trasferimenti finanziari alle altre repubbliche.

Difficoltà nella riorganizzazione degli scambi intra-CSI su basi commerciali

L'entità di questo sostegno spiega di per sé la riluttanza della maggior parte delle ex repubbliche ad abbandonare l'area del rublo. Pur non essendo affatto l'unica causa, la mancata soluzione di questo problema ha ritardato l'adozione di politiche di stabilizzazione sia in Russia che nelle altre repubbliche. Nel 1993 tuttavia la Russia ha preso importanti iniziative per ridurre questi sussidi. I prezzi in dollari del petrolio sono stati aumentati e le autorità russe hanno inasprito le condizioni per la concessione di nuovi crediti; il finanziamento interstatale per il tramite della banca centrale russa si è praticamente esaurito. Sebbene non sia stato concordato alcun meccanismo per un efficace coordinamento monetario tra i vari Stati, la maggior parte di essi è rimasta agganciata al rublo: a metà 1993 solo gli Stati baltici, l'Ucraina ed il Kirghisistan avevano lasciato l'area del rublo. La situazione è divenuta critica nel luglio scorso con la messa fuori corso legale delle banconote in rubli emesse prima del 1993 (quelle del 1993 erano state emesse solo in Russia e non nelle altre repubbliche). Gli ulteriori tentativi di preservare l'area del rublo come unione monetaria sono falliti e alla fine del 1993 tutte le altre repubbliche (con l'eccezione del Tagikistan) avevano introdotto una propria moneta legale. La banca centrale russa ha quindi iniziato a quotare i tassi di cambio tra il rublo e tutte le nuove valute nazionali, tenendo conto dei differenziali effettivi di mercato. Gli effetti combinati della pronunciata riduzione dei sussidi impliciti all'interscambio e della cessazione della maggior parte dei trasferimenti ufficiali russi gravano ora pesantemente sugli altri paesi della CSI: secondo una stima del FMI, la perdita ammonta al 15% del PIL complessivo di questi paesi. Tuttavia gli stretti legami tra la Russia e vari altri Stati hanno stimolato la ricerca di nuovi meccanismi di cooperazione sul terreno economico e in altre aree.

Ingenti sussidi da parte della Russia

Cina

Un cambiamento che ha avuto conseguenze di vasta portata sulle relazioni economiche della Cina è stato l'abbandono nel gennaio 1994 del meccanismo di cambi multipli. In questo sistema la parità ufficiale coesisteva con i tassi di cambio, più reattivi al mercato, quotati nei vari centri di aggiustamento valutario (*Foreign Exchange Adjustment Centres*) operanti in diverse città della Cina. L'arbitraggio tra questi cosiddetti "swap centres" era imperfetto. Infatti, poiché in questi centri le transazioni restavano soggette a controlli amministrativi (come ad esempio la limitazione dell'accesso solo ad alcuni operatori), esisteva parimenti un mercato nero, la cui importanza variava in funzione dell'entità delle interferenze ufficiali.

Unificazione del regime valutario

Questo sistema serviva ad incentivare le esportazioni, in quanto la maggior parte degli introiti in valuta estera poteva essere ceduta ai più

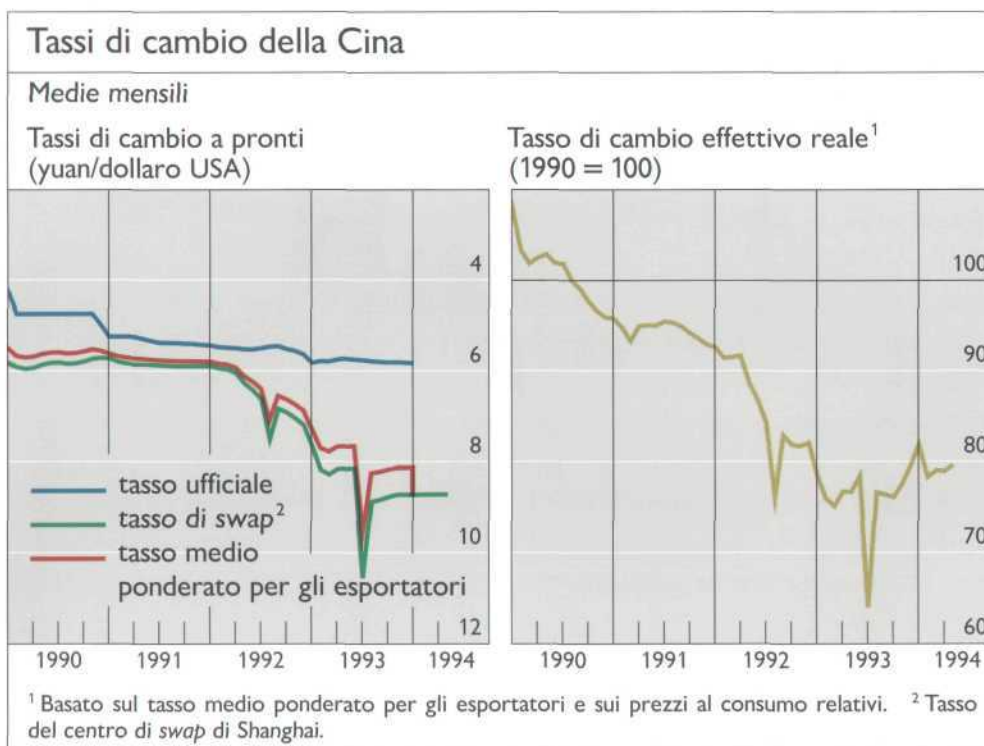
La precedente
coesistenza
di tassi ufficiali
e di swap ...

... aveva provo-
cato anomalie

L'inflazione
e i crescenti
disavanzi
esterni ...

vantaggiosi tassi di swap, mentre solo il 20% dei proventi esteri delle imprese doveva essere cambiato al tasso ufficiale. Nondimeno, lo Stato si riservava il diritto di acquistare un ulteriore 30% a uno specifico tasso di swap. Di fatto, ciò gli consentiva di accaparrarsi il 50% degli introiti delle esportazioni per finanziare importazioni ufficiali o "pianificate" (come taluni prodotti agricoli o destinati alle industrie statali) oppure per costituire riserve ufficiali. Le importazioni "non pianificate" dovevano essere pagate ai più onerosi tassi di swap. Questo meccanismo amplificava in effetti il potenziale impatto di un incremento delle importazioni non pianificate sui tassi di swap. Infatti, allorché lo Stato si avvaleva della facoltà di incamerare tutto il 50% dei proventi delle esportazioni, un uguale aumento delle esportazioni e delle importazioni fuori piano determinava pressioni al ribasso sui tassi di swap. Al tempo stesso, potevano accrescersi le riserve ufficiali. Il sistema potrebbe inoltre aver incoraggiato la non segnalazione di esportazioni. Infatti, secondo le statistiche ufficiali cinesi le vendite all'estero risultano inferiori alle importazioni dalla Cina notificate dai paesi industriali.

Verso la fine del 1991 una consistente svalutazione del tasso ufficiale, il forte calo dell'inflazione e un'ampia eccedenza delle partite correnti avevano ridotto lo scarto fra il tasso ufficiale e i tassi di swap a meno del 10%. Ma la speranza che le autorità sarebbero riuscite a unificare i tassi di cambio è stata in seguito frustrata dalla recrudescenza dell'inflazione. Inoltre, nel 1993 le ampie riduzioni dei dazi all'importazione (che restano comunque molto elevati rispetto agli standard internazionali, specie nel settore dei beni di consumo) hanno alimentato un boom delle importazioni che, secondo le cifre ufficiali cinesi, ha contribuito al deterioramento di \$14 miliardi della bilancia mercantile.



Questi sviluppi hanno messo a dura prova il meccanismo valutario. Nel corso dell'anno i ripetuti tentativi delle autorità di arginare la caduta dei tassi di *swap* (sia mediante interventi sul mercato, sia con misure amministrative) hanno dirottato transazioni verso il mercato nero e si sono in definitiva dimostrati vani. Il tasso di *swap* è fortemente calato per poi risalire e stabilizzarsi intorno a 8,7 yuan per un dollaro negli ultimi mesi del 1993 (grafico precedente). Alla fine dell'anno il governo ha abolito il tasso ufficiale, mantenendo un unico tasso a fluttuazione controllata. Durante i primi mesi del 1994 la valuta si è stabilizzata al tasso prevalente sui mercati *swap* prima della riforma, ossia a circa un terzo al disotto del vecchio tasso ufficiale. Benché le autorità prevedano di sostituire i centri di *swap* con un unico mercato valutario interbancario, finora le imprese straniere hanno dovuto continuare a condurre le loro operazioni valutarie presso tali centri.

...sottopongono
il sistema a forti
sollecitazioni

Questi mutamenti avranno un impatto notevole sull'interscambio della Cina. Il drastico aumento del costo in valuta locale delle importazioni ufficiali aggraverà la situazione delle imprese statali, già pesantemente in perdita. D'altro lato, l'unificazione dei tassi di cambio avvantaggerà gli investitori esteri che erano tenuti a collocare fondi al tasso ufficiale, ma potevano rimpatriare i profitti soltanto al tasso di *swap*. Posto che gli indici dei prezzi al consumo possano ritenersi una misura esatta e adeguata dell'inflazione, il tasso di cambio effettivo reale per gli esportatori risulta essersi deprezzato di oltre il 20% tra il 1990 e la fine del 1993 (grafico precedente). Un così ampio deprezzamento non è inusuale per un paese che attui una vasta liberalizzazione commerciale. Purtuttavia il considerevole stimolo impartito alle esportazioni rende ancora più necessaria l'attuazione di provvedimenti per contenere la crescita della domanda interna. Va quindi giudicato positivamente il fatto che le recenti misure di restrizione creditizia abbiano rafforzato l'effetto del deprezzamento nel limitare la domanda di importazioni ed abbiano così contribuito ad un nuovo incremento delle riserve valutarie.

Impatto dell'unifi-
cazione valutaria

Le NIEs dell'Asia

La crescita estremamente rapida della Cina ha fornito un forte impulso alle altre economie asiatiche. Tra gli ulteriori elementi che spiegano la perdurante dinamicità dell'Asia vi sono il vigore di fondo della domanda interna e l'elevata elasticità dell'offerta di lavoro.

In questa regione la recente sostenutezza della domanda interna ha le sue radici nel precedente periodo di rapida crescita economica, spesso trainata dalle esportazioni, che aveva sottoposto a forti sollecitazioni le economie interne. In particolare, situazioni di acuta scarsità di manodopera nella Corea del Sud e a Taiwan avevano determinato decisi incrementi dei salari reali e dei consumi. Inoltre il periodo di crescita tumultuosa aveva gravemente sovraccaricato le infrastrutture dei trasporti e delle comunicazioni, creando una domanda di grandi investimenti pubblici.

Vigore della
domanda interna

I più elevati salari reali nei paesi che per primi si erano industrializzati hanno indotto le imprese ad investire massicciamente nei paesi vicini con un minor costo del lavoro, assicurandosi così un'offerta di lavoro elastica, non più

Investimenti
diretti esteri
all'interno dell'Asia

disponibile nei paesi d'origine. In questo modo i flussi degli investimenti diretti intra-asiatici hanno accelerato l'integrazione nell'economia internazionale dei paesi a basso costo del lavoro ed hanno stimolato la loro domanda di importazioni non solo di beni strumentali, ma anche di componenti ad alto contenuto tecnologico, da utilizzare in loco nei processi di trasformazione industriale.

Trasformazione
dell'interscambio
delle NIEs

Corea del Sud

Taiwan

Poiché le imprese delle NIEs hanno dislocato la loro produzione manifatturiera ad alta intensità di lavoro verso altri paesi dell'Asia, la loro quota di mercato mondiale è diminuita mentre è aumentata quella delle esportazioni di prodotti più sofisticati. Il recente apprezzamento dello yen ha favorito questa evoluzione, rafforzando notevolmente la posizione degli esportatori della Corea del Sud e di Taiwan rispetto ai concorrenti giapponesi. Per esempio, le esportazioni sud-coreane di prodotti ad elevata intensità di lavoro hanno subito un ridimensionamento, sotto l'impatto della rapida espansione della capacità produttiva in altri paesi asiatici con un più basso livello salariale; sono per contro nettamente aumentate quelle di automobili, computer ed altri prodotti (in cui il maggiore concorrente è il Giappone). Questo rilancio delle esportazioni è stato il principale fattore alla base del primo saldo attivo delle partite correnti della Corea del Sud registrato dal 1989. Esso peraltro ha determinato un'impennata delle importazioni dal Giappone, paese da cui la Corea del Sud è fortemente dipendente per i beni strumentali e per la componentistica elettronica. Di conseguenza, il deficit bilaterale nei confronti del Giappone è rimasto immutato. Le esportazioni di Taiwan, stimulate dal recente deprezzamento della moneta di questo paese, hanno avuto un profilo analogo; tuttavia il surplus commerciale è diminuito a causa della rapida espansione delle importazioni. Anche a Singapore il boom delle esportazioni di computer e prodotti connessi, non soltanto verso gli Stati Uniti, ha limitato il peggioramento delle partite correnti.

Altri paesi in via di sviluppo

Disavanzi con
l'estero in
America Latina e
in Asia...

... che rispec-
chiano il vigore
della domanda
interna...

... e i maggiori
afflussi di capitale

Lo scorso anno il deficit di parte corrente dei PVS (escluse le NIEs) è salito a \$91 miliardi, equivalenti a circa il 12% delle loro esportazioni totali di beni e servizi, rispetto a meno del 10% nel 1992. Il peggioramento è stato particolarmente pronunciato in America Latina, dove il disavanzo ha superato il 23% delle esportazioni, toccando il livello più elevato dalla crisi debitoria del 1982. In Asia la causa principale del disavanzo va attribuita all'inversione di flusso per \$16 miliardi subita dalla bilancia corrente della Cina, passata da un'eccedenza a un saldo negativo. Per contro, nel 1993 si è ridotto il disavanzo delle partite correnti del resto dell'Asia.

I due fattori comuni alla base del disavanzo esterno di entrambi i continenti sono una rapida espansione della domanda interna e un considerevole aumento degli afflussi di capitali privati. Durante gli ultimi tre anni la domanda interna in ambedue le regioni è stata più sostenuta che altrove. Il grafico a pagina 80 illustra il ruolo delle condizioni cicliche sulle variazioni della bilancia commerciale reale di alcuni PVS. Gli ingenti afflussi di capitale (si veda il Capitolo VII) hanno allentato i vincoli finanziari che negli anni ottanta limitavano la crescita delle importazioni dell'America Latina ed hanno contribuito alla

Bilancia delle partite correnti dei PVS

Paesi e aree	Saldo delle partite correnti			di cui:					
				saldo commerciale			saldo dei redditi da capitale		
	1991	1992	1993 ¹	1991	1992	1993 ¹	1991	1992	1993 ¹
in miliardi di dollari USA									
Totale PVS ²	-92,0	-72,8	-90,9	19,0	-2,9	-11,4	-47,4	-49,3	-55,0
Africa	-4,9	-7,4	-7,9	8,7	3,3	2,4	-17,6	-17,1	-16,9
Cina	13,3	6,4	-9,6	8,7	5,2	-9,1	0,8	0,2	-0,3
Altri paesi asiatici ²	-21,5	-20,2	-15,4	-12,2	-9,9	-4,0	-13,0	-12,6	-14,5
di cui: India ³	-2,1	-4,9	-0,5	-2,1	-4,1	-0,5	-3,7	3,6	3,4
Indonesia	-4,1	-3,7	-1,9	4,8	6,0	8,8	-5,5	-6,0	-6,1
Malaysia	-4,2	-1,6	-2,1	0,5	3,4	3,4	-2,4	-2,9	-3,1
Tailandia	-7,4	-6,1	-6,5	-6,0	-4,2	-4,3	-2,0	-2,3	-2,7
Medio Oriente	-60,4	-17,6	-18,6	7,9	10,7	14,6	14,4	10,8	8,3
America Latina	-16,6	-31,2	-36,8	13,0	-3,9	-8,6	-29,2	-28,0	-28,9
di cui: Argentina	-2,8	-8,4	-7,6	4,4	-1,5	-2,5	-5,6	-4,6	-3,9
Brasile	-1,4	6,3	-0,6	10,6	15,5	13,1	-9,7	-8,1	-9,0
Cile	0,1	-0,6	-2,1	1,6	0,7	-1,0	-1,8	-1,9	-1,5
Messico	-13,8	-22,8	-20,5	-11,3	-20,7	-18,8	-7,1	-7,5	-8,5

¹ Dati parzialmente stimati. ² Eccetto le NIEs. ³ Anno finanziario iniziante ad aprile.

rapida industrializzazione in Asia. Inoltre, la deregolamentazione del commercio attuata da molti paesi ha liberato una domanda latente di importazioni.

Tuttavia, un'importante differenza è che le esportazioni latino-americane sono aumentate molto meno di quelle asiatiche. Nel 1993 il volume di esportazioni dell'America Latina è aumentato di circa il 20% rispetto al 1990, mentre quello delle importazioni si è accresciuto del 50%. In Asia invece l'espansione delle importazioni e delle esportazioni è stata più equilibrata, collocandosi in entrambi i casi attorno al 40%.

L'andamento dell'interscambio di molti paesi latino-americani ha risentito del forte apprezzamento del tasso di cambio reale a partire dal 1990, specie in Argentina, Colombia, Messico e Perù, dove negli ultimi anni i saldi commerciali sono nettamente peggiorati. D'altro lato, in Cile il mantenimento della competitività ha favorito la crescita delle esportazioni reali; il disavanzo commerciale riflette piuttosto il deterioramento delle ragioni di scambio. Negli ultimi anni il Brasile ha costituito un caso a sé: con un tasso di cambio reale alquanto deprezzato, l'eccedenza commerciale è rimasta ampia lo scorso anno, ma si è annullato l'avanzo delle partite correnti.

In Asia negli ultimi anni i tassi di cambio effettivi reali sono stati abbastanza stabili. In Indonesia, Malaysia e Tailandia il mantenimento dei guadagni di competitività, derivanti dal deprezzamento del dollaro a metà degli anni ottanta, ha facilitato la costante crescita delle esportazioni; tuttavia il fortissimo aumento delle importazioni, indotto dagli investimenti, ha determinato considerevoli disavanzi correnti in tutti e tre i paesi.

L'India si è maggiormente integrata nel commercio mondiale. Tre anni orsono le autorità – di fronte a un disavanzo esterno corrente di oltre

Competitività e dinamica dell'interscambio in America Latina

Crescita delle importazioni in Asia trainata dagli investimenti

Riforme in India

il 3% del PIL, a fughe di capitali, a un crescente indebitamento con l'estero e all'esaurimento delle riserve – avevano adottato misure per inasprire le politiche fiscali e monetarie, ridurre l'interferenza statale, (snellendo tra l'altro le procedure di approvazione degli investimenti esteri) e rendere più competitivo il tasso di cambio (mediante una svalutazione di circa il 19% rispetto al dollaro). Durante il 1992 e il 1993 una seconda tornata di provvedimenti si è incentrata sulla riforma del mercato finanziario e sulla liberalizzazione commerciale, riducendo fra l'altro le barriere alle importazioni. Agli inizi del 1993 è stato inoltre unificato il sistema del doppio tasso di cambio (con un conseguente deprezzamento effettivo) e la rupia è stata resa convertibile per le transazioni commerciali. Queste riforme hanno portato a un netto miglioramento dei conti con l'estero dell'India: il deficit commerciale, che all'apice della crisi dell'anno finanziario 1990/91 sfiorava i \$7 miliardi, risultava quasi scomparso nel 1993/94. Il valore in dollari delle esportazioni è aumentato lo scorso anno del 20%. I maggiori afflussi di capitale hanno dato origine a spinte al rialzo sul tasso di cambio, rendendo così più difficile la conduzione della politica monetaria.

Ampia svalutazione del franco CFA

Nel gennaio 1994 la svalutazione del 50% del franco CFA rispetto a una parità nei confronti del franco francese in vigore fin dal 1948 (insieme a una svalutazione del 33% per il franco delle Comore) ha offerto l'occasione a questi paesi di riacquistare competitività e di riequilibrare le loro economie. Il forte calo dei prezzi in dollari delle materie prime a metà degli anni ottanta, seguito dall'apprezzamento del franco francese rispetto al dollaro alla fine del decennio, aveva reso i loro settori di esportazione decisamente non competitivi, facendo salire le importazioni a un livello che i proventi delle vendite all'estero non potevano finanziare. Aiuti esterni di grande portata sono previsti per attutire lo shock derivante dall'aggiustamento a una parità di cambio più realistica.

Investimenti diretti esteri

Fattori ciclici alla base dei deflussi di capitale dai paesi industriali

La struttura dei deflussi di capitale per investimenti diretti ha rispecchiato le differenze nella posizione ciclica dei paesi investitori. Infatti, a un'ingente espansione dei flussi in uscita dagli Stati Uniti e dal Regno Unito ha fatto riscontro una diminuzione significativa di quelli provenienti dal resto del mondo industriale. La somma dei deflussi di Stati Uniti e Regno Unito è aumentata di oltre \$22 miliardi e ha costituito circa la metà dei deflussi totali dei paesi industriali. Un calo di quasi eguale ampiezza si è invece registrato per i flussi in uscita dai paesi dell'Europa continentale, tra i quali il Belgio e la Francia hanno fatto segnare le contrazioni più pronunciate.

Diminuzione dell'investimento estero giapponese

Gli investimenti all'estero del Giappone sono nuovamente diminuiti. I rendimenti assai modesti sui capitali investiti in passato potrebbero avere scoraggiato nuovi investimenti: secondo le statistiche di bilancia dei pagamenti, i redditi da capitale totali negli ultimi anni sono stati in media solo di \$8 miliardi all'anno, su uno stock di investimenti diretti esteri (IDE) cumulativo stimato in \$250 miliardi. Nonostante la ripresa economica degli Stati Uniti nel 1993, le affiliate statunitensi di proprietà giapponese hanno subito ulteriori

Struttura globale degli investimenti diretti

	1976-80	1981-85	1986-90	1990	1991	1992	1993*
	in miliardi di dollari USA, medie annue						
Deflussi totali	39,5	43,0	162,8	217,4	184,5	173,5	173,4
Paesi industriali	38,7	41,3	154,0	203,5	173,3	158,9	152,5
di cui: Stati Uniti	16,9	8,4	25,1	27,1	29,1	34,8	50,2
Giappone	2,3	5,1	32,1	48,0	30,7	17,2	13,7
Regno Unito	7,8	9,2	28,1	19,4	16,0	18,5	25,4
Altri paesi europei	9,8	14,6	59,4	102,8	90,1	85,1	54,2
PVS	0,8	1,7	8,9	14,0	11,2	14,5	20,8
di cui: Asia	0,1	1,1	7,8	12,5	9,3	12,9	19,0
America Latina	0,2	0,2	0,6	1,0	1,2	0,3	0,5
Afflussi totali	31,8	52,6	147,6	193,9	152,5	140,3	175,7
Paesi industriali	25,3	34,9	124,1	161,0	111,0	85,9	101,5
di cui: Stati Uniti	9,0	19,1	53,1	48,0	24,0	2,4	31,5
Giappone	0,1	0,3	0,3	1,8	1,4	2,7	0,1
Regno Unito	5,6	4,3	21,7	32,5	16,2	16,8	14,5
Altri paesi europei	8,7	9,9	38,8	63,6	57,5	54,1	50,7
PVS	6,5	17,7	23,5	32,8	41,6	54,4	74,2
di cui: Asia	2,1	4,9	13,7	20,2	23,3	32,7	47,5
Europa orientale	0,0	0,0	0,2	0,6	2,5	3,4	5,0
America Latina	3,7	4,7	5,8	6,8	11,3	13,8	17,5

* Dati parzialmente stimati.

perdite. Secondo stime del MITI, i rendimenti degli investimenti giapponesi nei paesi asiatici sono stati sistematicamente molto più elevati; inoltre, il rafforzamento dello yen ha ulteriormente stimolato gli investimenti nei paesi asiatici a bassi salari, segnatamente in Cina.

Fattori ciclici hanno parimenti determinato un forte incremento degli investimenti esteri negli Stati Uniti, i quali sono tuttavia rimasti ben inferiori agli elevati livelli degli ultimi anni ottanta. A causa del calo fatto registrare dall'Europa, gli afflussi lordi verso l'insieme dei paesi industriali sono ammontati a circa \$ 100 miliardi. Nel 1993 lo sviluppo più significativo è stato il rapido aumento degli investimenti diretti esteri verso l'area in via di sviluppo. Secondo stime preliminari, gli afflussi totali sotto forma di IDE ammonterebbero a circa \$ 75 miliardi e costituirebbero pertanto la maggiore fonte di finanziamento esterno dei PVS.

Diverse sono le cause che spiegano questo fenomeno. Il ruolo notevolmente accresciuto dei paesi asiatici nel commercio mondiale, compreso quello intraregionale, è un primo importante fattore. Lo scorso anno oltre \$ 45 miliardi sono affluiti nei PVS dell'Asia. Le statistiche di bilancia dei pagamenti indicano un incremento di \$ 14 miliardi negli IDE verso la Cina, ammontanti nell'insieme a circa \$ 25 miliardi. Benché tale cifra sia gonfiata da capitali cinesi riaffluiti in patria attraverso Hong Kong (per beneficiare di agevolazioni fiscali o di altra natura concesse agli investitori stranieri), non vi è dubbio che il boom economico della Cina abbia fortemente stimolato gli investimenti esteri. Gli IDE in Malaysia e Indonesia si sono invece ridotti, dopo

Boom degli investimenti diretti esteri nelle aree in via di sviluppo che riflette...

... la crescente quota dell'inter-scambio dell'Asia...

anni di ingenti afflussi: gli investimenti approvati lo scorso anno sono nettamente calati, anche per effetto della concorrenza cinese. La Corea del Sud, Taiwan e quasi certamente Hong Kong sono divenuti negli ultimi anni importanti fornitori netti di IDE, in particolare verso altri paesi asiatici. Anche la Cina è divenuta un investitore di rilievo, con un ammontare di investimenti complessivi verso Hong Kong stimati in \$ 13 miliardi a fine 1993.

...gli accordi
regionali
di scambio ...

Un secondo fattore è che gli accordi regionali di scambio hanno reso più attraenti alcuni paesi come base per attività manifatturiere orientate all'esportazione. L'accordo NAFTA, che ha ridotto le restrizioni agli investimenti diretti esteri, ha probabilmente avuto un effetto di questo genere nel caso del Messico. Conseguenze analoghe potrebbero derivare dagli Accordi di Associazione dell'UE con i paesi dell'Europa orientale. Anche altri paesi hanno ridotto le restrizioni agli investimenti esteri; ad esempio, in Cile gli investimenti sono stati stimolati consentendo agli operatori esteri di sfruttare le risorse naturali del paese.

... e le privatizza-
zioni

Un ultimo fattore è costituito dalle privatizzazioni. Questo aspetto è stato particolarmente importante in Europa orientale; secondo una stima, più della metà dei proventi delle privatizzazioni sarebbe provenuta dall'estero. Lo scorso anno queste ultime hanno svolto un ruolo di rilievo anche in America Latina, e in particolare in Argentina, paese in cui è affluito più di un terzo del totale degli investimenti diretti in quest'area, mentre la loro importanza è stata secondaria in Asia. Come sarà analizzato nel Capitolo VII, gli investimenti collegati al processo di privatizzazione rappresentano un cambiamento di proprietà di beni patrimoniali già esistenti, e non costituiscono di per sé una nuova formazione di capitale fisso.

V. I mercati internazionali dei capitali

Aspetti salienti

Lo scorso anno, mentre le tradizionali operazioni bancarie iscritte a bilancio hanno risentito negativamente dei timori a riguardo della qualità del credito e di vari altri fattori, ciclici e di lungo periodo, un'ampia parte del finanziamento internazionale totale è stata nuovamente intermediata dai mercati mobiliari. Le emissioni di titoli sia lorde che nette hanno raggiunto nuovi massimi, stimolate dalla tendenza calante dei tassi d'interesse e dalla crescente popolarità delle *euronotes* a medio termine, delle emissioni globali e dei titoli "su misura" collegati a strumenti derivati. La crescita delle attività bancarie internazionali si è mantenuta ben al disotto della media degli anni 1987-90 ed ha compreso un ampio volume di titoli acquistati dalle banche per proprio conto, dando così luogo a una sovrapposizione senza precedenti fra i due segmenti di mercato. Nel contempo, la perdurante variabilità dei tassi d'interesse e di cambio ha ulteriormente incoraggiato l'impiego, da parte di un numero crescente di operatori, degli strumenti derivati trattati sia in borsa che fuori borsa. Le condizioni instabili dei mercati finanziari potrebbero parimenti aver contribuito a un certo risveglio dell'interesse per l'oro.

Nel 1993 si è accentuata l'interdipendenza tra i mercati a livello mondiale, rendendo ancor più labile la demarcazione tra finanziamento bancario e mobiliare, titoli interni e internazionali, strumenti a pronti e derivati, nonché fra le diverse categorie di questi ultimi; la crescente integrazione ha inoltre stimolato i flussi internazionali di capitali. L'assunzione di nuove posizioni sui mercati dei cambi, dei titoli e degli strumenti derivati si è tradotta in ampi flussi bancari fra i centri europei. Inoltre, le banche hanno intensificato l'attività di negoziazione ed i servizi connessi, traendo da tale fonte una quota crescente dei loro proventi. Nei mercati mobiliari, il maggiore ricorso alle obbligazioni globali, emesse simultaneamente su mercati interni ed esteri, ha migliorato la liquidità, mentre i programmi per l'emissione di *euro-medium-term notes* (EMTN) con opzioni multivalutarie hanno consentito un grado di flessibilità non disponibile a livello prettamente interno. Il proliferare di prodotti congegnati ad hoc, come i titoli "strutturati", il cui profilo iniziale in termini di rischio/rendimento è modificato dall'inclusione di elementi propri degli strumenti derivati, ha dato origine a nuove operazioni, accentuando ulteriormente l'integrazione fra diversi segmenti del mercato. Infine, i crescenti legami fra i vari strumenti derivati – *futures*, opzioni e *swaps* – hanno concorso ad aumentare il volume delle transazioni e la liquidità, sebbene sia difficile accertare il contributo netto che ne è derivato ai sottostanti mercati a pronti.

In diversi paesi sono stati adottati provvedimenti volti a rimuovere le distorsioni competitive e a facilitare il finanziamento internazionale dei

Finanziamento netto sui mercati internazionali (stime)							
Componenti del finanziamento internazionale netto	Variazioni ¹						Consistenze a fine 1993 ²
	1988	1989	1990	1991	1992	1993 ²	
	in miliardi di dollari USA						
Totale attività esterne delle banche dichiaranti ³	436,1	684,9	608,3	- 54,7	189,9	274,7	6.464,9
Attività sull'interno in valuta estera	74,8	122,2	106,0	- 48,7	- 25,7	- 13,4	1.127,3
meno: ridepositi interbancari	250,9	397,1	249,3	- 183,3	- 30,8	96,3	3.812,3
A = Credito bancario internazionale netto ⁴	260,0	410,0	465,0	80,0	195,0	165,0	3.780,0
B = Collocamenti netti di euronotes	19,9	8,0	33,0	34,9	40,4	72,7	255,8
Totale emissioni obbligazionarie internazionali perfezionate	221,6	264,7	239,8	319,7	342,2	466,4	
meno: rimborsi e riacquisti	82,5	89,6	107,7	149,3	222,9	282,6	
C = Finanziamento netto mediante obbligazioni internazionali	139,1	175,0	132,1	170,5	119,3	183,8	1.849,8
D = A + B + C = Totale finanziamento internazionale	419,0	593,1	630,1	285,4	354,7	421,5	5.885,7
meno: duplicazioni ⁵	69,0	78,1	80,1	40,4	74,7	121,5	705,7
E = Totale finanziamento internazionale netto	350,0	515,0	550,0	245,0	280,0	300,0	5.180,0

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.

¹ I dati sulle posizioni bancarie e, dal 1990, sui collocamenti in *euronotes* si riferiscono a variazioni nelle consistenze convertite a tassi di cambio costanti di fine trimestre; i dati sul finanziamento obbligazionario si riferiscono a flussi convertiti ai tassi di cambio vigenti alle date di annuncio dell'emissione. ² Dati provvisori. ³ 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 filiali di banche USA a Panama. ⁴ Esclusi i ridepositi stimati fra banche dichiaranti. ⁵ Obbligazioni internazionali acquisite dalle banche dichiaranti, nella misura in cui figurano nelle statistiche bancarie come crediti verso non residenti.

disavanzi del settore pubblico. I governi hanno lanciato grandi emissioni ad elevata liquidità, hanno incoraggiato la denominazione nelle rispettive monete nazionali delle euroobbligazioni e dei programmi EMTN e hanno favorito la diffusione di contratti derivati sui titoli di Stato. Attraendo capitale alla ricerca di mercati secondari liquidi, queste misure hanno contribuito all'espansione del mercato. L'elevata liquidità, gli ingenti investimenti internazionali e i riflussi di fondi per rimborsi in conto capitale e pagamenti per interessi hanno reso possibile il collocamento di un ampio volume di emissioni del settore pubblico, una ripresa della domanda di finanziamento delle imprese in taluni paesi e il lancio di nuove emissioni nell'area in via di sviluppo.

Gli andamenti dei tassi d'interesse e di cambio si sono fatti sentire in vari modi. Nel settore bancario, lo spostamento dei mutuatari dalle forme tradizionali di credito alle emissioni di titoli è stato più che compensato dall'aumento delle operazioni collegate a valute e a prestiti contro valori mobiliari. Quanto all'attività in titoli, le turbolenze sui mercati dei cambi non sembrano aver avuto significative ripercussioni sulla composizione per valute delle emissioni, fatta eccezione forse per l'ECU. Infine, nel comparto dei derivati, l'espansione degli strumenti di tasso d'interesse, registrata sia in borsa che fuori borsa, ha

tratto impulso dalle aspettative di un calo generale dei tassi d'interesse. D'altra parte, la crisi in seno agli AEC non ha comportato nel complesso un sensibile aumento degli strumenti derivati collegati a valute, in quanto gli operatori hanno continuato a fare ricorso ai tradizionali mercati a pronti e a termine a fini di copertura e per l'assunzione di posizioni.

Il mercato bancario internazionale

La crescita degli aggregati lordi e netti del credito bancario internazionale, pari rispettivamente a \$261 miliardi (4%) e a \$165 miliardi (5%), è rimasta modesta rispetto alla seconda metà degli anni ottanta. Dal lato delle passività, le banche dichiaranti hanno fatto ampio ricorso alla liquidità disponibile sui mercati interni per compensare il minor volume di depositi esterni affluiti da soggetti non bancari nell'area industriale e la contrazione di quelli provenienti dalle altre aree. Benché il declassamento di talune banche a operatività internazionale possa averne pregiudicato la capacità di attrarre depositi, non si sono avute indicazioni di una carenza nell'offerta di fondi. Invero, le condizioni sul mercato dei prestiti consorziali, dove una quota elevata di facilitazioni annunciate (\$221 miliardi) è rappresentata da operazioni di rifinanziamento o da linee di credito precauzionali, indicherebbero il contrario. La concorrenza per accaparrare mutuatari di prim'ordine si è inasprita, traducendosi in una riduzione degli *spreads* e delle commissioni per tali prenditori, mentre il mercato si è aperto a nuovi clienti. Tuttavia, l'elevata liquidità non ha ridotto la selettività nell'erogazione del credito, come dimostra la maggiore differenziazione nelle condizioni di costo fra le varie categorie di mutuatari.

Modesta crescita del credito bancario ...

... ma senza scarsità di fondi mutuabili

Persistente atteggiamento selettivo dei creditori

Attività in base ai singoli centri dichiaranti e alla nazionalità di appartenenza delle banche dichiaranti

Analogamente al 1992, si è potuto osservare un netto contrasto fra l'espansione delle operazioni in Europa e la loro contrazione negli Stati Uniti e in Giappone. Il calo delle attività in questi ultimi due paesi è attribuibile all'ulteriore contrazione delle posizioni internazionali delle banche giapponesi. Mentre nel 1991-92 il loro ridimensionamento aveva rispecchiato in ampia misura un vero e proprio ritiro dal mercato interbancario internazionale, lo scorso anno esso è derivato dalla riduzione di posizioni esterne fra stabilimenti collegati. Particolarmente colpiti da questo andamento sono stati il *Japan Offshore Market* di Tokyo e le *International Banking Facilities* di New York. In effetti, la flessione delle attività sull'estero delle banche situate negli Stati Uniti è dovuta a una contrazione di entità ancor maggiore delle attività esterne delle affiliate di banche giapponesi in questo paese.

Andamenti contrastanti fra i singoli centri...

Se si aggregano le attività internazionali delle banche dichiaranti sulla base del paese di appartenenza, il leggero incremento in termini di dollari correnti registrato dalle banche giapponesi si traduce in un calo di circa \$50 miliardi al netto degli effetti di cambio (dopo una contrazione cumulativa di \$400 miliardi, ossia del 20%, nei due anni precedenti). Per contro, l'attività internazionale delle banche USA ha tratto beneficio dalla migliorata affidabilità

... e fra gruppi bancari di diversa nazionalità

Aspetti salienti dell'attività bancaria internazionale					
Impieghi e raccolta del credito bancario internazionale	Variazioni depurate dagli effetti di cambio				Consistenze a fine 1993*
	1990	1991	1992	1993*	
	in miliardi di dollari USA				
A = Attività verso paesi esterni all'area dichiarante <i>di cui: verso soggetti non bancari</i>	- 11,9 - 9,6	8,1 - 0,7	66,2 18,2	17,2 5,3	829,3 417,5
B = Attività verso residenti all'interno dell'area dichiarante	680,8	- 103,9	95,6	227,1	6.629,6
1) Attività verso soggetti non bancari	284,4	100,8	90,5	118,6	1.982,2
2) Impiego di fondi per crediti sull'interno	147,1	- 21,3	35,9	12,1	835,2
3) Ridepositi interbancari	249,3	- 183,3	- 30,8	96,3	3.812,3
C = Partite non classificate	45,4	- 7,6	2,4	17,0	133,4
D = A + B + C = Totale attività bancarie internazionali lorde	714,3	- 103,3	164,2	261,3	7.592,3
E = D - B 3) = Credito bancario internazionale netto (stime)	465,0	80,0	195,0	165,0	3.780,0
A = Passività verso paesi esterni all'area dichiarante <i>di cui: verso soggetti non bancari</i>	92,0 37,6	- 12,3 - 12,2	13,7 - 9,0	- 15,4 - 20,8	706,7 291,9
B = Passività verso residenti all'interno dell'area dichiarante	626,4	- 201,7	100,8	81,2	6.131,4
1) Passività verso soggetti non bancari	175,7	16,5	101,8	51,8	1.294,9
2) Offerta di fondi interni	165,3	20,3	54,7	97,9	1.331,2
3) Ridepositi interbancari	285,4	- 238,5	- 55,6	- 68,4	3.505,3
C = Partite non classificate	32,0	55,5	24,9	30,8	447,2
D = A + B + C = Totale passività bancarie internazionali lorde	750,4	- 158,5	139,4	96,6	7.285,3

* Dati provvisori.

* Dati provvisori.

creditizia, come dimostrano i più elevati *rating* loro attribuiti in diversi casi dalle agenzie specializzate e la solida posizione nell'attività di sottoscrizione e di negoziazione. In particolare, si è avuta un'espansione delle posizioni delle affiliate londinesi di queste banche e del loro credito diretto alla clientela non bancaria.

L'attività internazionale delle banche europee si è fortemente differenziata a seconda dei paesi. Mentre la maggior parte delle banche dei paesi UE ha accresciuto in misura significativa le proprie attività sull'estero, le istituzioni di altri paesi hanno sensibilmente ridotto la loro presenza sul mercato. Nei paesi nordici le banche hanno continuato a essere oberate da prestiti in sofferenza e, analogamente a quelle italiane, hanno registrato rimborsi di crediti in valuta da parte di residenti all'indomani della tempesta valutaria del 1992. Nel caso delle banche svizzere, il rallentamento delle operazioni è dovuto ad una contrazione più che proporzionale della tradizionale attività d'intermediazione fiduciaria, mentre il credito diretto al settore non bancario ha avuto un andamento sostenuto. Anche tra le banche che hanno ampliato le loro operazioni sull'estero vi è stata una tendenza a ridurre le posizioni intragruppo, la cui quota sul totale delle attività internazionali dichiarate è diminuita di un ulteriore punto percentuale, passando al 27%.

Posizioni sull'estero delle banche nei singoli centri dichiaranti

Paese di residenza delle banche dichiaranti	Attività					Passività				
	Variazioni depurate dagli effetti di cambio				Consi- stenze a fine 1993*	Variazioni depurate dagli effetti di cambio				Consi- stenze a fine 1993*
	1990	1991	1992	1993*		1990	1991	1992	1993*	
	in miliardi di dollari USA									
Totale paesi	608,3	-54,7	189,9	274,7	6.464,9	646,8	-130,7	110,2	32,7	6.266,1
Regno Unito	86,1	-51,9	87,7	50,8	1.052,7	104,6	-43,7	65,5	36,5	1.134,1
Giappone	72,6	-35,9	-57,9	-6,6	918,6	47,0	-127,9	-128,8	-38,8	688,4
Stati Uniti	-28,2	6,8	-24,7	-17,1	542,7	-2,5	1,2	38,2	27,1	715,4
Francia	64,6	-14,5	75,0	64,9	514,6	88,1	18,7	23,6	11,4	492,0
Germania	72,5	10,2	6,1	95,1	446,0	46,8	12,3	50,4	43,1	301,4
Svizzera	45,8	-6,5	6,0	-12,3	358,6	42,8	0,1	3,8	-9,7	287,2
Paesi Bassi	21,8	7,3	6,1	4,1	172,8	20,1	3,2	17,9	3,7	155,3
Spagna	9,4	8,3	25,4	55,6	116,9	17,9	9,9	14,8	9,1	87,7
Italia	2,4	4,5	4,2	13,6	113,5	6,7	25,0	31,4	-19,8	214,1
Centri dei Caraibi	65,8	4,0	-18,4	8,7	599,5	78,9	1,8	-11,5	-1,6	589,5
Centri asiatici	117,5	-5,3	21,7	-0,5	868,2	101,2	-20,3	17,6	-2,8	840,4
Altri paesi	77,9	18,4	58,6	18,5	760,8	95,2	-11,0	-12,5	-25,4	760,5

* Dati provvisori.

* Dati provvisori.

Andamenti per valute

I rinnovati episodi di tensione in seno agli AEC agli inizi e a metà del 1993 hanno comportato una rilevante concessione di crediti sull'estero in moneta nazionale da parte delle banche in Francia, Spagna, Italia e Danimarca, per soddisfare la domanda d'indebitamento nelle rispettive valute a scopi di copertura o speculativi. Poiché i fondi sono stati spesso convogliati tramite gli euromercati prima di giungere alla loro destinazione finale, si è prodotta una moltiplicazione delle transazioni notificate. Mentre in Francia i deflussi di fondi sono stati all'incirca dello stesso ordine di grandezza del 1992, negli altri tre paesi essi hanno raggiunto livelli senza precedenti.

Inoltre, la forte espansione delle transazioni in titoli in Europa si è accompagnata a ingenti flussi bancari. In particolare, le acquisizioni estere di obbligazioni tedesche hanno dato luogo a deflussi corrispondenti di fondi in marchi dalle banche in Germania. Le esportazioni di fondi da parte delle banche tedesche si sono fortemente concentrate nel quarto trimestre, allorché l'annuncio dell'imminente modifica della ritenuta fiscale sui redditi da interessi ha indotto i residenti tedeschi a liquidare parte delle loro disponibilità in fondi d'investimento esteri. L'esaurirsi di questa fonte di finanziamento ha a sua volta indotto le banche sull'euromercato a rifinanziarsi tramite il sistema bancario tedesco. Inoltre, l'assenza, verso la fine dell'anno, di un apprezzabile rientro dei precedenti deflussi netti tramite i sistemi bancari francese, spagnolo e italiano, avvenuti al culmine delle tensioni negli AEC, lascia presupporre la presenza di altri fattori esplicativi. La raccolta di fondi potrebbe essere stata in parte motivata dall'esigenza di coprire esistenti posizioni "lunghe" e, in un contesto di tassi a lungo termine calanti, gli operatori potrebbero aver finanziato le nuove acquisizioni di titoli mediante finanziamenti bancari a breve.

Ampi flussi valutari in Europa, dovuti alla crisi degli AEC...

... al boom delle operazioni in titoli e a modifiche dei regimi fiscali interni

Attività internazionali delle banche dichiaranti in base alla nazionalità di appartenenza¹

Paese d'origine delle banche dichiaranti	Attività totali					di cui: verso enti non collegati ²				
	Variazioni in dollari correnti				Consi- stenze a fine 1993 ³	Variazioni in dollari correnti				Consi- stenze a fine 1993 ³
	1990	1991	1992	1993 ³		1990	1991	1992	1993 ³	
	in miliardi di dollari USA									
Totale paesi	845,1	− 104,7	− 77,1	217,7	6.260,0	590,2	− 59,0	− 16,9	202,2	4.546,4
Giappone	152,9	− 190,0	− 256,3	5,5	1.683,4	81,4	− 129,0	− 142,1	29,8	1.105,7
Germania	163,9	29,6	44,6	103,2	786,6	127,0	15,0	25,8	57,5	595,3
Stati Uniti	− 15,4	− 2,3	7,5	37,0	693,4	− 25,5	19,8	27,6	36,8	349,9
Francia	122,3	− 10,5	89,4	33,2	688,4	83,0	− 21,1	79,1	34,5	560,1
Svizzera	34,8	14,2	− 3,1	− 10,2	386,6	23,8	8,9	− 9,8	4,4	278,7
Italia	73,5	21,7	9,5	− 32,0	374,5	64,6	14,7	− 2,6	− 29,0	322,6
Regno Unito	25,2	− 12,4	16,1	38,4	332,2	25,3	− 10,5	18,6	31,0	285,1
Paesi Bassi	42,2	15,8	5,2	8,5	212,9	31,2	15,6	0,9	− 2,5	166,6
Paesi nordici ⁴	71,8	− 3,2	− 50,0	− 38,1	187,5	56,5	− 8,6	− 50,2	− 28,0	136,3
Altri paesi	174,0	32,5	59,9	72,3	914,4	123,0	36,3	35,7	67,7	746,2

¹ Attività sull'estero in tutte le monete, più attività in valuta estera verso 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 attività esterne in moneta nazionale), Svezia e Svizzera; i dati per le banche USA comprendono anche le attività sull'estero dichiarate dalle filiali di banche USA nelle Bahamas, nelle Isole Cayman, a Panama, Hong Kong e Singapore. ² Banche non collegate, soggetti non bancari e istituzioni monetarie ufficiali. ³ Dati provvisori. ⁴ Danimarca, Finlandia, Norvegia (solo dal 1992) e Svezia.

Pur mancando per ora riscontri statistici diretti, vi sono chiare indicazioni che il credito bancario a fronte di titoli stia rapidamente diventando un importante strumento di gestione della liquidità in Europa.

Operazioni con soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante

Ingenti esportazioni di fondi interni da residenti non bancari tedeschi

Dal lato delle passività delle operazioni sull'estero delle banche con soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante, l'aspetto saliente del periodo in rassegna è costituito dall'aumento di \$ 12,5 miliardi nei depositi di residenti tedeschi. Ciò è probabilmente riconducibile in primo luogo all'elusione della ritenuta fiscale sui redditi da interessi introdotta in Germania nel gennaio 1993, benché in mancanza di dati dal Lussemburgo non sia possibile valutare appieno la portata di questo movimento. Al tempo stesso, le banche in Germania hanno ricevuto depositi per \$ 9,6 miliardi da residenti non bancari nei Paesi Bassi, presumibilmente a seguito del ricollocamento di fondi raccolti sotto forma di emissioni di titoli da parte di emanazioni finanziarie con sede in questo paese. L'unico altro importante gruppo di depositanti non bancari è costituito da residenti del Regno Unito e Belgio-Lussemburgo, di riflesso al ruolo svolto da questi paesi sui mercati bancari e mobiliari delle eurovalute. Negli altri paesi del Gruppo dei Dieci, il ristagno dei depositi non bancari sull'estero ha rispecchiato in alcuni casi il debole andamento del mercato interno (ad esempio in Giappone e in Francia) oppure una dislocazione di fondi dai depositi in eurodollari ad altri tipi di collocamento (negli Stati Uniti, a seguito della forte inclinazione della curva dei rendimenti).

Composizione per valute delle attività sull'estero delle banche ¹										
Valute	Valuta nazionale					Valuta estera				
	Variazioni depurate dagli effetti di cambio				Consistenze a fine 1993 ²	Variazioni depurate dagli effetti di cambio				Consistenze a fine 1993 ²
	1990	1991	1992	1993 ²		1990	1991	1992	1993 ²	
	in miliardi di dollari USA									
Totale valute	48,7	20,8	7,3	186,0	1.728,1	376,3	-74,2	179,3	80,5	3.269,2
Dollaro USA	-23,4	1,6	-18,4	-13,0	482,5	162,9	-78,0	78,5	3,9	1.723,4
Marco	29,6	- 6,4	-16,0	75,5	265,3	36,9	-10,5	75,6	36,2	497,6
ECU						21,3	15,8	12,3	5,7	162,0
Yen	19,9	20,8	-28,5	- 4,0	486,5	22,8	-43,6	-43,8	-18,8	143,7
Franco francese	8,9	5,5	49,5	41,3	145,0	28,9	14,0	6,9	20,2	117,8
Franco svizzero	10,4	- 8,2	- 8,5	- 0,4	86,2	9,0	1,1	4,2	-18,0	113,8
Sterlina	9,0	-10,0	24,0	15,0	99,3	25,1	-18,7	12,9	- 8,3	98,2
Lira	- 7,4	3,3	2,8	17,7	25,9	27,0	20,1	8,5	30,0	94,1
Peseta	0,2	1,7	10,6	36,2	45,2	..	..	..	..	..
Altre valute	1,5	12,6	- 8,1	17,8	92,3	42,5	25,7	24,2	29,7	318,6

¹ Solo banche nei paesi industriali dichiaranti. ² Dati provvisori.

¹ Solo banche nei paesi industriali dichiaranti. ² Dati provvisori.

Dal lato degli impieghi, va segnalata una forte espansione delle attività sull'estero verso soggetti non bancari situati negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Germania. Ad eccezione delle transazioni con residenti nel Regno Unito, amplificate dal ruolo di Londra come mercato eurovalutario, i nuovi crediti sono stati prevalentemente denominati nella moneta nazionale dei mutuatari e hanno rappresentato una quota significativa della crescita dei corrispondenti aggregati creditizi interni. L'espansione delle attività bancarie ha rispecchiato in ampia misura gli acquisti di titoli da parte delle banche stesse e, specie nel caso degli Stati Uniti, una ripresa dei crediti consorziali non destinati al rifinanziamento di prestiti già in essere. Hanno contribuito a questa espansione anche i movimenti circolari di fondi a breve per il tramite dell'euromercato, al fine di aggirare norme e imposizioni fiscali interne.

Espansione delle attività esterne stimolata da acquisti di titoli da parte delle banche

Operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante

La perdurante riluttanza delle banche ad erogare prestiti ad alcuni paesi, insieme al più agevole accesso dei mutuatari ai mercati obbligazionari ed azionari, ha raffrenato il credito bancario complessivo ai paesi esterni all'area. Lo spostamento verso altre forme di finanziamento è stato particolarmente pronunciato in America Latina, ma lo si è riscontrato anche in Asia, mentre l'atteggiamento di cautela delle banche è stata la causa principale del calo delle esposizioni verso l'Europa orientale ed il Medio Oriente. In quest'ultima area vi è stato parimenti un massiccio prelievo sui depositi, a seguito dei deboli introiti petroliferi dei paesi OPEC, degli elevati disavanzi di parte corrente e di bilancio e, nel caso dell'Iran, di difficoltà nel servizio del debito.

Modesta espansione del credito all'area esterna...

Lo scorso anno i paesi dell'Asia hanno nuovamente costituito il principale gruppo di prenditori di fondi dalle banche dichiaranti, avendo beneficiato in generale di una buona affidabilità creditizia unita al sostenuto andamento dell'economia. I flussi interbancari sono rimasti il principale canale di finanziamento

...mentre rimangono consistenti i flussi interbancari in Asia...

delle banche, e gli elevati tassi d'interesse locali hanno dato forte impulso ai crediti delle banche dichiaranti alla Malaysia, alla Thailandia e, in minor misura, a Taiwan. Si sono avuti, per contro, rimborsi netti da parte dell'India e un rallentamento del credito alla Corea del Sud, in quanto in entrambi i paesi gli ampi afflussi di capitali non bancari hanno facilitato il rimborso di passività ufficiali. In Indonesia, l'allentamento della politica monetaria è stato uno dei fattori all'origine della riduzione degli afflussi interbancari. Nonostante i tentativi delle autorità di moderare il ritmo di crescita dell'economia, i nuovi crediti alla Cina sono stati solo leggermente inferiori all'ammontare record del 1992. Con l'importante eccezione della Malaysia, che ha accumulato nuovi depositi per \$6,9 miliardi, i crediti bancari internazionali all'Asia non si sono tradotti in un sensibile incremento dei depositi di quest'area presso le banche dichiaranti.

Operazioni delle banche con soggetti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci										
Paesi di residenza della clientela non bancaria	Variazioni depurate dagli effetti di cambio								Consistenze a fine 1993	
	Posizioni sull'estero ¹				Per memoria: credito bancario interno e aggregati monetari ²				Posizioni sull'estero ^{1,3}	Per memoria: credito bancario interno e aggregati monetari ²
	1990	1991	1992	1993 ³	1990	1991	1992	1993		
	in miliardi di dollari USA									
Totale attività	193,0	84,2	112,2	141,8	823,6	593,0	702,5	632,5	1.183,0	17.173,5
Giappone	63,7	44,1	12,3	13,4	351,5	133,7	147,0	42,8	283,3	5.803,1
Stati Uniti	50,1	5,6	29,7	38,1	-12,5	13,0	111,1	194,6	344,1	4.652,0
Germania	2,5	9,5	35,0	34,7	141,7	174,9	191,5	199,0	150,2	2.213,2
Francia	5,6	2,2	6,6	12,0	153,9	85,0	84,7	65,9	46,4	1.615,1
Regno Unito	10,8	5,6	1,7	36,2	62,6	41,8	37,7	35,4	94,5	946,6
Italia	23,3	8,0	9,2	7,1	51,0	64,2	70,1	11,1	84,6	496,9
Svizzera	4,5	-1,3	1,8	-0,4	22,5	17,1	11,3	17,3	23,7	411,4
Canada	8,3	3,4	3,1	3,5	21,8	30,8	23,6	47,7	43,0	340,0
Paesi Bassi	15,8	4,7	-1,9	1,4	17,4	13,3	12,4	9,5	56,3	314,5
Belgio	3,4	0,9	-0,4	1,0	14,0	8,2	18,1	13,7 ⁴	28,6	296,6 ⁵
Svezia	4,9	1,5	15,2	-5,2	-0,4	10,9	-5,1	-4,6	28,3	83,9
Totale passività	108,5	4,0	45,3	28,4	659,0	412,8	273,1	433,3	766,6	13.448,1
Giappone	-2,0	-5,7	-0,2	-2,8	241,4	90,9	-4,4	102,9	18,3	4.708,5
Stati Uniti	22,1	-12,1	-9,2	-3,6	58,8	56,4	6,3	46,1	252,5	4.244,3
Germania	28,8	11,7	30,8	12,5	67,8	79,4	104,6	145,7	165,5	1.098,9
Francia	12,3	-0,1	6,9	-1,6	78,3	23,2	50,0	-14,7	43,0	892,6
Regno Unito	14,3	3,9	-2,1	8,0	89,9	47,8	30,9	44,8	69,7	811,5
Italia	7,3	3,2	5,4	0,4	58,3	67,0	25,4	37,5	36,9	574,8
Svizzera	10,6	1,3	1,6	-2,2	8,1	8,0	6,7	17,8	53,6	283,4
Canada	6,2	-3,6	-1,7	-1,5	23,2	14,5	19,3	8,8	11,0	310,3
Paesi Bassi	1,6	4,7	8,9	12,6	14,8	11,9	15,0	17,8	71,0	241,4
Belgio	7,5	0,0	5,8	5,4	7,0	9,1	18,7	23,4	40,7	196,9
Svezia	-0,1	0,6	-0,8	1,4	11,5	4,6	0,5	3,2	4,4	85,5

¹ Le posizioni verso il Belgio includono quelle verso il Lussemburgo. ² Per il Giappone, M₂ + CD; per il Regno Unito, M₄; per gli altri paesi, M₃. ³ Dati provvisori. ⁴ Primi nove mesi del 1993. ⁵ A fine settembre 1993.

¹ Le posizioni verso il Belgio includono quelle verso il Lussemburgo. ² Per il Giappone, M₂ + CD; per il Regno Unito, M₄; per gli altri paesi, M₃. ³ Dati provvisori. ⁴ Primi nove mesi del 1993. ⁵ A fine settembre 1993.

Oltre all'impiego di fondi per rimborsare passività ufficiali o finanziarie disavanzi di parte corrente, si possono ipotizzare tre fattori esplicativi. In primo luogo, la maggiore attrattiva delle attività finanziarie all'interno della regione medesima, cui ha contribuito la deregolamentazione dei mercati interni. Una seconda spiegazione, in parte ricollegabile alla precedente, può risiedere nello sviluppo di centri finanziari locali e regionali, che ha ridotto la domanda di intermediazione tramite il sistema bancario internazionale. Una terza è la politica di diversificazione delle riserve seguita da talune autorità monetarie, che potrebbe in parte spiegare i prelievi netti sui depositi bancari di alcuni paesi.

In America Latina, la preferenza per il finanziamento mediante titoli e la perdurante riluttanza delle banche dichiaranti a mutuare fondi, se non per crediti commerciali a breve, hanno limitato i flussi bancari verso quest'area, determinando un ulteriore aumento della quota delle posizioni con scadenza sino ad un anno (salita nella media a oltre il 50% a fine giugno 1993, ultima data per la quale è disponibile tale scomposizione). Nel contempo, i residenti privati di questi paesi hanno continuato a rimpatriare fondi detenuti presso le banche dichiaranti, e questi movimenti hanno generalmente sopravanzato il collocamento di disponibilità in valuta presso le banche (tranne che in Cile e in Messico). Vi è stata una sensibile espansione delle attività verso Messico (\$ 3,8 miliardi) e Brasile (\$ 2,4 miliardi), dovuta ad incrementi più che proporzionali delle linee interbancarie a breve e, nel caso del Brasile (il cui accordo per la ristrutturazione del debito con le banche creditrici è stato concluso nell'aprile 1994), a nuovi arretrati su interessi. Per contro, l'esposizione in essere delle banche verso l'Argentina si è contratta di \$ 1,4 miliardi, a seguito dell'accordo di riduzione del debito stipulato nel dicembre 1992.

Nell'Europa orientale, cospicui investimenti diretti e di portafoglio hanno consentito all'Ungheria ed alla Repubblica ceca di rimborsare parte del loro

... e i crediti
a breve termine
all'America
Latina

Operazioni delle banche con paesi esterni all'area dichiarante								
Posizioni delle banche verso	Variazioni depurate dagli effetti di cambio						Consistenze a fine 1993 ¹	
	Attività			Passività				
	1991	1992	1993 ¹	1991	1992	1993 ¹	Attività	Passività
	in miliardi di dollari USA							
Totale paesi esterni all'area dichiarante	8,1	66,2	17,2	-12,3	13,7	-15,4	829,3	706,7
Paesi industriali	0,4	7,0	3,1	-3,5	11,2	7,3	156,6	118,1
Europa orientale	-1,5	3,9	-4,1	1,3	9,7	2,4	88,2	32,4
di cui: ex Unione Sovietica	1,3	5,9	-1,8	0,3	5,8	2,3	55,1	16,3
Paesi in via di sviluppo ²	9,2	55,3	18,2	-10,1	-7,3	-25,0	584,5	556,2
America Latina ³	-0,8	14,8	5,9	-2,3	-2,1	-4,1	230,6	135,9
Cina	5,7	6,2	5,5	6,2	1,8	0,5	48,2	49,6
Altri paesi dell'Asia	16,6	19,4	14,6	-1,9	-3,1	-0,7	189,9	141,0
Africa	-3,6	-1,2	-2,2	0,2	2,6	0,4	39,8	36,5
Medio Oriente	-8,7	16,1	-5,6	-12,4	-6,5	-21,1	76,0	193,2

¹ Dati provvisori. ² Compresi i paesi OPEC. ³ Compresi i paesi dell'area dei Caraibi non classificati come centri bancari offshore.

¹ Dati provvisori. ² Compresi i paesi OPEC. ³ Compresi i paesi dell'area dei Caraibi non classificati come centri bancari offshore.

debito alle banche internazionali. Lo stralcio di partite creditorie ha ridotto l'esposizione delle banche verso altri paesi, benché l'accumulo di interessi arretrati da parte della Polonia e dell'ex Unione Sovietica e i nuovi crediti assistiti da garanzia ufficiale alla Russia abbiano in parte controbilanciato questo calo. Il rientro di depositi sull'estero da parte di residenti non bancari polacchi ha contribuito al finanziamento del disavanzo delle partite correnti di questo paese, mentre i residenti nell'ex Unione Sovietica hanno incrementato le proprie attività sull'estero.

Prestiti record
alla Turchia

Infine, per quanto riguarda altri paesi esterni all'area, ai rimborsi di crediti bancari da parte di soggetti australiani e sudafricani nel 1993 si è contrapposto l'incremento di \$ 5 miliardi nelle attività delle banche dichiaranti verso operatori turchi. Sebbene lo scorso anno la Turchia sia stata un'importante emittente sul mercato euroobbligazionario, il differenziale fra i tassi d'interesse interni e il tasso di deprezzamento della moneta turca ha incoraggiato afflussi bancari a breve, finché nel marzo di quest'anno tale deprezzamento non si è accelerato. L'espansione delle posizioni creditorie dichiarate verso il Portogallo è stata pari ad appena la metà dei nuovi depositi per \$ 5 miliardi affluiti alle banche dichiaranti. Dopo la rimozione dei restanti controlli sui movimenti di capitali agli inizi del 1993, i deflussi interbancari hanno costituito il principale canale attraverso il quale si sono manifestate durante l'anno le rinnovate pressioni sullo scudo.

Il mercato dei titoli

Il mercato delle notes a breve e a medio termine

Ampio volume
di fondi raccolti
mediante
euronotes

Con nuove facilitazioni annunciate per \$ 117 miliardi nel corso dell'anno, il totale cumulativo dei programmi per l'emissione di *euronotes* sinora lanciati ha superato \$ 780 miliardi a fine 1993. Nel contempo, i prelievi complessivi nel quadro delle facilitazioni esistenti hanno raggiunto l'ammontare record di \$ 73 miliardi, quasi doppio rispetto al 1992, portando la consistenza di *notes* in essere a fine anno a \$ 256 miliardi. Le nuove emissioni nette sono interamente rappresentate da EMTN, di cui il 60% denominato in valute diverse dal dollaro. Per contro, il mercato delle *notes* a breve termine, ivi compresa l'*eurocommercial paper* (ECP), ha registrato per la prima volta rimborsi netti. La forte crescita delle EMTN ha fatto sì che a fine 1993 lo stock in essere di tali strumenti superasse di oltre l'80% il volume dell'ECP.

Il volume delle
EMTN in essere
supera quello
dell'ECP

Sul mercato delle *euronotes* a breve termine, si è avuta una riduzione dell'ammontare di titoli in essere, ma un leggero incremento nel volume delle nuove facilitazioni, che potrebbe essere dovuto all'apprestamento di linee precauzionali e all'estensione dei programmi esistenti da parte di diversi mutuatari di prim'ordine. La contrazione nello stock di titoli va ascritta in ampia misura ad uno spostamento delle banche internazionali verso strumenti di finanziamento a più lungo termine, in particolare *notes* a tasso variabile (FRN), a scapito dell'emissione di certificati di deposito.

Crescente
popolarità
delle emissioni ...

L'attività nel mercato delle EMTN è stata stimolata dalla preferenza degli investitori per gli strumenti a più lungo termine, dall'introduzione di nuove valute e scadenze nelle opzioni di finanziamento, nonché dall'elaborazione di

Attività di emissione sui mercati interni e internazionali delle notes a breve e a medio termine

Settori e valute	Emissioni nette ¹								Consistenze in essere a fine 1993	
	Nazionali ²				Internazionali ³				Nazionali ²	Internazionali ³
	1990	1991	1992	1993	1990	1991	1992	1993		
	in miliardi di dollari USA									
Notes a breve termine ⁴	96,1	-43,1	18,8	-11,4	18,9	16,5	12,1	-5,4	782,6	109,2
Dollaro USA	35,9	-29,7	17,0	8,6	10,6	10,2	14,6	-7,3	553,8	86,8
Yen	20,1	-26,9	-1,6	-10,3	0,5	-0,3	-0,2	-0,4	98,8	0,2
Franco francese	12,0	5,3	-3,5	-7,6	0,0	0,0	0,2	-0,3	38,5	0,0
Peseta	16,7	2,2	5,4	-4,7	0,0	0,1	0,2	-0,3	18,9	0,0
Dollaro canadese	-0,2	0,0	-2,4	1,2	0,0	0,1	0,1	0,4	17,3	0,5
Sterlina	0,6	-0,2	0,2	2,3	1,4	0,3	0,0	2,5	8,0	4,2
Marco	0,0	5,4	5,1	-2,7	0,0	1,2	2,5	-0,7	6,8	2,8
Altre ⁵	11,1	0,7	-1,4	1,7	6,4	5,0	-5,4	0,6	40,6	14,7
Notes a medio termine	24,7	43,6	93,7	62,9	14,2	18,4	28,3	78,1	296,7	146,6
Dollaro USA	24,0	42,4	34,4	33,6	6,4	7,0	11,2	31,1	210,4	63,9
Franco francese	0,0	0,0	55,9	22,3	0,0	0,2	0,5	2,4	74,5	3,0
Sterlina	0,7	1,2	3,4	7,0	0,4	1,4	2,8	6,2	11,8	10,2
Altre ⁵	0,0	0,0	0,0	0,0	7,4	9,9	13,8	38,4	0,0	69,6

¹ Variazioni nelle consistenze in essere a tassi di cambio costanti. ² Emissioni di residenti e non residenti in moneta nazionale sul mercato interno; solo paesi OCSE, escluse l'Islanda e la Turchia. ³ Emissioni di residenti e non residenti in valuta estera. ⁴ I dati sulle emissioni interne si riferiscono soltanto alla *commercial paper*; quelli sulle emissioni internazionali si riferiscono all'*euro-commercial paper* e ad altre *euronotes* a breve termine. ⁵ Compreso l'ECU.

Fonti: Euroclear; autorità nazionali e BRI.

modalità contrattuali speciali. In particolare, si è avuto uno spostamento dai collocamenti secondo la formula "best efforts" verso le emissioni con garanzia di sottoscrizione che facilitano la raccolta in breve tempo di un ampio volume di fondi. Parecchie transazioni – oltre la metà del totale negli ultimi trimestri secondo alcune fonti di mercato – sono state collegate a strumenti derivati (emissioni "strutturate"), consentendo agli emittenti e agli investitori di modificare l'iniziale profilo rischio/rendimento in base alle proprie aspettative e preferenze. L'allentamento dei vincoli all'emissione in diversi paesi OCSE ha parimenti contribuito all'espansione del mercato. Dal luglio 1993, le società giapponesi sono state autorizzate ad attingere direttamente al mercato delle EMTN, e sono state semplificate le procedure di richiesta e notifica. In altri paesi, diversi provvedimenti di liberalizzazione sono stati adottati (Francia, Italia e Svizzera) o proposti (Regno Unito) al fine di facilitare l'impiego della moneta nazionale nei programmi per l'emissione di EMTN.

In tali programmi le opzioni multivalutarie sono divenute la norma, migliorando la competitività di questa tecnica rispetto ad altre forme di finanziamento. Lo scorso anno le EMTN hanno contribuito per il 30% alla crescita complessiva delle obbligazioni e notes internazionali in essere, e negli Stati Uniti esse sono ammontate ad oltre il doppio del volume di nuovi titoli a medio termine denominati in dollari. Dalla loro introduzione nel 1986,

... con garanzia di sottoscrizione ...

... "strutturate" ...

... e con opzioni multivalutarie

Flessibilità forse
a scapito
della liquidità

Ammontare
senza precedenti
di emissioni
obbligazionarie
internazionali
lorde e nette

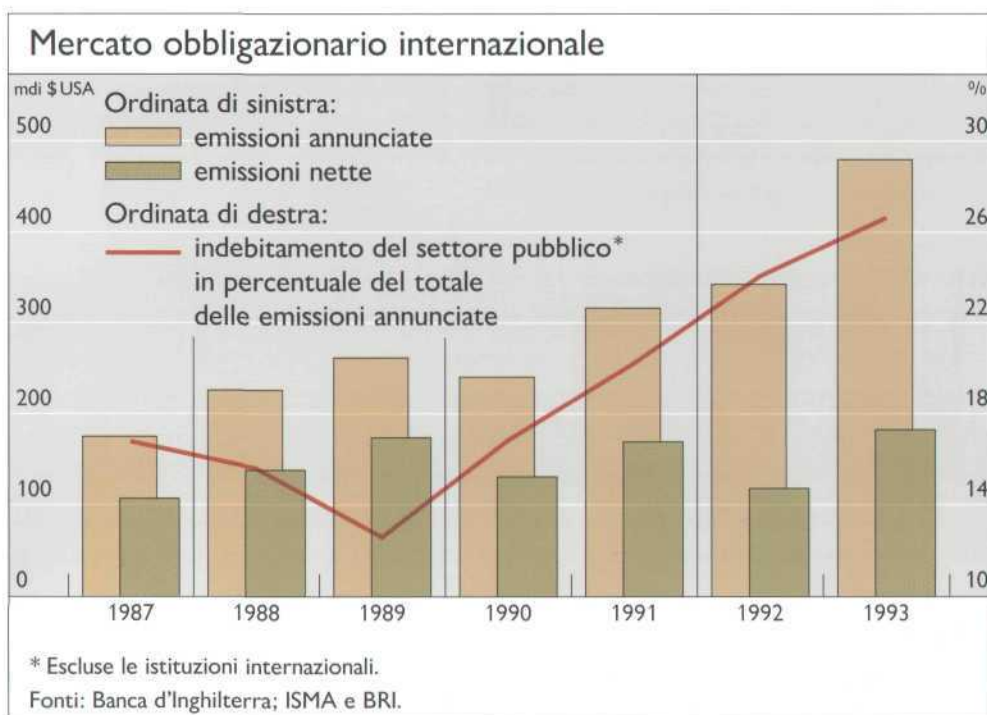
Crescente
dicotomia fra le
grandi emissioni
a vasto mercato ...

le EMTN si sono andate evolvendo da strumento di finanziamento destinato a colmare la lacuna in termini di scadenze fra *euronotes* a breve ed euroobbligazioni, a strumento più generale di raccolta, in grado di offrire un'elevata flessibilità (in termini di valuta, scadenza, taglio e struttura dei collocamenti) a condizioni molto competitive (poiché i fondi sono raccolti in base agli stessi requisiti giuridici e di documentazione contemplati nel programma iniziale). Sono stati tuttavia manifestati timori circa la liquidità dei titoli strutturati emessi in base a queste facilitazioni. Alla luce di ciò, la Banca Mondiale ha compiuto recentemente un passo decisivo con il lancio di un programma globale multivalutario che prevede un impegno di riscatto senza limitazioni temporali.

Il mercato obbligazionario internazionale

Le nuove emissioni lorde annunciate sul mercato obbligazionario internazionale sono salite all'ammontare record di \$ 481 miliardi, segnando un incremento del 40% rispetto al 1992. La domanda di fondi è stata favorita da diversi fattori: i rendimenti obbligazionari calanti, gli ampi e crescenti disavanzi di bilancio in molti paesi OCSE e l'esigenza in diversi paesi di incrementare le riserve in valuta. La domanda di fondi all'ingrosso e di risorse di capitale da parte delle istituzioni finanziarie e l'ingente raccolta dei PVS hanno parimenti contribuito al forte incremento dell'attività lorda di emissione. Al netto dei rimborsi e dei riscatti, l'ammontare delle emissioni, pari a \$ 184 miliardi, è stato leggermente superiore al precedente massimo segnato nel 1989; quest'espansione è avvenuta nonostante l'accresciuta concorrenza di altri mercati (come quello dei titoli interni e delle EMTN).

Il mercato è stato caratterizzato dalla crescente dicotomia fra grandi emissioni ad elevata liquidità e prodotti "su misura". Da un lato, hanno continuato a guadagnare terreno le obbligazioni globali, ossia emissioni nominative lanciate sul mercato sia nazionale che internazionale, con collocamenti totali



per \$29 miliardi nel corso del 1993 e una consistenza di \$59 miliardi a fine anno. Esse comprendono ormai un'ampia gamma di valute (per la prima volta lo scorso anno anche titoli in marchi), scadenze (fino a quarant'anni), dimensioni e categorie di mutuatari. Dall'altro, si è avuto un proliferare di collocamenti "su misura", di ristretto mercato, e alquanto meno liquidi. Ne sono esempi lo sviluppo del mercato delle obbligazioni "dragon" per le emissioni in Asia, volte ad attingere alle risorse finanziarie delle economie asiatiche in rapida crescita, nonché il numero crescente di strumenti strutturati, come le FRN con *caps* (che fissano un limite superiore di tasso) e *collars* (che prevedono un minimo e massimo di cedola). Questi fattori, unitamente alle aspettative di un rialzo dei tassi d'interesse nel settore del dollaro dopo l'estate e alla forte domanda di fondi da parte delle istituzioni finanziarie, hanno congiuntamente dato impulso lo scorso anno al mercato delle FRN. Vi è stata altresì un'espansione delle emissioni euroconvertibili da parte di mutuatari asiatici non giapponesi, per effetto dell'andamento sostenuto dei mercati azionari locali.

...e i collocamenti di titoli "su misura"

L'ulteriore deregolamentazione delle emissioni interne ed euroobbligazionarie ha parimenti influenzato l'attività sul mercato obbligazionario internazionale. In Giappone, il Ministero delle finanze ha annunciato una serie di provvedimenti comprendenti l'autorizzazione data alle affiliate estere di banche giapponesi di sottoscrivere obbligazioni in euroyen, l'allentamento dei requisiti di *rating* per gli emittenti sul mercato interno e di altre restrizioni sulle emissioni interne giapponesi, l'accorciamento dei tempi di notifica previsti per le emissioni in euroyen da parte di società giapponesi e, a decorrere dal 1° gennaio 1994, l'abolizione del periodo di attesa di 90 giorni imposto ai residenti giapponesi per l'acquisto di obbligazioni in euroyen emesse da governi esteri e da istituzioni internazionali. Anche le autorità svizzere hanno allentato i vincoli sulle emissioni estere in moneta nazionale, prescrivendo (dal 1° aprile 1993) che solo il *lead manager* debba risiedere in Svizzera o nel Liechtenstein e abolendo l'imposta di bollo. In giugno, le autorità italiane hanno autorizzato le banche estere ad agire da capofila e ad effettuare transazioni in eurolire su un piede di parità con le banche nazionali. A tale provvedimento è seguito un allentamento delle restrizioni alle emissioni in eurolire. Sul mercato obbligazionario del franco francese è entrata in vigore dal 1° gennaio 1994 l'abolizione dell'IVA sulle commissioni di collocamento, dopo una serie di altre misure di deregolamentazione.

Attività stimolata dalla deregolamentazione...

Per quanto riguarda la struttura del mercato, il crescente fabbisogno di finanziamento del settore pubblico ha accentuato la necessità di disporre di più efficienti mercati interni primari e secondari del debito. Ciò si è tradotto in gran parte nell'impiego di tecniche sviluppate inizialmente negli Stati Uniti. Sui mercati interni del debito pubblico, ad esempio, vi è stato uno spostamento dalle allocazioni quantitative ai sistemi d'asta e alla sottoscrizione a fermo da parte di operatori primari. Sui mercati secondari, è stata conseguita una maggiore liquidità attraverso lo sviluppo di emissioni pubbliche standardizzate, la razionalizzazione e lo snellimento delle procedure di gestione del debito ufficiale, il collocamento di volumi più ampi entro determinate fasce di scadenze e l'emissione di nuove *tranches* omogenee rispetto ai titoli in essere e

...e dal fabbisogno di finanziamento del settore pubblico

Crescente
integrazione
mondiale
dei mercati
dei titoli

infine l'insediamento di operatori principali con il compito di creare un mercato a due sensi per taluni titoli di Stato. Le autorità hanno inoltre cercato di accrescere l'efficienza del mercato chiarendo o semplificando le procedure di emissione, eliminando gli impedimenti di natura fiscale (in particolare quelli connessi alla ritenuta alla fonte) e armonizzando le procedure di regolamento.

Questa maggiore omogeneità fra i mercati interni del debito ha contribuito all'ulteriore integrazione dei mercati dei titoli a livello mondiale. Di conseguenza, la raccolta, gli impieghi e gli scambi avvengono in misura sempre più frequente in un contesto internazionale. Ciò è evidenziato dagli elevati quantitativi di titoli di Stato interni acquistati dagli investitori esteri e dallo spostamento di un numero crescente di emittenti interni verso il mercato internazionale, sia per attingere direttamente a fonti finanziarie estere sia per effettuare arbitraggi fra le condizioni di emissione interne e internazionali. La forte crescita osservata lo scorso anno nei settori dell'euromercato denominati in marchi, franchi francesi, lire e peseta va vista in tale ottica. Nel contempo, sono aumentati gli strumenti interni, ivi compresi in particolare i titoli del debito pubblico, negoziati per il tramite delle stanze di compensazione internazionali, alle quali va attribuita la maggior parte dell'espansione del 65% nelle transazioni sul mercato secondario notificate lo scorso anno da Euroclear e Cedel.

Modesto impatto
della crisi degli
AEC sul mercato
primario

La più recente crisi nel meccanismo di cambio dello SME pare aver avuto un impatto solo limitato sull'attività del mercato primario. Invero, i massici afflussi di investimenti sul mercato tedesco hanno creato favorevoli condizioni di credito nel segmento dell'euromarco da poco liberalizzato. Inoltre, le crescenti

Tipologia e struttura per valute delle emissioni obbligazionarie internazionali

Settori e valute	Emissioni annunciate*				Emissioni nette*				Consistenze a fine 1993
	1990	1991	1992	1993	1990	1991	1992	1993	
	in miliardi di dollari USA								
Totale emissioni	241,7	317,6	343,8	481,1	132,1	170,5	119,3	183,8	1.849,8
Obbligazioni ordinarie a tasso fisso	166,2	256,2	276,7	373,1	80,8	142,0	115,3	193,7	1.389,9
di cui: dollaro USA	52,2	75,0	90,9	113,1	16,0	27,9	41,2	63,8	455,1
yen	30,2	39,1	39,6	49,2	24,8	20,7	3,6	14,3	233,6
marco	7,3	12,2	29,2	50,2	1,3	4,8	17,1	27,0	142,0
Notes a tasso variabile	42,5	19,0	42,9	68,5	28,2	3,5	23,7	44,7	263,3
di cui: dollaro USA	15,0	4,4	25,1	43,0	7,6	-5,1	14,8	31,7	157,1
sterlina	10,8	7,6	5,4	8,6	6,9	4,6	3,0	3,5	44,3
marco	8,2	2,8	3,5	3,9	7,3	2,7	1,9	2,7	25,2
Obbligazioni collegate ad azioni	33,1	42,4	24,2	39,6	23,1	25,0	-19,8	-54,6	196,7
di cui: dollaro USA	19,5	24,9	12,9	19,5	15,9	15,1	-20,0	-54,8	110,0
franco svizzero	8,2	7,0	5,3	9,8	4,1	2,3	-2,8	-3,6	43,8
marco	1,9	4,7	2,1	2,3	0,7	3,7	1,5	-2,0	16,9

* Dati di flusso ai tassi di cambio correnti.

Fonti: Banca d'Inghilterra; ISMA e BRI.

pressioni sul franco francese all'inizio dell'estate si sono accompagnate a un calo del 30% nel volume delle nuove emissioni in questa valuta fra il secondo e il terzo trimestre, benché il successo incontrato in luglio da un'ingente emissione di titoli pubblici interni abbia probabilmente contribuito a sottrarre investitori all'euromercato. L'ampliamento delle bande di oscillazione degli AEC in agosto è stato seguito da un restringimento del differenziale di rendimento fra i titoli di Stato in franchi francesi e quelli in marchi, nonché da una ripresa delle emissioni in franchi francesi. Se si prescinde dagli episodi di tensione valutaria, il calo generalizzato dei tassi d'interesse a lungo termine ha incoraggiato l'emissione di strumenti a tasso fisso, in quanto la prospettiva di plusvalenze in conto capitale ha verosimilmente prevalso sulle considerazioni di cambio nelle decisioni degli investitori.

Prevalenza delle considerazioni di tasso d'interesse

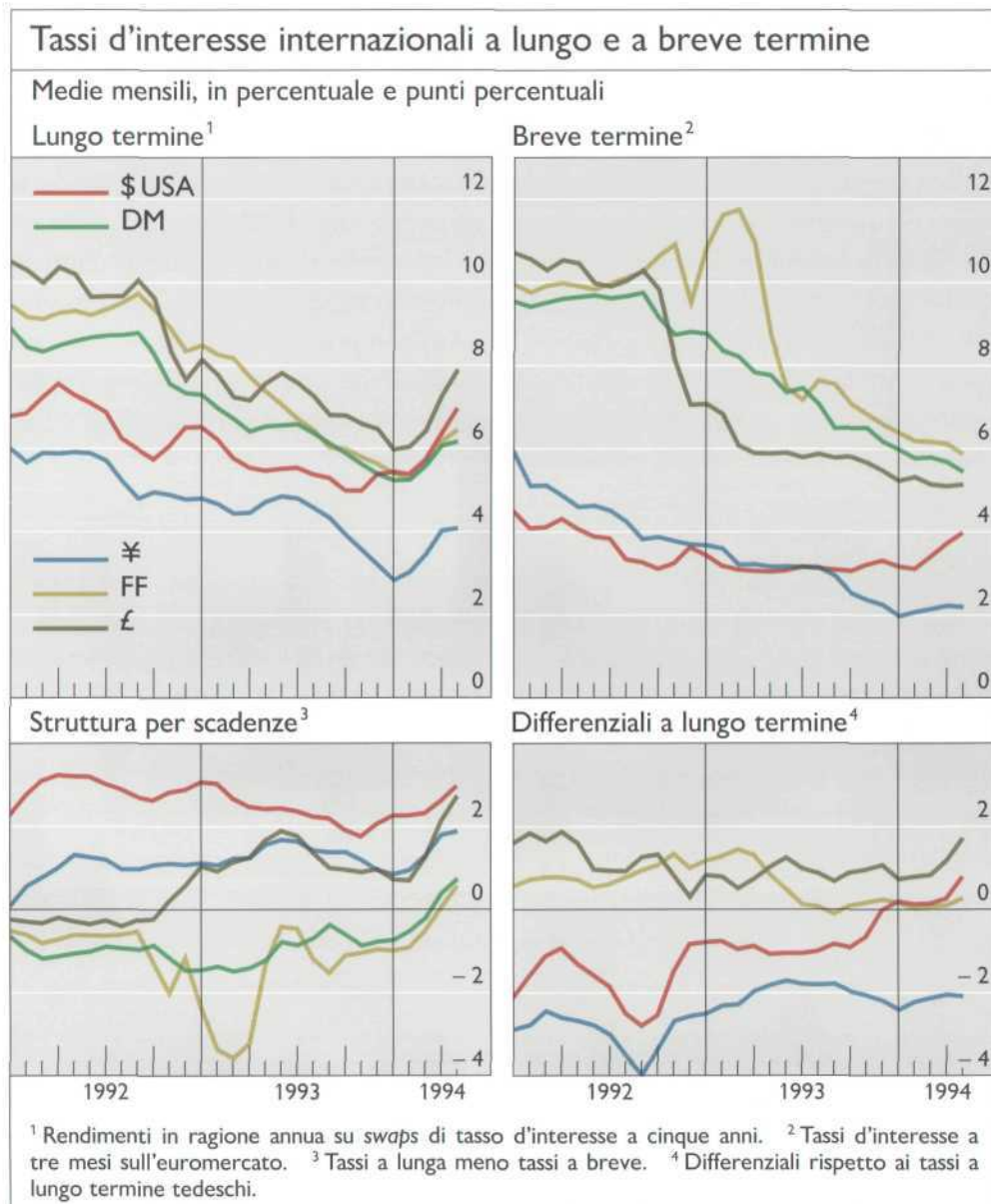
Sui mercati obbligazionari, i segni più evidenti delle tensioni nel meccanismo di cambio dello SME si sono avuti nel comparto dell'ECU, nel quale i rimborsi hanno sopravanzato le nuove emissioni quasi ininterrottamente dal terzo trimestre 1992, e le contrattazioni sui mercati secondari e dei *futures* si sono ridotte in misura significativa. A fine 1993, il totale delle euroobbligazioni e delle *euronotes* in essere denominate in ECU ammontava a \$98 miliardi, con una diminuzione del 27% rispetto al livello massimo raggiunto nel settembre 1992. Tuttavia, il calo d'interesse degli investitori non sembra aver causato turbative sul mercato, né ha impedito l'assorbimento di un flusso continuo, per quanto modesto, di nuove emissioni di mutuatari sovrani e sovranazionali europei. Il differenziale fra il rendimento effettivo dell'ECU e quello teorico del sottostante paniere di valute, che aveva assunto un segno positivo

Sul mercato dell'ECU ulteriore calo dello stock di titoli in essere

Attività di emissione sui mercati obbligazionari nazionali e internazionali										
Valute	Emissioni nette ¹								Consistenze in essere a fine 1993	
	Nazionali ²				Internazionali ³				Nazionali ²	Internazionali ³
	1990	1991	1992	1993	1990	1991	1992	1993		
	in miliardi di dollari USA									
Totale valute	985,7	1.185,9	1.202,2	1.370,9	132,1	170,5	119,3	183,8	15.561,7	1.849,8
Dollaro USA	462,8	557,1	573,6	529,6	39,5	37,9	36,0	40,7	7.301,8	722,2
Yen	120,5	141,5	141,6	175,3	26,8	20,6	5,9	20,5	3.397,0	252,0
Marco	167,0	126,1	188,4	217,9	9,2	11,2	20,5	27,6	1.353,3	184,1
Lira	68,3	119,4	69,9	108,2	6,0	9,3	6,2	9,6	738,2	29,5
Franco francese	38,5	31,6	35,8	56,0	7,8	15,9	21,8	34,1	546,1	92,4
Sterlina	-19,7	24,0	37,4	77,0	16,1	20,6	11,2	27,2	328,0	146,3
Dollaro canadese	22,8	27,5	24,9	26,6	1,6	14,1	7,4	20,4	327,2	80,5
Franco svizzero	18,7	16,3	10,3	-0,3	7,4	5,4	-6,7	-2,8	179,6	149,9
Fiorino olandese	11,7	13,9	14,6	16,1	-0,3	0,9	4,7	6,0	173,9	32,9
Peseta	4,1	26,0	12,4	51,5	1,6	3,0	1,6	3,9	143,3	10,6
ECU	14,7	6,9	4,1	3,6	11,2	26,2	10,3	-4,2	52,5	90,0
Altre valute	76,4	95,6	89,2	109,4	5,1	5,4	0,4	0,7	1.020,8	59,5

¹ Per le obbligazioni nazionali, variazioni delle consistenze in essere a tassi di cambio costanti; per le obbligazioni internazionali, dati di flusso ai tassi di cambio correnti. ² Solo emissioni in moneta nazionale di residenti sul mercato interno; solo paesi OCSE, escluse l'Islanda e la Turchia. ³ Emissioni di residenti sui mercati esteri e in valuta estera sul mercato interno.

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



nell'estate 1992, è tuttavia ridivenuto negativo nella prima parte del 1993 e, se si esclude una temporanea inversione, da allora si è mantenuto tale. Con l'attenuarsi delle tensioni valutarie, due sviluppi hanno contribuito più di recente a migliorare le condizioni del mercato dell'ECU. Il 1° settembre, la Banca d'Inghilterra ha lanciato una nuova facilitazione di *clearing* per l'ECU, offrendo un regolamento in giornata per i titoli in ECU, al fine di migliorare la liquidità del mercato e di promuovere le operazioni pronti contro termine; inoltre, verso la fine dell'anno vari governi hanno annunciato l'intenzione di intensificare le emissioni in ECU nel 1994.

In concomitanza con la decisione, adottata il 4 febbraio 1994 dalla *Federal Reserve* degli Stati Uniti di aumentare i tassi sui *federal funds*, vi è stato un brusco mutamento del clima di mercato a livello mondiale. Ciò ha prodotto un'improvvisa inversione di tendenza rispetto all'andamento sostenuto che aveva prevalso sul mercato primario delle emissioni obbligazionarie internazionali. Il totale delle emissioni annunciate, che in gennaio aveva superato del 74% la media mensile del 1993, è infatti sceso in febbraio-marzo del 17% al disotto

Brusco
mutamento
del clima
di mercato agli
inizi del 1994...

di tale media. All'interno di questo mercato, vi è stato un parziale spostamento dal segmento a tasso fisso a quello delle FRN.

Nello stesso tempo, l'ampio afflusso di titoli sul mercato secondario ha sospinto a nuovi massimi il volume delle transazioni regolate presso le stanze di compensazione internazionali. Anche le operazioni su *futures* e opzioni di tasso d'interesse hanno raggiunto livelli record, a seguito della liquidazione di cospicue posizioni in essere o del loro aggiustamento al nuovo assetto dei tassi d'interesse. Le perdite in conto capitale sono state particolarmente rilevanti per talune FRN strutturate (specie quelle comprendenti clausole *floor* su pagamenti in conto interessi, le quali hanno perso valore con l'aumento dei tassi correnti), nonché per le emissioni latino-americane, sollevando così interrogativi circa la liquidità del mercato e la formazione di prezzo.

... con forti perdite in conto capitale

Tipologia e paese di residenza degli emittenti di titoli internazionali

Come nel 1992, gli enti statali e gli operatori pubblici sono stati i principali emittenti sui mercati internazionali dei titoli. Complessivamente, essi hanno concorso per il 37% all'espansione dello stock totale in essere. I mutuatari più attivi sono stati gli operatori di Canada, Svezia, Italia, Danimarca e Finlandia. Insieme al collocamento di emissioni interne presso non residenti ed ai provvedimenti per migliorarne la negoziabilità, l'accresciuto ricorso dei mutuatari sovrani ai mercati internazionali rientra in un disegno complessivo volto ad ampliare la base di assorbimento del loro debito, a ridurre i costi del finanziamento e ad accrescere la flessibilità di gestione del debito. A tale riguardo, particolarmente degno di nota è lo sviluppo di emissioni globali ed euroobbligazionarie singole di elevato ammontare, di programmi per l'emissione di EMTN con opzioni multivalutarie e della negoziazione dei titoli di Stato interni tramite stanze di compensazione internazionali.

Crescente ricorso al mercato da parte degli operatori pubblici

Per quanto concerne il settore privato, la crescita del mercato è stata sostenuta dai finanziamenti attivati nel quadro delle facilitazioni per l'emissione di *euronotes*, giacché l'ammontare record di emissioni obbligazionarie lorde da parte di società non finanziarie è stato quasi controbilanciato dai rimborsi di emissioni precedenti. In particolare, il forte incremento delle nuove emissioni obbligazionarie internazionali di società giapponesi, salite a \$54 miliardi, va vista in connessione con il volume, pari a \$93 miliardi, di euroobbligazioni (per lo più collegate ad azioni) emesse da tali società e giunte a scadenza. D'altra parte, è stato registrato un sensibile incremento dell'indebitamento sia lordo che netto degli operatori in Francia, Germania, Paesi Bassi, Stati Uniti, Svezia e Canada, che può essere attribuito, nel caso degli Stati Uniti e del Canada, ad una ripresa della domanda del settore societario e, negli altri paesi, a un elevato fabbisogno di finanziamento delle banche e delle altre istituzioni finanziarie. Nel caso dei mutuatari privati francesi, il nuovo indebitamento netto è stato denominato prevalentemente nella moneta nazionale, in quanto le residue restrizioni interne hanno continuato a favorire le emissioni in eurofranchi.

Emissioni obbligazionarie di società non finanziarie pressoché equivalenti ai rimborsi

In presenza di una debole domanda di finanziamento del settore delle imprese nella maggior parte dei principali paesi, di un elevato ammontare di rimborsi e di un sensibile calo dei rendimenti sulle emissioni di prim'ordine, gli investitori hanno cercato di conseguire margini più alti prestando fondi a

Ampliamento della gamma di emittenti a nuovi mutuatari nei PVS

Attività di emissione sui mercati mobiliari nazionali e internazionali¹

Paesi di residenza	Emissioni nette ²								Consistenze in essere a fine 1993	
	Totale				di cui: settore privato				Totale	di cui: settore privato
	1990	1991	1992	1993	1990	1991	1992	1993		
	in miliardi di dollari USA									
Totale paesi ³										
Nazionale	1.446,4	1.349,5	1.433,4	1.514,0	565,2	438,0	398,3	379,6	19.354,4	7.093,4
Internazionale	166,7	206,8	153,8	252,8	128,6	142,2	82,5	128,6	2.105,7	1.433,9
Stati Uniti										
Nazionale	594,3	627,1	631,1	605,8	126,3	150,4	135,2	153,8	9.071,0	3.236,6
Internazionale	1,3	12,4	14,5	25,3	3,3	12,4	14,6	25,1	210,7	210,5
Giappone										
Nazionale	170,6	77,6	156,4	204,6	83,2	40,5	55,3	46,7	3.976,9	1.325,8
Internazionale	30,4	39,1	-3,3	-41,2	28,7	36,1	-5,0	-43,8	278,7	261,1
Germania										
Nazionale	166,9	150,6	189,1	210,2	92,2	95,4	71,0	74,3	1.376,3	738,6
Internazionale	1,8	3,7	9,5	21,1	1,7	3,7	9,4	20,7	44,5	43,8
Italia										
Nazionale	151,2	166,3	137,1	134,6	45,9	48,9	42,9	40,3	1.188,2	300,9
Internazionale	7,7	10,8	-2,6	9,3	2,8	5,3	-2,1	-1,7	49,7	17,5
Francia										
Nazionale	137,1	73,2	120,7	67,8	109,4	49,3	62,7	3,6	961,2	543,9
Internazionale	12,3	22,2	20,0	28,0	12,2	22,4	19,6	24,1	150,8	145,6
Regno Unito										
Nazionale	12,4	20,4	31,4	90,8	25,0	-1,5	1,2	14,7	452,5	134,0
Internazionale	28,5	29,7	20,7	21,3	27,9	24,7	13,1	20,5	191,8	174,7
Canada										
Nazionale	37,3	37,9	34,8	31,5	4,5	0,6	-0,6	4,2	482,0	50,7
Internazionale	5,1	16,6	11,0	22,5	-0,2	0,8	-1,7	1,4	154,8	48,8
Svezia										
Nazionale	31,2	53,5	15,8	12,7	20,6	13,7	12,2	8,1	214,6	132,9
Internazionale	3,8	-0,8	12,8	31,2	5,6	0,5	8,9	17,5	86,8	49,3
Australia										
Nazionale	14,8	11,6	12,1	5,5	5,3	0,3	0,3	-2,2	127,0	27,3
Internazionale	4,6	3,2	-2,2	3,9	5,3	3,1	-1,2	4,2	72,8	56,6
Altri paesi										
Nazionale	130,6	131,3	104,8	150,5	52,8	40,4	18,1	36,1	1.504,8	602,7
Internazionale	71,3	69,8	73,4	131,3	41,0	33,2	26,9	60,6	865,1	426,1

¹ Obbligazioni, notes e altri titoli di debito emessi dal settore privato e pubblico. ² Variazioni delle consistenze in essere a tassi di cambio costanti, ad eccezione dei dati per le obbligazioni internazionali, che sono su base di flusso. ³ Per i mercati nazionali, soltanto paesi OCSE, ad eccezione di Islanda e Turchia.

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

prenditori di minore affidabilità creditizia. Così, i mutuatari nei paesi in via di sviluppo hanno più che raddoppiato lo scorso anno, da \$ 12,5 a 29,2 miliardi, le loro emissioni nette di titoli di debito internazionali. All'interno di questo gruppo, i prenditori dell'America Latina hanno svolto ancora una volta un ruolo preponderante: il Messico ha mutuato \$ 9,6 miliardi, l'Argentina \$ 6,7 miliardi e il Brasile \$ 5,4 miliardi. Benché gli operatori del settore pubblico siano stati generalmente in grado di ottenere condizioni migliori, diversi mutuatari privati

hanno fatto la loro prima apparizione sul mercato, nonostante una considerevole differenziazione nelle condizioni di emissione e, verso la fine dell'anno, una certa generale riluttanza da parte degli investitori ad accettare minori margini e rispetto alle emissioni di riferimento. Nel contempo, i mutuatari asiatici (di Corea del Sud, Cina, Tailandia e Filippine in particolare) hanno intensificato la raccolta di fondi, ad un ritmo che è andato accelerando nel corso dell'anno. Fino ad epoca recente, i mutuatari in Asia si erano ampiamente basati sul credito bancario per soddisfare il proprio fabbisogno di finanziamento, avvalendosi della loro elevata affidabilità creditizia. Tuttavia, lo sviluppo dei mercati finanziari, promosso dalle autorità, e la graduale rimozione delle restrizioni sui movimenti di capitali hanno facilitato l'emissione di titoli internazionali, il cui assorbimento all'estero è stato favorito dalle buone prospettive economiche e, nel caso delle emissioni convertibili, dalla forte ascesa dei corsi azionari.

Il mercato degli strumenti derivati

Lo scorso anno tanto i mercati organizzati quanto quelli fuori borsa (OTC) degli strumenti derivati hanno registrato una rapida espansione. L'attività è stata nuovamente propiziata da vari fattori strutturali, quali la globalizzazione degli investimenti, la proliferazione di nuove borse e prodotti, un allargamento della base degli utilizzatori e la crescente diffusione della *securitisation* e delle operazioni strutturate. Tra i fattori propulsivi di natura congiunturale e altri influssi di breve periodo vanno annoverati il clima rialzista sui mercati azionari e dei titoli a reddito fisso e la forte variabilità dei cambi. Un improvviso mutamento di clima sui mercati mobiliari nel febbraio e marzo di quest'anno ha sospinto a livelli record gli scambi presso numerose borse. I mercati derivati hanno continuato a quotare strumenti nuovi e hanno allungato la scadenza dei

Rapida espansione dei mercati organizzati e fuori borsa...

Mercati di alcuni strumenti derivati						
Strumenti	Ammontare nominale in essere					
	1988	1989	1990	1991	1992	1993
	in miliardi di dollari USA					
Strumenti negoziati in borsa	1.306,0	1.768,3	2.291,7	3.523,4	4.640,5	7.839,3
Futures di tasso d'interesse	895,4	1.200,6	1.454,1	2.157,1	2.902,2	4.960,4
Opzioni di tasso d'interesse ¹	279,2	387,9	599,5	1.072,6	1.385,4	2.362,4
Futures valutari	11,6	15,6	16,3	17,8	24,5	29,8
Opzioni valutarie ¹	48,0	50,1	56,1	61,2	80,1	81,1
Futures su indici azionari	27,8	41,8	69,7	77,3	80,7	119,2
Opzioni su indici azionari ¹	44,0	72,2	96,0	137,4	167,6	286,4
Strumenti negoziati fuori borsa ²	..	..	3.450,3	4.449,4	5.345,7	..
Swaps di tasso d'interesse	1.010,2	1.502,6	2.311,5	3.065,1	3.850,8	..
Swaps di valute ³	319,6	449,1	577,5	807,2	860,4	..
Altri strumenti derivati collegati a swaps ⁴	..	..	561,3	577,2	634,5	..

¹ Calls e puts. ² Solo dati rilevati dall'International Swaps and Derivatives Association (ISDA); le due controparti dei contratti tra membri ISDA sono notificate una sola volta; esclusi gli strumenti come i *forward rate agreements*, le opzioni valutarie, le transazioni in cambi a termine e gli strumenti derivati collegati ad azioni e merci. ³ Al netto delle duplicazioni di posizioni notificate in entrambe le valute; compresi gli swaps combinati di tasso d'interesse e di valuta. ⁴ Caps, collars, floors e swaptions.

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

... e intensificarsi della concorrenza e dell'innovazione

contratti esistenti. Fra le borse europee è proseguita una serrata concorrenza, mentre negli Stati Uniti i mercati organizzati hanno cercato di catturare quote del mercato OTC, introducendo strumenti che replicano talune caratteristiche dei contratti trattati fuori borsa. Ciò non ha impedito che la crescita dei mercati paralleli proseguisse senza sosta. Mentre gli operatori hanno continuato a ricercare nuove strutture e tecniche per ridurre il rischio di controparte, la problematica dei rischi insiti nei mercati fuori borsa è stata analizzata in vari studi di recente pubblicazione (pagina 124).

Strumenti trattati nei mercati organizzati

Forte aumento dei contratti in futures e opzioni negoziati in borsa

Nel 1993 il volume dei contratti in *financial futures* e opzioni trattati presso le borse organizzate ha continuato ad espandersi a ritmo sostenuto, con un aumento del 22% nel numero di contratti stipulati. L'ulteriore forte crescita dell'attività nei mercati non statunitensi (34% rispetto al 12% negli Stati Uniti),

Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse

Strumenti	Volume annuo delle contrattazioni					Ammontare nominale in essere a fine 1993
	1989	1990	1991	1992	1993	
	in milioni di contratti					in miliardi di dollari USA
Futures di tasso d'interesse	201,0	219,1	230,9	330,1	427,0	4.960,4
Su strumenti a breve	70,2	76,0	84,8	130,8	166,8	4.627,0
di cui: eurodollaro a tre mesi ¹	46,8	39,4	41,7	66,9	70,2	2.178,6
euroyen a tre mesi ²	4,7	15,2	16,2	17,4	26,9	1.080,1
euromarco a tre mesi ³	1,6	3,1	4,8	12,2	21,3	421,2
Su strumenti a lungo termine	130,8	143,1	146,1	199,3	260,2	333,4
di cui: obbligazioni del Tesoro USA ⁴	72,8	78,2	69,9	71,7	80,7	32,6
obbligazioni di Stato francesi ⁵	15,0	16,0	21,1	31,1	36,8	12,6
obbligazioni di Stato giapponesi ⁶	19,1	16,4	12,9	12,1	15,6	136,0
obbligazioni di Stato tedesche ⁷	5,3	9,6	12,4	18,9	28,1	33,3
Opzioni di tasso d'interesse ⁸	39,5	52,0	50,8	64,8	82,9	2.362,4
Futures valutari	27,5	29,1	29,2	30,7	38,0	29,8
Opzioni valutarie ⁸	20,7	18,9	22,9	23,4	23,8	81,1
Futures su indici azionari	30,1	39,4	54,6	52,0	60,7	119,2
Opzioni su indici azionari ⁸	101,7	119,1	121,4	133,9	141,8	286,4
Totale	420,4	477,7	509,8	634,9	774,2	7.839,3
di cui: negli Stati Uniti	286,2	310,3	300,7	339,4	379,0	4.328,9
in Europa	64,4	83,0	110,5	185,0	255,9	1.819,9
in Giappone	45,7	60,6	66,2	51,7	57,8	1.193,6

¹ 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). ² Negoziato presso: TIFFE e SIMEX. ³ Negoziato presso il Marché à Terme International de France (MATIF) e il LIFFE. ⁴ Negoziato presso: Chicago Board of Trade (CBOT), LIFFE, Mid-America Commodity Exchange (MIDAM), New York Futures Exchange (NYFE) e Tokyo Stock Exchange (TSE). ⁵ Negoziato presso il MATIF. ⁶ Negoziato presso: TSE, LIFFE e CBOT. ⁷ Negoziato presso: LIFFE e Deutsche Terminbörse (DTB). ⁸ Calls e puts.

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

ha fatto sì che tali mercati abbiano guadagnato terreno rispetto agli omologhi statunitensi. Invero, ove si escludano le opzioni, le contrattazioni al di fuori degli Stati Uniti hanno superato decisamente i volumi trattati nelle borse USA. La crescita è stata particolarmente rapida in Europa e in alcuni paesi esterni all'area OCSE, specie per quanto concerne le borse di recente istituzione. L'espansione più pronunciata ha riguardato i contratti di tasso d'interesse, le cui transazioni si sono accresciute del 29%, elevandone la quota sull'attività globale in strumenti finanziari derivati dal 62 al 66%. Il forte aumento delle transazioni nei contratti di tasso d'interesse in Europa ha rispecchiato fattori quali il crescente impiego di tali strumenti per la gestione attiva del rischio finanziario, la domanda di un maggior grado di liquidità nei mercati obbligazionari interni e il perdurante processo di diversificazione internazionale del portafoglio. Inoltre, le negoziazioni nei vari strumenti finanziari derivati si sono vicendevolmente rafforzate, nella misura in cui l'assunzione di posizioni in opzioni negoziabili, nonché in *swaps* e altri strumenti trattati fuori borsa genera sovente una serie di operazioni di copertura nei sottostanti mercati *futures*.

Rapida crescita soprattutto dei contratti di tasso d'interesse

Le contrattazioni in *futures* di valute sono aumentate più rapidamente che nel 1992 (24%), ma la crescita si è per lo più concentrata in una ristretta gamma di contratti, segnatamente quelli sullo yen e sul cruzeiro brasiliano. L'attività nel comparto delle opzioni valutarie è aumentata solo di poco (2%). Poiché gran parte delle operazioni in strumenti derivati collegati a valute viene effettuata nei mercati OTC a termine e delle opzioni, le persistenti forti pressioni sui mercati dei cambi europei hanno inciso solo marginalmente sull'attività delle borse organizzate. Nondimeno, una certa espansione si è avuta per taluni contratti su valute europee. Ad esempio, in seguito all'allargamento in agosto delle bande di oscillazione degli AEC si sono triplicati gli scambi nelle opzioni sul franco francese alla borsa di Filadelfia. I *futures* e le opzioni su indici azionari sono aumentati rispettivamente del 17 e 6%. L'attività è rimasta invece debole in Giappone, dove le transazioni complessive in tali strumenti sono diminuite del 27%.

Contratti collegati a valute negoziati principalmente fuori borsa

I mercati fuori borsa

Swaps di tasso d'interesse e di valuta. Nel primo semestre del 1993, ultimo periodo per il quale sono disponibili statistiche sui nuovi contratti fornite dall'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*), il valore nominale dei nuovi *swaps* è aumentato del 27% sul semestre precedente, raggiungendo un nuovo record di \$ 2.095 miliardi. Gli *swaps* di tasso d'interesse vi hanno concorso per \$ 1.938 miliardi e quelli di valuta per \$ 157 miliardi, con incrementi rispettivamente del 29 e 8% sul secondo semestre 1992. La crescita nel volume di *swaps* d'interesse ha segnato una forte accelerazione dopo il rallentamento del semestre precedente, mentre gli *swaps* di valuta hanno ripreso ad aumentare dopo un anno di contrazione.

Forte espansione degli *swaps* di tasso d'interesse...

Nel settore degli *swaps* di tasso d'interesse, la vigorosa espansione nel segmento delle valute diverse dal dollaro ha ridotto ulteriormente la quota delle operazioni in dollari (dal 43 al 40%). Tale espansione può aver rispecchiato le incertezze circa i tassi d'interesse in Europa e l'ulteriore sviluppo di

... soprattutto nelle monete diverse dal dollaro

Mercati di alcuni strumenti derivati negoziati fuori borsa¹

Strumenti	Nuovi contratti stipulati					Ammontare in essere a fine 1992
	1990	1991	1992 1° sem.	1992 2° sem.	1993 1° sem.	
	Ammontare nominale in miliardi di dollari USA					
Totale strumenti	1.769,3	2.332,9	1.768,0	1.949,0	2.605,0	5.345,7
Swaps di tasso d'interesse	1.264,3	1.621,8	1.318,3	1.504,3	1.938,5	3.850,8
Swaps di valute ²	212,8	328,4	156,1	145,8	156,8	860,4
Altri strumenti derivati collegati a swaps ³	292,3	382,7	293,6	298,8	509,7	634,5

¹ Solo dati rilevati dall'ISDA; le due contropartite nei contratti tra membri ISDA sono notificate una sola volta; esclusi gli strumenti come i *forward rate agreements*, le opzioni valutarie, le transazioni in cambi a termine e gli strumenti derivati collegati ad azioni e merci. ² Al netto delle duplicazioni di posizioni notificate in entrambe le valute, compresi gli *swaps* combinati di tasso d'interesse e di valuta. ³ *Caps, collars, floors* e *swaptions*.

Fonte: ISDA.

Ripresa degli
swaps valutari

tali strumenti in Europa e in Asia. Gli *swaps* con scadenze comprese fra cinque e otto anni hanno segnato un forte recupero dopo la contrazione subita nel secondo semestre 1992. La ripresa dell'attività sul mercato degli *swaps* di valuta è derivata principalmente dall'aumento dei contratti su yen e dollaro USA. Tuttavia, i nuovi contratti posti in essere nel primo semestre 1993 sono stati inferiori al massimo toccato nella seconda metà del 1991. Vi è stato un significativo aumento del taglio medio dei contratti in valuta, a indicazione che una parte relativamente ampia è collegata a grandi emissioni obbligazionarie internazionali, per le quali gli *swaps* comportano tipicamente importi maggiori rispetto alle transazioni di copertura.

Sensibile aumento
degli strumenti
derivati collegati
a swaps

Altri strumenti derivati collegati a swaps. Dopo la pausa segnata nella seconda metà del 1992, nel semestre successivo l'attività negli strumenti collegati a *swaps* (come *caps, floors, collars* e *swaptions*), ha avuto una netta ripresa, con un aumento particolarmente forte per le *swaptions*. Buona parte dell'incremento è riconducibile all'ingente volume di emissioni strutturate di euroobbligazioni e di EMTN. Le emissioni strutturate di FRN, comprendenti clausole del tipo *cap* e *collar*, sono salite da \$2,8 miliardi nel 1992 a \$19,1 miliardi nel 1993.

Crescente
popolarità
dei warrants...

Un'ulteriore indicazione delle dimensioni dell'attività sui mercati OTC degli strumenti derivati è fornita dall'ammontare senza precedenti di operazioni in *warrants* su azioni, titoli a reddito fisso e merci. Secondo dati di organismi privati, il valore aggregato delle emissioni di *warrant* è salito da \$9,8 miliardi nel 1992 a \$49,1 miliardi nel 1993. Sebbene un'ampia parte sia collegata ad azioni e obbligazioni europee, vi è stato anche un apprezzabile numero di emissioni su singole azioni o panieri di azioni di società in paesi in via di sviluppo. Le emissioni di *warrant* sono solitamente vendute a piccoli investitori che non hanno accesso alle borse organizzate o che risiedono in paesi in cui i mercati degli strumenti derivati collegati ad azioni non sono ancora sviluppati. Esse permettono inoltre agli investitori di assumere posizioni ad hoc verso particolari mercati azionari, più di quanto lo consentirebbero le borse organizzate o le equivalenti opzioni fuori borsa. La sostenuta attività e il crescente numero di intermediari risultano aver migliorato la liquidità e ridotto lo scarto positivo di prezzo rispetto alle opzioni fuori borsa.

Lo scorso anno si è assistito anche a un rilevante aumento delle emissioni di titoli strutturati, nell'intento di preservare i rendimenti correnti in un contesto di tassi d'interesse calanti. Ad esempio, sono stati offerti strumenti recanti cedole iniziali più alte, ma con il rimborso del capitale collegato a indici finanziari come quello azionario. In aggiunta, gli accresciuti flussi di investimenti azionari internazionali, unitamente all'alto grado di incertezza sui mercati dei cambi, hanno favorito la diffusione di strumenti che consentono l'accesso degli investitori ai mercati azionari esteri, eliminando in pari tempo il connesso rischio di cambio. L'allargamento delle bande di oscillazione degli AEC in agosto ha parimenti accresciuto l'interesse per prodotti quali le opzioni su panieri di monete partecipanti a tale meccanismo di cambio.

... e dei titoli
"strutturati"
con caratte-
ristiche di
strumento
derivato

Altri sviluppi del mercato e aspetti rilevanti per le politiche

Lo scorso anno la concorrenza tra le borse è proseguita intensamente. Ciò è stato soprattutto evidente in Europa, dove il LIFFE ha continuato a trarre vantaggio dalla posizione centrale di Londra sui mercati a pronti mondiali, ampliando il suo listino di strumenti collegati a titoli esteri. Nel contempo, altre borse europee hanno cercato di rafforzare la propria posizione competitiva nei confronti del LIFFE, concludendo accordi di cooperazione reciproca e allargando la gamma dei prodotti offerti. Per citare un esempio del primo tipo di strategia, il MATIF in Francia e la *Deutsche Terminbörse* (DTB) in Germania hanno stipulato un accordo che consente la negoziazione reciproca di alcuni contratti di tasso d'interesse. Un esempio del secondo tipo di strategia è l'introduzione da parte della DTB di un contratto interbancario in marchi che riprende alcune caratteristiche del contratto in euromarchi del LIFFE. La DTB ha anche introdotto un contratto a lungo termine (su obbligazioni del *Bund* e della *Treuhand* a 15–30 anni) a seguito della decisione del governo tedesco di riprendere le emissioni di titoli a lungo termine.

Concorrenza
fra le borse
in Europa

Negli Stati Uniti le borse si sono concentrate sulla creazione di prodotti e servizi che consentissero loro di competere più validamente con i mercati fuori borsa. Il *Chicago Board Options Exchange* (CBOE) ha introdotto le cosiddette opzioni "flex" sugli indici azionari che presentano alcune caratteristiche degli strumenti OTC, come la possibilità di scegliere il prezzo-base, la scadenza (fino a cinque anni) e la modalità di esercizio (americana o europea), assicurando al tempo stesso i vantaggi, in termini di ridotto rischio di controparte e di trasparenza di prezzo, offerti dagli strumenti negoziati in borsa. L'innovazione del CBOE è stata recepita da altre borse statunitensi nei contratti su indici azionari e su titoli del Tesoro USA. Tali contratti potrebbero migliorare la liquidità dei mercati delle opzioni, facilitando l'ingresso di nuove controparti (con minore merito di credito). Frattanto, il *Chicago Mercantile Exchange* (CME) e il *Singapore Mercantile Exchange* (SIMEX) hanno introdotto contratti su valute concepiti in modo da replicare le caratteristiche delle transazioni a pronti in valuta sui mercati OTC. I contratti "rolling spot" del CME, per esempio, consentono alle società di replicare le transazioni a pronti, ma senza regolamento automatico dopo due giorni (come nel caso del mercato a pronti) e senza scambio di importi lordi. Compensando guadagni e perdite infragiornaliere, il regolamento delle transazioni attraverso la borsa dovrebbe ridurre il

Le borse USA
introducono
contratti per
competere con
i mercati OTC

numero e il volume delle operazioni interbancarie e quindi i rischi di consegna. Con la costituzione di margini cauzionali in borsa dovrebbe anche diminuire sostanzialmente il rischio di controparte.

Nuove iniziative degli operatori per ridurre i rischi...

Negli ultimi anni le preoccupazioni per i crescenti rischi di controparte sui mercati fuori borsa hanno indotto gli operatori di mercato a rispondere in una molteplicità di modi. Fra questi si possono citare l'apprestamento di *master agreements* che prevedono procedure di compensazione; le clausole che contemplano la risoluzione dei contratti in caso di declassamento di una delle controparti o al raggiungimento di talune soglie di esposizione o al verificarsi di altri sfavorevoli cambiamenti nella situazione finanziaria di una controparte; l'obbligo di costituire garanzie a fronte delle posizioni OTC in essere; la periodica valutazione ai prezzi di mercato e il regolamento differenziale delle posizioni aperte; la riduzione delle linee di credito a controparti non di prim'ordine e la fissazione di massimali sulle esposizioni verso contraenti con migliore *rating*; e l'istituzione di affiliate per i prodotti derivati, capitalizzate separatamente.

... ma rimangono aspetti problematici

Sebbene molte di queste misure siano servite a ridurre i rischi di controparte, rimangono perplessità in merito alle implicazioni delle clausole di garanzia e di risoluzione, in quanto in periodi di instabilità dei mercati finanziari potrebbe risultare molto difficile valutare e ottenere le garanzie richieste. Inoltre l'imposizione o l'innalzamento dei requisiti di garanzia in caso di declassamento del merito di credito o di turbolenze sui mercati finanziari potrebbe accentuare l'instabilità di prezzo delle attività finanziarie vincolate a garanzia. Infine, sebbene le affiliate per i prodotti derivati siano state dotate di un complesso apparato giuridico e operativo per porle al riparo dal rischio di fallimento della casa-madre, permangono dubbi sulla loro capacità di rimanere immuni dai problemi di contagio che affliggono le strutture conglomerate in caso di difficoltà di una o più consociate.

Prosegue il dibattito sull'introduzione di organismi di compensazione OTC

Nel 1993 è proseguito il dibattito sull'introduzione di organismi di compensazione per gli strumenti derivati trattati fuori borsa. Se opportunamente congegnati, questi organismi potrebbero ridurre notevolmente il rischio di controparte insito in tali strumenti. Esistono tuttavia ostacoli tecnici e pratici all'estensione dell'istituto della *clearing house* ai mercati OTC, data l'atipicità delle transazioni e la mancanza di una metodologia univoca per la valutazione di molti strumenti (si veda il Capitolo VIII). Inoltre le controparti di prim'ordine potrebbero avere scarso interesse a partecipare a tali organismi. Nondimeno, un certo numero di intermediari finanziari e di borse ha cominciato ad offrire servizi di compensazione per i prodotti OTC. Ad esempio, una banca d'investimento in veste di agente per conto terzi ha introdotto un *marginig service* destinato alle transazioni fuori borsa per seguire sistematicamente i livelli di esposizione delle controparti, per effettuare richieste di margini cauzionali e periodiche rivalutazioni delle garanzie nonché per fornire servizi di custodia per le attività vincolate. Data la reattività dell'informazione finanziaria sui flussi inerenti ai margini di garanzia, tali servizi di *marginig* potrebbero essere di grandissima utilità per i partecipanti di "secondo grado" (quali i fondi pensione e le compagnie di assicurazione) che non entrano in concorrenza diretta con le maggiori banche commerciali e d'investimento.

Anche il *Chicago Board of Trade* (CBOT) ha annunciato progetti per introdurre un servizio di gestione delle garanzie a fronte di transazioni OTC e potrebbe infine lanciare un sistema di compensazione integrale per *swaps* semistandardizzati. Diverse altre borse stanno lavorando a schemi analoghi.

Durante lo scorso anno sono apparsi diversi studi sui mercati derivati ad opera di banche centrali, organi di vigilanza e legislativi, nonché operatori del mercato. Particolare interesse ha suscitato il rapporto pubblicato in luglio dal Gruppo dei Trenta. Elaborato prevalentemente da operatori di mercato, tale studio fornisce un quadro d'insieme dell'attività sui mercati derivati, dei rischi inerenti e delle procedure per la loro gestione. Esso contiene altresì una serie di raccomandazioni sulle regole di condotta dei *dealers* e degli utilizzatori finali, volte a migliorare la gestione del rischio e la trasparenza del mercato. Oltre a ciò, il rapporto invita gli organi legislativi e di controllo a riconoscere gli schemi di compensazione, a rimuovere le incertezze di natura giuridica e procedurale, a eliminare le distorsioni fiscali che incidono sull'impiego degli strumenti derivati e a promuovere procedure contabili e di segnalazione omogenee sul piano internazionale. Il rapporto conclude che lo sviluppo dei mercati derivati non ha introdotto rischi di natura fondamentale diversa rispetto a quelli già presenti nei mercati finanziari. Esso sostiene anche che l'attività in strumenti derivati non ha accentuato in misura significativa i rischi sistemici e che gli aspetti problematici dal punto di vista prudenziale possono essere affrontati nel quadro delle esistenti strutture di vigilanza. Il rapporto ha avuto una diffusa accoglienza positiva negli ambienti di vigilanza per aver enunciato principi di sana gestione del rischio; nondimeno, è stata generalmente avvertita l'utilità di condurre un'analisi più approfondita delle questioni poste alle autorità di controllo dagli strumenti derivati. Tali questioni non sono limitate alla sana gestione di singole imprese, ma concernono altresì la trasparenza del mercato, la tutela della clientela e, più in generale, gli aspetti sistemici.

Le pesanti perdite subite durante il 1993 da talune società utilizzatrici di prodotti derivati hanno accentuato le preoccupazioni per il modo in cui questi strumenti sono stati impiegati. Tali perdite sarebbero in buona parte riconducibili a vari fattori: strategie di copertura inappropriate, inadeguati meccanismi di controllo interni (i quali hanno consentito che venissero effettuate operazioni fraudolente o non autorizzate), assunzione di posizioni speculative, finalizzate a incrementare gli utili in un contesto di rendimenti decrescenti sulle attività finanziarie, o calcoli errati delle implicazioni fiscali degli strumenti derivati.

Queste perdite e il dibattito in corso sui potenziali rischi connessi ai mercati dei prodotti derivati hanno acuito l'esigenza di sviluppare più appropriati metodi di misurazione delle esposizioni che tali strumenti di fatto comportano e delle dimensioni dei relativi mercati rispetto a quelli a pronti. Già nel Rapporto *Recent Developments in International Interbank Relations* (Rapporto Promisel), pubblicato nel 1992 da un gruppo di lavoro istituito dalle banche centrali del Gruppo dei Dieci, si raccomandava un miglioramento nella qualità e completezza delle statistiche sui mercati OTC degli strumenti derivati. Al momento, i dati sui mercati derivati sono raccolti da borse, varie associazioni del settore (come la *Futures Industry Association* e l'ISDA) e organi di controllo nazionali (nell'ambito delle loro funzioni di vigilanza). Talune

Studi di recente pubblicazione auspicano ...

... una migliorata gestione del rischio e trasparenza del mercato

Esigenza di un'analisi più approfondita degli aspetti rilevanti per le politiche

informazioni possono essere ricavate anche dai rendiconti gestionali pubblicati da intermediari e utilizzatori finali. Recentemente, sono stati seguiti con particolare attenzione i dati sull'ammontare nominale di *swaps* in essere notificati dall'ISDA. Sebbene le rilevazioni di tale Associazione siano attualmente le più esaurienti per quanto concerne gli *swaps* e le transazioni collegate, nondimeno i dati raccolti offrono un'indicazione solo parziale dell'attività sui mercati OTC. Tale attività è in effetti molto più ampia, comprendendo anche strumenti a termine e assimilabili alle opzioni su valute, titoli a reddito fisso e azioni, nonché una vasta gamma di *swaps* combinati e titoli strutturati. Nel maggio di quest'anno, il Presidente del Comitato dei Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci ha annunciato che il Comitato aveva approvato il progetto di avviare un'inchiesta globale sull'attività nei mercati derivati da condurre in connessione con la prossima inchiesta triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi, che avrà luogo nell'aprile 1995.

Oro

Risveglio
dell'interesse per
l'oro da parte
degli investitori ...

Dopo diversi anni di modesto interesse, nel 1993 gli investitori nell'America del Nord e in Europa sono tornati a considerare l'oro come uno strumento d'investimento attraente. La tendenza calante dei tassi d'interesse, che ha ridotto il costo-opportunità della detenzione del metallo, e l'instabilità dei mercati valutari e finanziari hanno congiuntamente dato impulso alla domanda del mercato. Mentre la recessione in Europa ha frenato gli acquisti di oro destinati all'oreficeria e ad altre produzioni, vi è stato un leggero incremento dei

Mercato dell'oro: fonti e impieghi (stime)					
Voci	1989	1990	1991	1992	1993
	in tonnellate				
Produzione mondiale ¹	2.070	2.135	2.160	2.235	2.280
Sudafrica	608	605	601	614	620
Stati Uniti	266	294	296	329	336
Australia	204	244	236	244	247
Ex Unione Sovietica	285	270	252	237	244
Canada	160	167	177	160	151
Cina	86	95	110	118	127
Brasile	101	84	79	77	76
Papua Nuova Guinea	34	34	61	71	62
Altri paesi	326	342	348	385	417
Offerta netta da disponibilità ufficiali ²	180	30	70	305	565
Offerta netta da operazioni finanziarie ^{1,3}	140	235	65	185	135
Totale (= impieghi stimati non monetari)	2.390	2.400	2.295	2.725	2.980
Per memoria:	Medie annue, in dollari USA per oncia				
prezzi di mercato dell'oro					
in dollari USA correnti	381	384	362	344	360
in dollari USA costanti ⁴	119	114	103	95	97

¹ Sulla base dei dati pubblicati da Gold Fields Mineral Services Ltd (Londra). ² Sulla base dei dati segnalati al FMI. ³ Comprende prestiti di oro, vendite a termine e operazioni di copertura a fronte di opzioni. ⁴ Dati deflazionati in base all'indice USA dei prezzi al consumo (1970 = 100).

consumi nell'America del Nord con l'accelerarsi della crescita economica in quel paese. Nel complesso, tuttavia, la domanda a fini di consumo è calata rispetto alla punta massima raggiunta nel 1992.

Dal lato dell'offerta, la produzione mineraria è aumentata leggermente, ma l'aspetto di maggior rilievo è costituito dall'ammontare di oro insolitamente alto ceduto dai detentori ufficiali. In effetti, le vendite nette sono risultate maggiori che in qualsiasi altro anno dal 1979 in poi. Ciò è principalmente dovuto al regolamento di una transazione a termine per 400 tonnellate di oro conclusa dai Paesi Bassi verso la fine del 1992, e alle vendite record effettuate dal Canada nel quadro del programma a lungo termine di riduzione delle proprie disponibilità auree ufficiali.

Dato il vigore della domanda di oro a fini d'investimento e speculativi, per la prima volta da sei anni le quotazioni dell'oro si sono rafforzate (in termini reali), superando \$ 390 a fine anno, con un aumento del 17% rispetto al livello di fine 1992. Nei primi quattro mesi del 1994 il prezzo dell'oro si è mosso entro un intervallo di \$ 370–395. Lo scorso anno i mercati degli strumenti derivati hanno avuto importanti ripercussioni sul mercato dell'oro. Vari strumenti finanziari collegati all'oro hanno consentito agli investitori di assumere posizioni senza dover sostenere i costi di detenzione fisica del metallo. In più occasioni è stata segnalata la presenza sul mercato di *hedge funds* e di operatori primari. La variabilità di prezzo è aumentata sensibilmente nella primavera del 1993, ed è rimasta elevata fino a settembre. Ciò a sua volta ha indotto gli operatori che gestiscono attivamente i loro portafogli a seguire con maggiore attenzione il mercato dell'oro.

...soddisfatto
da un'abbondante
offerta dei deten-
tori ufficiali...

... con un certo
rafforzamento
delle quotazioni

VI. Politica monetaria

Aspetti salienti

Lo scorso anno l'impostazione della politica monetaria nei paesi industriali ha rispecchiato il desiderio delle autorità di assecondare una graduale ripresa dell'attività economica e, in pari tempo, di consolidare ed estendere i successi conseguiti nella lotta all'inflazione.

Negli Stati Uniti la politica monetaria ha mantenuto un indirizzo accomodante nel corso del 1993, ma è poi stata moderatamente inasprita nei primi mesi di quest'anno, nell'intento di impedire una recrudescenza dell'inflazione allorché si è accelerato il ritmo di espansione economica ed è diminuito il sottoimpiego di risorse produttive. Negli altri paesi industriali i tassi d'interesse hanno invece continuato a calare. È proseguito l'allentamento delle condizioni monetarie in quei paesi che nell'ultima parte del 1992 o agli inizi del 1993 avevano lasciato fluttuare ovvero svalutato la propria moneta. In Germania i tempi dell'allentamento monetario hanno tenuto conto del lento attenuarsi delle pressioni sui salari e sui prezzi. Negli altri paesi partecipanti agli Accordi europei di cambio (AEC) la politica monetaria è stata resa più permissiva soprattutto dopo l'ampliamento delle bande di fluttuazione, allorché le rispettive valute, dopo un iniziale indebolimento, hanno recuperato nei confronti del marco tedesco.

Con il ribasso dei tassi d'interesse, nel 1993 l'evoluzione dei prezzi delle attività è stata alquanto più positiva che nell'anno precedente. Il calo dei prezzi degli immobili si è arrestato in alcuni paesi ed è rallentato in altri, sebbene la loro debolezza continui ad ostacolare la ripresa economica in Giappone e in molti paesi europei. I corsi obbligazionari sono stati in ascesa per la maggior parte dell'anno e così pure quelli azionari, con l'importante eccezione del Giappone, sono stati generalmente sostenuti. Tuttavia nei primi mesi del 1994 i prezzi delle attività finanziarie hanno subito una flessione.

La tardiva reazione dell'attività economica all'abbassamento dei tassi d'interesse a breve e le differenze esistenti fra i vari paesi in termini di scadenza e di modalità di tasso dei contratti finanziari, messe in chiaro risalto dalle turbolenze sui mercati valutari, hanno attratto maggiormente l'attenzione sul processo di trasmissione della politica monetaria e sottolineato l'esigenza di flessibilità nell'applicazione di quest'ultima.

Le autorità monetarie hanno continuato nondimeno a porre l'accento sull'importanza della stabilità dei prezzi quale obiettivo finale della politica monetaria. Tuttavia, gli approcci da esse seguiti per realizzare tale obiettivo differiscono ora considerevolmente, specie per quanto concerne l'utilizzo degli obiettivi intermedi e la pubblicazione di obiettivi quantificati per l'inflazione.

Politica monetaria e attività economica

Lo scorso anno le banche centrali nei paesi industriali sono state poste dinanzi a difficili scelte circa la misura in cui esse avrebbero potuto assecondare la ripresa economica senza mettere a repentaglio i risultati conseguiti sul fronte della stabilità dei prezzi. La persistenza di un sottoimpiego del potenziale produttivo negli Stati Uniti e l'indebolirsi dell'attività economica in Giappone sono stati i fattori alla base dell'orientamento impresso alla politica monetaria in questi due paesi. Nella maggior parte dei paesi europei, invece, la politica monetaria è stata in vario grado condizionata dal timore che un rapido allentamento potesse rimettere in moto spinte inflazionistiche, agendo direttamente sulle aspettative o indirettamente sul tasso di cambio. Le differenti valutazioni delle conseguenze di un abbassamento dei tassi a breve sono all'origine delle diversità nell'orientamento della politica monetaria fra gli Stati aderenti agli AEC e gli altri paesi.

Indicatori delle condizioni monetarie interne

Per valutare l'impatto della politica monetaria sull'economia è necessario l'impiego di molteplici indicatori. I tassi d'interesse a breve rappresentano lo strumento più direttamente sotto il controllo delle autorità, ma non necessariamente la variabile più importante alla base delle scelte economiche. L'influsso della politica monetaria sull'attività economica dipende altresì dai tassi d'interesse a lungo termine, dai rapporti di cambio e dai prezzi delle attività interne, nonché dagli effetti (non osservabili) prodotti dai cambiamenti nelle politiche in termini di aspettative inflazionistiche.

Il differenziale fra tassi nominali a breve e rendimenti obbligazionari trova varie interpretazioni. Una curva dei rendimenti inclinata positivamente indica che i tassi a breve sono bassi rispetto al loro livello medio atteso in futuro, e che pertanto la politica monetaria è relativamente allentata. Non vi è tuttavia alcun collegamento meccanico fra le variazioni dei tassi a breve indotte dalla manovra monetaria e il comportamento dei tassi a lunga. Allorché una riduzione dei tassi a breve è vista come facente parte di una credibile strategia mirata alla stabilità dei prezzi, ad essa può accompagnarsi un calo dei rendimenti obbligazionari. Se viene invece giudicata come espressione dell'intento di accordare una maggiore priorità alla crescita economica rispetto al contenimento dell'inflazione, l'effetto può essere opposto. Nella maggior parte dei paesi l'impatto esercitato sul prodotto dalle variazioni dei tassi controllati dalle autorità dipende in misura significativa dal comportamento dei tassi a lunga, e ciò sottolinea l'importanza della credibilità nell'influenzare la risposta dei mercati obbligazionari alla manovra monetaria. Nel corso del 1993 la flessione dei tassi a breve in Europa aveva suscitato una reazione parallela dei rendimenti a lungo termine, laddove agli inizi di quest'anno i tassi a lunga e a breve si sono mossi in direzioni opposte, ripristinando in parecchi paesi una curva a inclinazione positiva.

Mentre i tassi d'interesse a breve costituiscono la variabile strumentale della politica monetaria, il ritmo di espansione della quantità di moneta è stato ampiamente utilizzato per valutarne l'orientamento. Un crescente numero di paesi ha dovuto tuttavia constatare che la domanda di moneta non è abbastanza

Tassi d'interesse
a breve

Struttura per
scadenza dei tassi
d'interesse

Andamenti
degli aggregati
monetari e
crediti

stabile da consentire l'impiego dei tassi di crescita monetaria come principale parametro-guida per la conduzione della politica nel breve periodo. Il cambiamento nelle modalità dell'intermediazione finanziaria, indotto sia dall'innovazione sia dal mutato contesto in termini di tasso d'interesse, ha infatti indebolito la relazione fra la dinamica degli aggregati monetari e il livello della domanda finale. Ciò nonostante, in molti paesi al comportamento della moneta e del credito continua ad essere assegnato un certo ruolo, talvolta importante, come variabile segnaletica.

Politica monetaria e condizioni monetarie nelle maggiori economie

Politica
monetaria negli
Stati Uniti...

Nell'abbassare i tassi d'interesse a breve negli Stati Uniti negli ultimi anni, la *Federal Reserve* aveva espressamente tenuto conto degli eccezionali vincoli finanziari gravanti sull'attività economica a causa dell'onere debitorio delle imprese e delle famiglie. Sebbene i tassi a breve non siano ulteriormente calati nel 1993, la flessione dei rendimenti obbligazionari nei primi tre trimestri dell'anno ha facilitato la ristrutturazione dei bilanci in entrambi i settori e ha contribuito ad accrescere la spesa in investimenti sensibili ai tassi d'interesse, favorendo così l'assorbimento di capacità produttiva inutilizzata. Le istituzioni creditizie hanno iniziato ad allentare le stringenti condizioni di prestito, pur conservando ampi margini d'interesse. Mentre gli impieghi bancari sono cresciuti lentamente, il finanziamento non bancario sui mercati obbligazionari e azionari è stato eccezionalmente elevato. La modesta espansione degli aggregati monetari ampi, in parte conseguente ad ingenti collocamenti nei fondi comuni obbligazionari e azionari, ha comportato un ulteriore aumento della velocità di circolazione di M_2 . Agli inizi del 1994, un primo aggiustamento verso l'alto del tasso sui *federal funds*, pur lasciando i tassi d'interesse a breve ancora in prossimità del tasso d'inflazione di fondo, ha tuttavia prodotto un'assai più brusca reazione sui mercati obbligazionari.

... Giappone ...

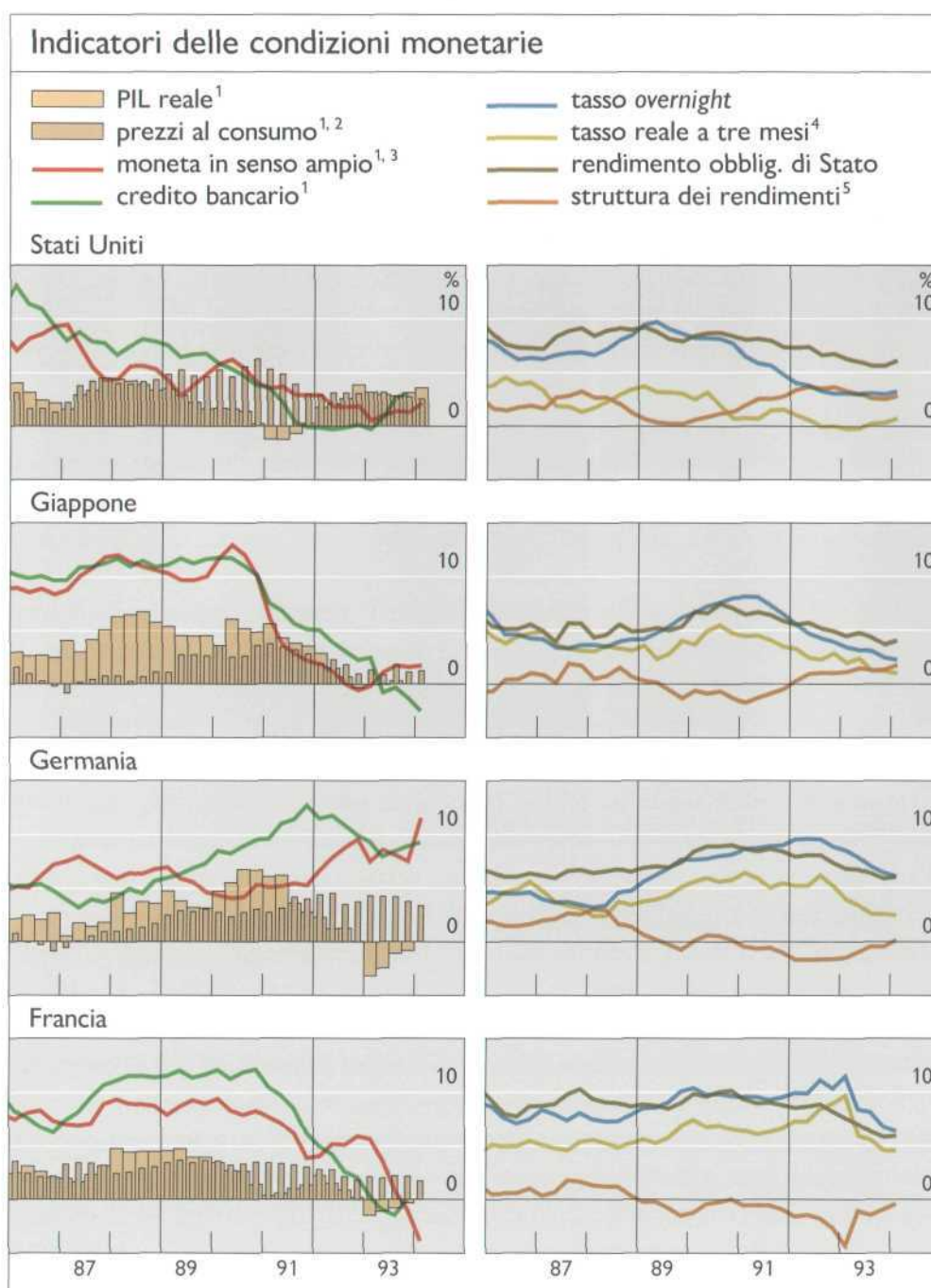
In Giappone i tassi *overnight* del mercato monetario sono stati nuovamente abbassati nell'autunno 1993, quando un calo della fiducia e dell'attività di investimento delle imprese ha ulteriormente peggiorato le prospettive di crescita economica. La perdurante lenta espansione di $M_2 + CD$ e il calo del credito bancario al settore privato hanno rispecchiato una contrazione degli investimenti reali e aggiustamenti di bilancio da parte delle imprese non finanziarie, nonché una reazione delle banche all'ampliarsi delle sofferenze. I tassi d'interesse a breve sono scesi a livelli eccezionalmente bassi in termini nominali; tuttavia, poiché lo scorso anno i prezzi al consumo sono saliti di pochissimo e quelli alla produzione hanno addirittura segnato un calo, i tassi reali a breve sono probabilmente rimasti un po' più alti che negli Stati Uniti.

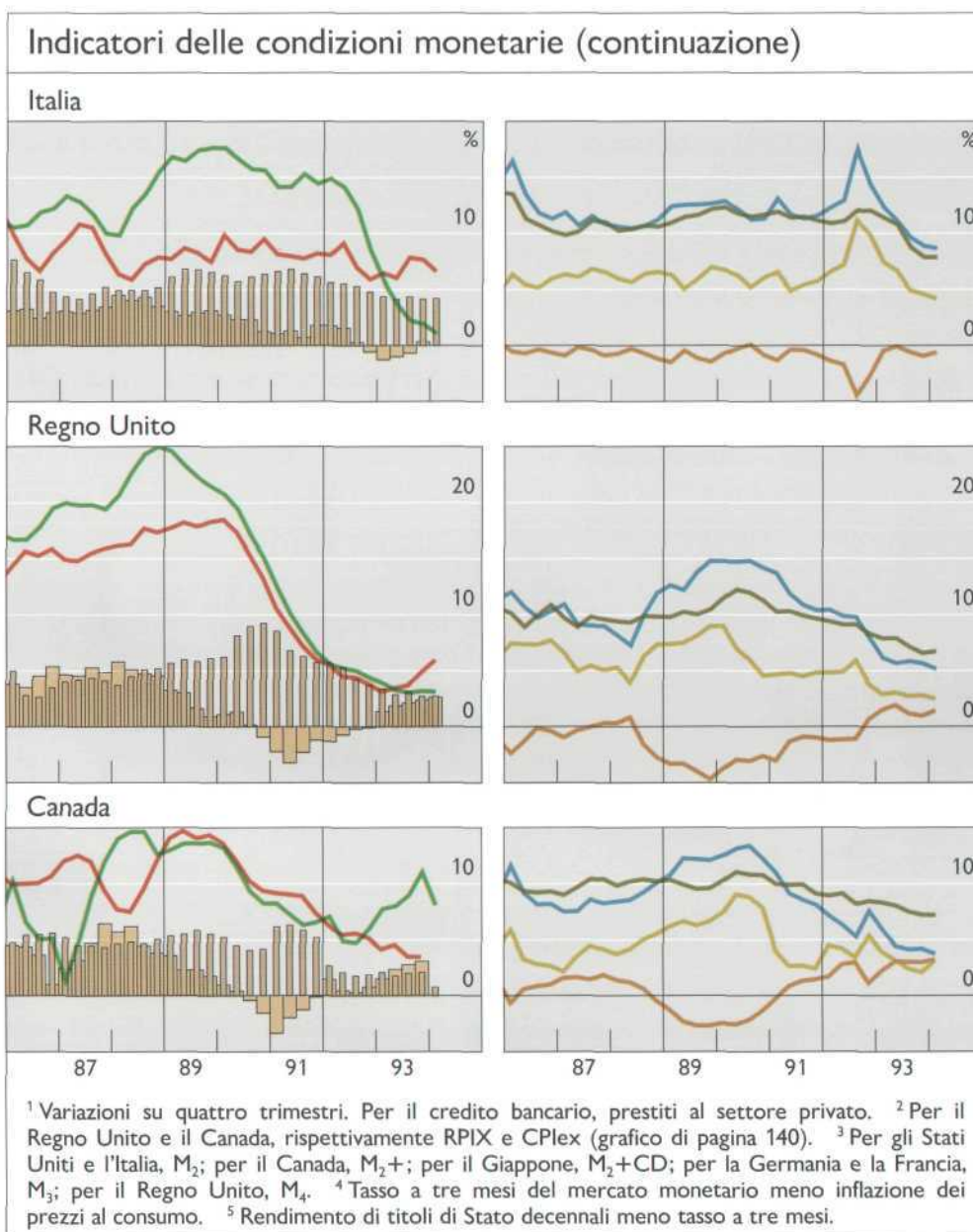
... Germania,
Francia,
Regno Unito,
Italia...

Nelle quattro maggiori economie europee verso la fine del 1992 e agli inizi del 1993 i tassi d'interesse a breve si situavano su livelli elevati in relazione sia ai tassi correnti d'inflazione dei prezzi al consumo, sia ai rendimenti obbligazionari. In termini reali essi sono calati nel Regno Unito e in Italia dopo il passaggio alla fluttuazione delle rispettive monete. Nel caso del Regno Unito la flessione è intervenuta nell'arco di circa sei mesi dall'uscita dagli AEC, mentre in Italia le riduzioni sono state più gradualmente e sono proseguite nel corso dell'intero anno. In Germania i tassi d'interesse a breve sono stati abbassati

gradatamente, a mano a mano che si attenuavano le spinte inflazionistiche. Dopo l'ampliamento delle bande di fluttuazione degli AEC i tassi reali a breve sono sensibilmente diminuiti anche in Francia. I rendimenti obbligazionari in Germania, Francia e Italia hanno in generale seguito un corso flettente dopo la metà del 1993, rimanendo al disotto dei tassi a breve fino agli inizi di quest'anno.

In Germania nel 1993 la crescita di M_3 è rimasta sostenuta, e così pure la domanda di credito a lungo termine, mentre si è indebolita notevolmente la domanda di finanziamenti a breve. L'impennata della crescita monetaria nell'ultima parte del 1993 e agli inizi di quest'anno è dovuta in parte a fattori speciali connessi a modifiche fiscali. L'accelerazione di M_4 nel Regno Unito va collegata alla ripresa del credito bancario al settore famiglie, giacché la domanda di moneta in senso ampio da parte delle imprese è rimasta debole. In Francia M_3





e il credito bancario hanno segnato una diminuzione, di riflesso alla debolezza dell'economia ma anche per effetto di uno spostamento di impieghi e di depositi verso i mercati finanziari, in seguito a modifiche nel trattamento fiscale dei fondi del mercato monetario. La rapida crescita di M_2 in Italia durante il 1993 pare essere in gran parte attribuibile al declino dei tassi d'interesse.

... e Canada

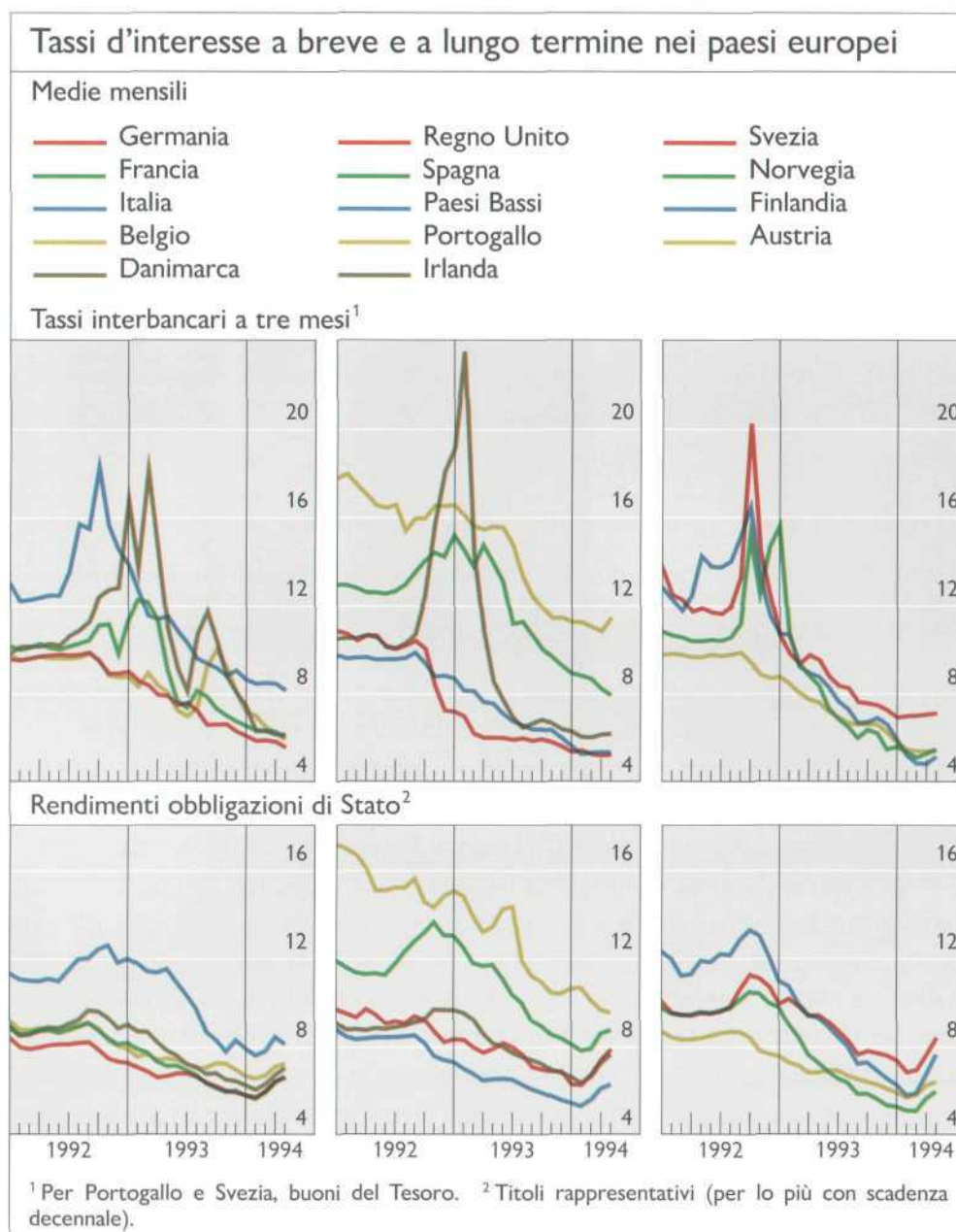
In Canada la politica monetaria ha perseguito il duplice obiettivo di allentare le condizioni monetarie in considerazione dell'ampio margine di capacità produttiva eccedente e, al tempo stesso, di contrastare pressioni al ribasso sul dollaro canadese che potevano mettere in pericolo l'obiettivo annunciato per l'inflazione. Nel 1993 i tassi d'interesse a breve sono in generale calati, per poi tuttavia risalire nella primavera del 1994 ben al di sopra dei livelli statunitensi – nonostante la presenza da lungo tempo di favorevoli differenziali d'inflazione – in quanto le autorità hanno cercato di contenere l'indebolimento del dollaro canadese. I rendimenti obbligazionari sono rimasti superiori a quelli degli Stati Uniti, verosimilmente a causa del premio di rischio connesso alle incertezze

politiche e agli ampi disavanzi di bilancio, specie in talune province. Sebbene sia stato anche influenzato dalla preferenza mostrata sia dalle imprese mutuatrici sia dai prestatori di fondi per gli strumenti del mercato finanziario, il tasso di espansione del credito bancario e di M_2+ ha soprattutto rispecchiato il lento ritmo della ripresa economica.

Politica monetaria e condizioni monetarie negli altri paesi industriali

In molti paesi la politica del tasso d'interesse ha continuato ad essere fortemente influenzata dagli sviluppi sui mercati valutari. In alcuni paesi aderenti agli AEC l'azione in difesa del tasso di cambio si è tradotta in sensibili aumenti dei tassi d'interesse a breve nei primi mesi e verso la metà del 1993. Le autorità monetarie hanno mantenuto un orientamento cauto dopo l'ampliamento dei margini di oscillazione, e le riduzioni dei tassi d'interesse sono state in genere finalizzate al ristabilimento dei differenziali pre-crisi rispetto alla Germania. Agli

La politica monetaria nei paesi AEC



Finlandia,
Norvegia e
Svezia

inizi del 1994 le posizioni relative delle monete nella banda AEC erano paragonabili a quelle esistenti prima dell'ampliamento dei margini.

Nel 1993 e nei primi mesi di quest'anno i tassi nominali a breve sono scesi al disotto dei livelli tedeschi soltanto in pochi paesi europei. A parte il Regno Unito, fra di essi figurano: la Finlandia, la cui moneta dopo la precedente perdita di valore esterno, lo scorso anno si è apprezzata in termini reali effettivi; la Norvegia, che ha mantenuto stabile la corona rispetto all'ECU dopo un leggero deprezzamento nell'ultima parte del 1992; e i Paesi Bassi, la cui moneta è rimasta strettamente collegata al marco tedesco. In Svezia i tassi d'interesse a breve, pur essendo considerevolmente calati, sono rimasti ben superiori a quelli presenti in Germania.

Nel valutare l'evoluzione della politica e delle condizioni monetarie occorre tenere conto degli sviluppi sui mercati dei cambi. Un deprezzamento del cambio, a tassi d'interesse invariati, rappresenta di fatto un allentamento delle condizioni monetarie. Esso può, ceteris paribus, generare spinte inflazionistiche sia attraverso il suo impatto sulla domanda di esportazioni nette, sia a causa degli effetti diretti di traslazione dei più elevati prezzi all'importazione.

Effetto
delle variazioni
del cambio sulle
condizioni
monetarie

Negli ultimi due anni i tassi di cambio reali dei paesi europei si sono evoluti in modo assai diverso. In Svezia e in Finlandia, così come nel Regno Unito e in Italia, le condizioni monetarie hanno subito un allentamento per effetto del deprezzamento delle rispettive monete nel 1992-93. In Spagna e in Irlanda l'attività economica è stata stimolata dai riallineamenti in seno agli AEC, i quali hanno comportato un deciso calo del tasso di cambio effettivo reale. In complesso questo è variato di poco nel caso del Belgio, mentre si è apprezzato nei Paesi Bassi e in Danimarca.

Evoluzione
dei tassi reali
a breve

Nel 1993 il difforme andamento dei tassi di cambio reali ha costituito per le economie europee minori un fattore più rilevante che non le divergenze nell'evoluzione dei tassi d'interesse reali. Rispetto agli inizi del 1992 questi ultimi sono complessivamente calati in tutti i paesi europei. Infatti, da allora fino alla primavera del 1994 i tassi d'interesse a breve in Belgio, Paesi Bassi, Danimarca e Spagna sono diminuiti di circa 2-3 punti in termini reali, sostanzialmente in linea con quanto avvenuto in Germania. Il declino pare essere stato nel complesso maggiore in Svezia, Norvegia e Finlandia, ma in entrambi i gruppi di paesi i tassi reali a breve sono rimasti superiori a quelli tedeschi.

Tassi a lungo
termine

Sebbene la flessione dei tassi d'interesse a breve abbia contribuito a spianare la strada alla ripresa economica, in molti paesi dell'Europa continentale sono piuttosto i rendimenti a lungo termine che svolgono un ruolo preminente nel finanziamento delle famiglie e delle imprese non bancarie, come si vedrà più oltre. Fatto interessante, nella maggior parte dei paesi europei che hanno subito un deprezzamento della propria moneta nel 1993 i tassi a lunga sono calati più dei rendimenti tedeschi. In effetti, i differenziali si sono ridotti persino rispetto ai livelli presenti nella primavera del 1992, prima della crisi valutaria. In parte ciò è senz'altro attribuibile a una diminuzione del rischio di cambio di breve periodo ad avvenuto deprezzamento, nonché ai segni sempre più evidenti di un impatto relativamente modesto della svalutazione sui prezzi. Nondimeno, l'azione risoluta per contrastare le pressioni sul mercato dei cambi, anche quando essa in definitiva non è riuscita nell'intento, nonché la cautela

Tassi d'interesse reali e variazioni dei cambi reali							
Paesi	Tassi d'interesse reali a breve ¹					Variazioni dei tassi di cambio reali ^{2,4}	
	Livello ²			Variazione ³			
	Marzo			Dodici mesi terminanti a marzo			
	1992	1993	1994	1993	1994	1993	1994
Germania	4,9	3,7	2,6	-1,1	-1,1	9,4	0,7
Francia	7,2	9,1	4,8	1,9	-4,3	7,7	0,4
Belgio	6,9	5,4	3,9	-1,5	-1,6	2,4	- 2,7
Paesi Bassi	5,7	5,1	2,3	-0,6	-2,8	6,0	0,3
Danimarca	7,5	13,4	4,4	5,9	-8,9	7,6	- 3,7
Irlanda	6,9	9,1	4,4	2,1	-4,7	- 3,7	- 4,2
Spagna	5,7	10,6	3,2	4,9	-7,5	- 9,6	-16,2
Italia	6,9	7,1	4,2	0,2	-2,9	-21,5	- 4,1
Regno Unito	4,9	2,5	2,7	-2,4	0,2	-14,6	1,4
Svezia	9,3	4,8	5,4	-4,5	0,6	-25,0	- 9,5
Norvegia	7,8	6,3	4,3	-1,6	-2,0	- 0,4	- 3,3
Finlandia	9,4	6,2	4,4	-3,2	-1,6	-25,9	1,5
Giappone	3,1	2,1	1,1	-1,0	-1,0	21,0	16,8
Canada	5,1	3,4	4,2	-1,7	0,8	- 5,0	-10,1
Australia	5,9	4,1	3,6	-1,7	-0,6	- 7,3	- 2,7
Svizzera	2,7	1,5	2,6	-1,2	1,1	- 0,1	4,8

¹ Tassi a tre mesi corretti per la variazione dei prezzi al consumo sui precedenti dodici mesi (per il Regno Unito, prezzi al consumo esclusi interessi ipotecari; per il Canada, prezzi al consumo esclusi generi alimentari ed energia). ² In percentuale. ³ In punti percentuali. ⁴ Calcolati sulla base dei costi unitari di lavoro.

Fonti: statistiche nazionali e BRI.

mostrata successivamente nell'abbassare i tassi d'interesse a breve, possono aver giovato alla credibilità della politica monetaria. Inoltre, in alcuni dei paesi la cui moneta si era deprezzata i provvedimenti presi per rafforzare il quadro istituzionale della politica monetaria, per esempio ampliando l'autonomia della banca centrale, hanno contribuito ad accrescere la fiducia degli operatori nelle strategie orientate alla stabilità.

In Australia la flessione del tasso di cambio reale fino al settembre 1993 e il suo successivo rafforzamento hanno concorso a mitigare l'impatto sull'economia dell'evoluzione dei prezzi delle materie prime esportate. I tassi *overnight* sono stati mantenuti invariati. In Svizzera l'effetto prodotto sulle condizioni monetarie dall'apprezzamento del franco svizzero in termini reali effettivi negli ultimi mesi del 1993 è stato in parte controbilanciato da un abbassamento dei tassi d'interesse a breve. I tassi a breve reali in entrambi i paesi, le cui monete da lungo tempo fluttuano liberamente, sono rimasti ad un livello più elevato che negli Stati Uniti.

La politica monetaria in Australia e Svizzera

Politica monetaria e inflazione

I diversi quadri di riferimento della politica monetaria

Per molti anni la conduzione della politica monetaria nella maggior parte dei paesi industriali si era basata sull'assunto che sia la stabilità dei prezzi, sia una soddisfacente dinamica complessiva dell'economia potevano essere perseguite

L'uso di obiettivi intermedi

nel modo migliore impostando la politica medesima in funzione di un obiettivo intermedio fungente da ancora nominale. Si riteneva che la stabilizzazione della crescita di un appropriato aggregato monetario, data una ragionevole stabilità della domanda di moneta, oppure un congruo obiettivo di cambio, data una soddisfacente dinamica economica nel paese di riferimento, costituissero la via migliore per realizzare la stabilità dei prezzi a medio e a più lungo termine. La stabilità dei prezzi nel lungo periodo veniva a sua volta considerata come il contesto più propizio per la crescita del prodotto, degli investimenti e dell'occupazione. Il fatto che venisse così ad essere limitata la possibilità delle autorità monetarie di reagire discrezionalmente alle perturbazioni era visto come un inconveniente minore rispetto al rischio che gli interventi discrezionali potessero essere malintesi o influenzati indebitamente da considerazioni di ordine politico. L'impiego di obiettivi intermedi quale strumento di coerenza della politica monetaria era inteso a limitarne le distorsioni sistematiche in senso inflazionistico e a guadagnarle credibilità.

Il quadro di riferimento della politica monetaria è ora più diversificato

Più di recente, in diversi paesi il quadro operativo della politica monetaria, in particolare per quanto concerne l'uso di obiettivi e indicatori intermedi, è divenuto più diversificato. Vi è ampio consenso sul fatto che, pur potendo esercitare effetti sul prodotto a breve termine, la politica monetaria influenza soprattutto il tasso d'inflazione nel più lungo periodo. L'inflazione, a sua volta, ha effetti avversi sull'efficiente utilizzo delle risorse. Minore è invece il consenso circa il modo migliore per assicurare che l'obiettivo della stabilità dei prezzi sia opportunamente considerato nell'applicazione degli strumenti di politica monetaria. Il quadro di riferimento entro il quale talune banche centrali cercano di affrontare questo problema si è evoluto. Nel Regno Unito, in Canada, Svezia, Finlandia e Nuova Zelanda sono stati fissati obiettivi di inflazione quantificati, mentre nei Paesi Bassi e in Austria continua ad essere impiegato come obiettivo intermedio uno stringente impegno di cambio. Le parità centrali AEC restano il punto di riferimento per la politica monetaria anche in quei paesi che hanno adottato più ampi margini di fluttuazione. Altri paesi si basano su una pluralità di indicatori, e minore importanza è stata attribuita negli Stati Uniti e in Giappone durante gli ultimi due anni all'andamento degli aggregati monetari.

Obiettivi di crescita degli aggregati monetari

Potenzialmente gli obiettivi in termini di aggregati monetari forniscono un chiaro parametro-guida e contribuiscono ad evidenziare la responsabilità delle autorità monetarie a riguardo dell'inflazione. Essi diventano tuttavia meno utili quando la dinamica degli aggregati prescelti non presenta una correlazione sufficientemente stretta con gli obiettivi finali oppure non può essere controllata con la necessaria precisione mediante lo strumentario a disposizione delle banche centrali. Negli ultimi due o tre anni si sono ulteriormente accresciute le difficoltà incontrate dalle banche centrali nell'utilizzo degli aggregati monetari come variabili di obiettivo e indicatori, negli Stati Uniti e in Giappone a causa della decrescente quota di intermediazione finanziaria delle istituzioni creditizie, e in alcuni paesi europei per l'impatto delle turbolenze nei mercati dei cambi sugli andamenti monetari.

Obiettivi pubblicati per gli aggregati monetari						
Variazioni quarto trimestre su quarto trimestre, in percentuale ¹						
	Stati Uniti			Giappone	Germania	Francia
	M ₂	M ₃	TDNS	M ₂ +CD	M ₃	M ₃
1993 Obiettivo ²	1-5	0-4	4-8	2	4 ¹ / ₂ -6 ¹ / ₂	4-6 ¹ / ₂
Risultato	1,3	0,5	4,9	1,6	7,4	-1,5
1994 Obiettivo ²	1-5	0-4	4-8	1-2 ³	4-6	5
	Regno Unito		Italia	Spagna	Svizzera	Grecia
	M0	M ₄	M ₂	ALP	MBC	M ₃
1993 Obiettivo ²	0-4	3-9	5-7	4 ¹ / ₂ -7 ¹ / ₂	3	9-12
Risultato	5,6	5,9	7,8	8,6	2,8	15,2
1994 Obiettivo ²	0-4	3-9	5-7	3-7	1	9-11

Nota: TDNS = indebitamento totale sull'interno dei settori non finanziari; M0 = base monetaria ampia; ALP = attività liquide in mano al pubblico; MBC = moneta della banca centrale.

¹ Per Spagna e Grecia, dicembre su dicembre; per il risultato nel Regno Unito, periodo di dodici mesi terminante nel marzo dell'anno seguente. ² Per il Regno Unito e gli Stati Uniti (TDNS), intervalli segnaletici; per il Giappone e nel 1993 per la Svizzera, unicamente proiezioni. Le cifre relative al 1994 per la Francia e la Svizzera sono direttrici a medio termine; il dato per la Francia costituisce anche un parametro per l'espansione dell'indebitamento interno. ³ Secondo trimestre su secondo trimestre.

Negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito è stata attribuita minore rilevanza agli obiettivi o alle proiezioni ufficiali per l'espansione degli aggregati monetari. Obiettivi di questo tipo sono ancora impiegati in Germania, Svizzera, Francia, Italia, Spagna e Grecia. In Svizzera le direttrici di crescita della base monetaria sono riferite soltanto a periodi pluriennali, accettando scostamenti congiunturali o di altro genere nei singoli anni. Anche in Francia i valori programmatici stabiliti a partire dal 1994 per la moneta e il credito interno si rapportano ad un orizzonte temporale solo di medio periodo. In Germania l'obiettivo di crescita monetaria conserva un ruolo centrale nella formulazione della politica monetaria, sebbene da tempo la Bundesbank ne interpreti con flessibilità l'evoluzione nel breve termine, sulla scorta di altri indicatori. In Italia e in Spagna, dopo l'allentamento del vincolo di cambio sulla politica monetaria, gli obiettivi di espansione della moneta hanno assunto un ruolo di maggiore rilievo come grandezze-guida, integrate da altri indicatori. Nondimeno, lo scorso anno è stato accettato un loro sconfinamento in considerazione della debolezza dell'economia. L'uso fatto attualmente degli aggregati monetari nelle strategie di controllo dell'inflazione implica chiaramente una notevole componente di flessibilità nell'interpretazione degli andamenti monetari.

Obiettivi di cambio

Dalla metà del 1992, quando ancora il vincolo di cambio costituiva il caposaldo della politica monetaria nella maggior parte dei paesi industriali europei, cinque paesi sono passati a un regime di fluttuazione della moneta e hanno adottato altre strategie di controllo dell'inflazione. Dopo l'ampliamento delle bande di oscillazione degli AEC, lo scorso anno, i paesi membri non hanno tuttavia utilizzato il margine addizionale di flessibilità per consentire un autonomo allentamento delle condizioni monetarie. Come mostra la successiva evoluzione delle

Interpretazione
flessibile
della dinamica
degli aggregati
monetari

Ulteriore
impiego del tasso
di cambio
come ancora
della politica
nei paesi AEC

politiche monetarie e dei tassi di cambio di questi paesi, le parità centrali AEC continuano a svolgervi una funzione di presidio delle strategie a medio termine.

Da tempo si ammette che le politiche basate su tassi di cambio fissi presuppongono un andamento soddisfacente dell'inflazione nel paese della moneta-àncora, e che esse possono divenire conflittuali quando le posizioni cicliche delle economie divergono. In Europa ciò non ha costituito in pratica un problema fino all'unificazione tedesca, in quanto gli obiettivi di cambio svolgevano un ruolo positivo nel comprimere l'inflazione e le condizioni congiunturali erano abbastanza in sintonia. Dopo la riunificazione della Germania si sono manifestate maggiori divergenze cicliche, le quali hanno costituito una delle ragioni dell'azione intrapresa da quei paesi che nel 1992 hanno lasciato fluttuare le proprie monete. Per contro, l'ampliamento dei margini degli AEC nel 1993 è stato piuttosto una reazione alle difficoltà insite nel perseguire un obiettivo di oscillazione ristretta del cambio in presenza di massicci flussi internazionali di capitali privati, favoriti dalla rimozione dei controlli valutari e dall'istituzionalizzazione crescente del risparmio privato.

Nella maggior parte dei paesi aderenti agli AEC le autorità monetarie continuano a ritenere utile l'ancora del tasso di cambio, data la visibilità dell'obiettivo e la facilità con cui l'opinione pubblica può essere mobilitata in suo favore. L'uso sistematico di aggiustamenti dei tassi di cambio per compensare turbative congiunturali non è coerente con il loro impiego come strumento di disciplina monetaria e di integrazione economica. Ampie oscillazioni dei cambi fluttuanti possono talvolta avere effetti avversi sull'attività economica, com'è accaduto lo scorso anno in Giappone. D'altra parte, come hanno dimostrato le recenti esperienze, vi sono anche dei pericoli nell'adottare come ancora un impegno di cambio che non può essere mantenuto allorché emergono pressioni.

Gestione discrezionale della domanda e approccio orientato ai tassi d'interesse reali

Approcci discrezionali

In difetto di obiettivi intermedi affidabili le autorità monetarie devono seguire un approccio più discrezionale, basandosi su una gamma di indicatori per valutare se sia necessario un aggiustamento delle variabili strumentali al fine di mantenere l'espansione del prodotto in linea con un livello non inflazionistico di utilizzo delle risorse. A tale scopo esse modulano la propria azione in base ad un apprezzamento della natura delle turbative influenti sulla spesa aggregata e sull'attività economica, quali un inasprimento nelle condizioni di offerta del credito o la debolezza dei prezzi dei valori patrimoniali, come è avvenuto durante gli ultimi anni negli Stati Uniti e in Giappone. Un approccio discrezionale comporta tuttavia la duplice difficoltà di tenere adeguatamente conto dei tempi di latenza della manovra monetaria e di spiegare in modo convincente perché sono adottati provvedimenti prima che si sia di fatto palesato un cambiamento della situazione inflazionistica.

Criteri basati sui tassi d'interesse reali

Nel valutare l'opportunità di un aggiustamento dei tassi d'interesse nominali può essere talvolta utile comparare il livello implicito dei tassi reali con quello che potrebbe essere considerato "normale" come valore medio di

ciclo. Un siffatto approccio è stato proposto dal Presidente del *Federal Reserve Board* di fronte al Congresso nel luglio 1993.

Il concetto sottostante è che sebbene i tassi d'interesse reali possano essere mantenuti bassi ovvero alti per un certo periodo al fine di contrastare la fragilità finanziaria o un surriscaldamento dell'economia, un loro protratto scostamento dai livelli medi di ciclo finirà per condurre a un'ipercorrezione, agendo così in senso prociclico.

È ovviamente difficile stabilire quale sia il livello "neutrale" dei tassi d'interesse reali. Nella maggior parte dei paesi industriali durante tutti gli anni ottanta i tassi reali sembrano essere stati più alti che nel decennio precedente; tuttavia, l'entità della variazione e le cause di questa restano controverse. Le stime dei tassi d'interesse reali a lungo termine di equilibrio da impiegare regolarmente come grandezza informativa di politica monetaria dovrebbero tener conto dei cambiamenti ciclici e strutturali dovuti a fattori non monetari, come l'evoluzione attesa delle finanze pubbliche e della redditività degli investimenti. Il fissare i tassi d'interesse reali a un livello inappropriato potrebbe condurre a un processo cumulativo inflazionistico o deflazionistico.

Negli Stati Uniti il tasso sui *federal funds* in termini reali sembra essere stato negativo soltanto per brevi periodi. La principale eccezione si è avuta alla metà degli anni settanta, quando – com'è ormai concordemente riconosciuto – la politica monetaria era stata troppo permissiva e aveva contribuito alla susseguente accelerazione dell'inflazione. Lo scorso anno il tasso *overnight* è stato probabilmente negativo in termini reali negli Stati Uniti, mentre è rimasto positivo in tutti gli altri paesi. Data la forza della ripresa economica statunitense e la mancanza di aggregati monetari affidabili su cui basarsi per attuare un tempestivo inasprimento della politica monetaria, si poteva plausibilmente argomentare che mantenendo troppo a lungo su valori reali negativi i tassi d'interesse influenzati dalle autorità vi era il rischio di favorire una ripresa dell'inflazione.

Obiettivi pubblicati di inflazione e indicatori delle aspettative inflazionistiche

Negli ultimi anni obiettivi espliciti a medio termine per l'inflazione sono stati pubblicati dalle banche centrali di Canada e Nuova Zelanda e, dopo la fluttuazione delle rispettive monete, di Regno Unito, Svezia e Finlandia. In alcuni casi gli obiettivi sono stati stabiliti dal governo o concordati con esso. In linea di principio, un tale approccio potrebbe fornire alle autorità un margine di manovra più ampio, rispetto a quello consentito dagli obiettivi di cambio, per adattare le politiche a sviluppi imprevedibili nella domanda aggregata interna. L'obiettivo può essere impiegato per dare espressione al convincimento che non vi è alcun *trade-off* di lungo periodo fra crescita del prodotto e inflazione. Al tempo stesso, l'orizzonte temporale posto per la sua realizzazione può tener conto del fatto che una disinflazione troppo rapida rischia di avere implicazioni indesiderabili sul livello dell'attività economica. In difetto di obiettivi intermedi fungenti da grandezze-guida della politica monetaria, si è mirato a calibrare l'impiego degli strumenti operativi in modo da assicurare il conseguimento dell'obiettivo di inflazione.

Pubblicazione
di obiettivi
a medio termine
per l'inflazione

Obiettivi pubblicati di inflazione ¹						
	Regno Unito	Canada	Svezia	Nuova Zelanda	Finlandia	Francia
	Dicembre su dicembre, in percentuale					
1993 Obiettivo ²	1-4	1½-3½	-	0-2	-	-
Risultato	2,7	1,7	4,1	1,4	1,6	2,1
Obiettivo a lungo termine ²	<2	1-3	1-3	0-2	2	<2
¹ Variabili di obiettivo: per il Regno Unito, prezzi al dettaglio, esclusi interessi ipotecari; per gli altri paesi, prezzi al consumo. ² L'obiettivo per il 1993 relativo al Regno Unito si applica per il restante periodo dell'attuale legislatura. L'obiettivo per il Canada a lungo termine si applica fino al 1998 e quelli per la Svezia e la Finlandia a partire dal 1995.						

La pubblicazione di obiettivi di inflazione può contribuire a porre una più chiara enfasi sul controllo dell'inflazione quale finalità primaria della politica monetaria, anche quando è contestualmente annunciato un obiettivo intermedio. In Francia, nel gennaio di quest'anno è stato pubblicato un obiettivo finale quantificato di stabilità dei prezzi unitamente a obiettivi a medio termine per gli aggregati monetari e creditizi interni. In Germania un obiettivo di inflazione appare implicito nella fissazione dei traguardi annui di crescita per l'aggregato M₃ dove si tiene conto di un aumento annuo dei prezzi del 2% quale tasso d'inflazione tollerato.

La definizione quantitativa dell'obiettivo di inflazione può segnalare un più fermo impegno della politica monetaria e, ove riduca le pressioni sulla banca centrale affinché attui una manovra di *fine tuning*, essa contribuisce potenzialmente a rafforzare la credibilità. La credibilità dell'obiettivo può essere rinsaldata da cambiamenti istituzionali che conferiscano piena indipendenza alla banca centrale o che comunque mettano al riparo la politica monetaria da sollecitazioni politiche.

Problemi tecnici
posti dal perseguimento di obiettivi
di inflazione

Fra i problemi tecnici posti dal perseguimento di obiettivi di inflazione vi è l'esatta misura dell'inflazione che deve essere utilizzata, nonché la scelta del livello o dell'intervallo programmatico. La maggior parte delle autorità monetarie ha in pratica scelto l'indice dei prezzi al consumo, soprattutto in considerazione della sua notorietà fra l'opinione pubblica e del suo influsso sulle contrattazioni salariali. In Canada, Nuova Zelanda e Svezia l'indice viene corretto per tener conto di modifiche dell'imposizione fiscale o di altri shock specifici, mentre nel Regno Unito ne è esclusa la componente del costo dell'abitazione costituita dagli interessi ipotecari, che rispecchia in ampia misura l'andamento dei tassi d'interesse influenzati dalle autorità. Per tali ragioni un intervallo di valori, sebbene meno preciso di un obiettivo puntuale, può talvolta essere più credibile. Un obiettivo di inflazione superiore allo zero rispecchia il riconoscimento di errori di misurazione e di distorsioni nell'indice dei prezzi, nonché i problemi di ordine pratico che deriverebbero da una flessione generalizzata dei prezzi. In generale, allorché i paesi hanno pubblicato obiettivi di inflazione, il valore mediano o quello massimo dell'intervallo è stato il 2%.

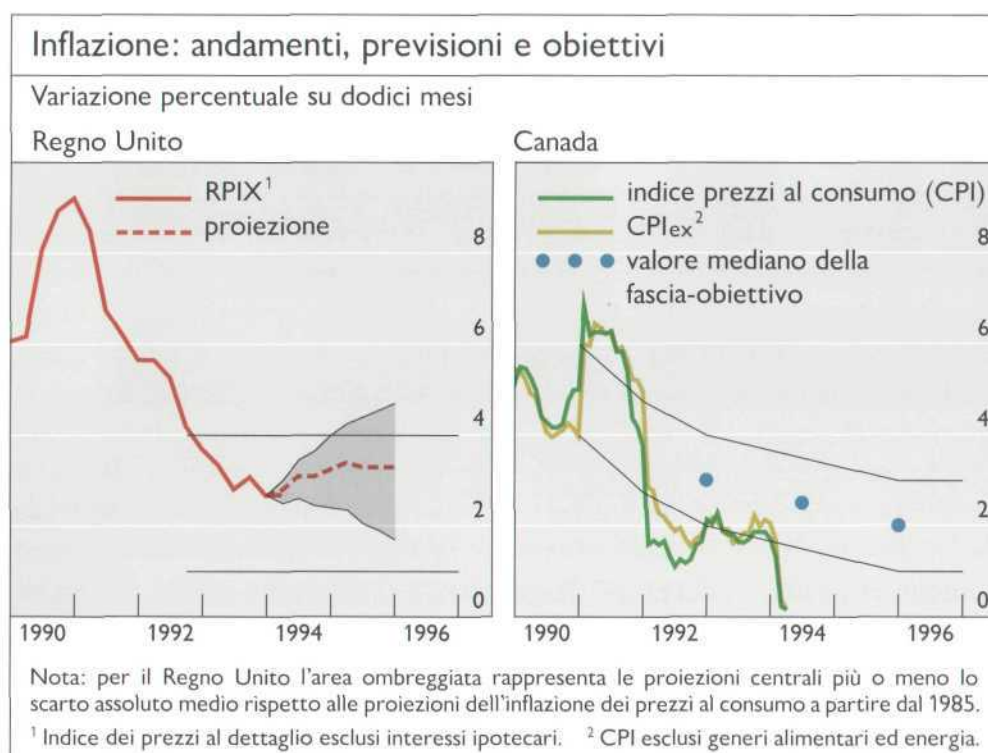
Dati i notevoli sfasamenti temporali che intercorrono fra la manovra monetaria e la risposta dell'inflazione, le banche centrali devono poter disporre

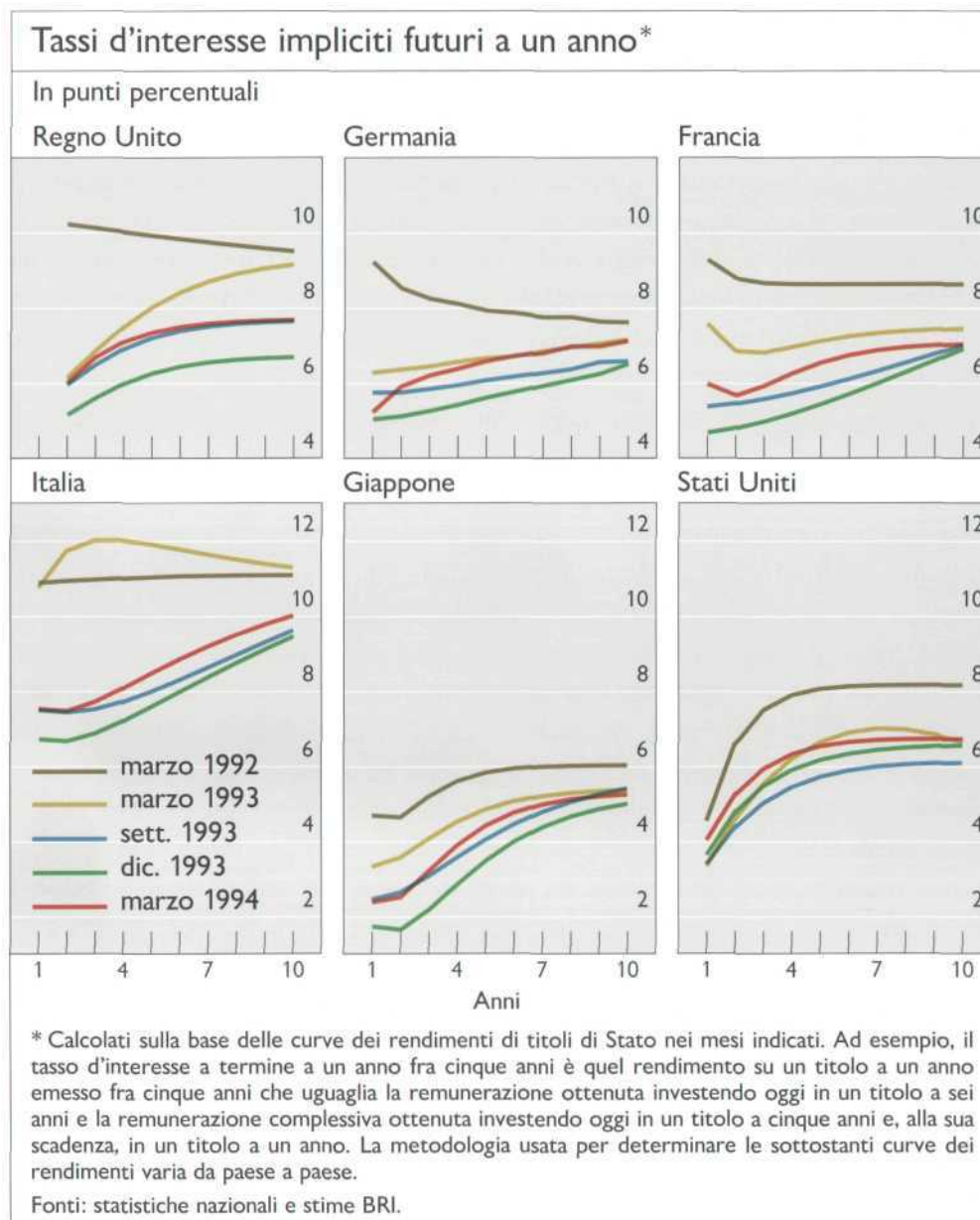
dei mezzi atti ad assicurare un tempestivo e congruo aggiustamento degli strumenti operativi. In assenza di obiettivi intermedi l'approccio potrebbe in parte basarsi su previsioni circa l'interazione fra variabili strumentali, pressioni della domanda aggregata e livello d'inflazione, oppure fare riferimento in modo preminente a un indicatore unico, quale il tasso di cambio, come nel caso della Nuova Zelanda.

In Canada e in Nuova Zelanda nel 1992 i tassi d'inflazione registrati sono scesi al limite inferiore della fascia-obiettivo, in parte a causa della protratta recessione nei principali mercati di esportazione e, nel caso del Canada, dell'impatto di cambiamenti strutturali che avevano indebolito l'attività economica più del previsto. Nel Regno Unito, in Svezia e in Finlandia un obiettivo chiave è stato quello di evitare che la risposta dell'economia al deprezzamento esterno della moneta non sospingesse il tasso d'inflazione al disopra della fascia-obiettivo. Il Regno Unito, che per primo fra questi tre paesi aveva adottato un obiettivo di inflazione, sembra aver ottenuto finora risultati relativamente buoni, giacché agli inizi del 1994 il tasso d'incremento dei prezzi era sceso al punto mediano dell'intervallo programmatico. In generale è comunque prematuro dire quale sarà l'efficacia delle strategie basate su obiettivi di inflazione nel contenere un'accelerazione della dinamica dei prezzi in presenza di un rafforzamento dell'attività economica.

Nel Regno Unito e in Svezia viene dato rilievo a un miglioramento della trasparenza nella conduzione della politica monetaria, e ad iniziative tese ad aiutare gli operatori di mercato a distinguere gli influssi transitori sull'inflazione da quelli di più lunga durata. In tale contesto svolgono un ruolo primario i rapporti sull'inflazione pubblicati dalle banche centrali, in cui figurano previsioni sull'evoluzione dei prezzi alla luce delle politiche in atto, basate su una valutazione degli sviluppi sul piano dei costi salariali, del tasso di cambio e dei prezzi

Inflazione:
risultati ed
obiettivi





delle attività, nonché alla luce delle variazioni future delle pressioni della domanda. La previsione del livello d'inflazione fra uno o due anni può indicare se si renda necessaria una correzione dell'indirizzo monetario al fine di conseguire l'obiettivo prefissato.

Tassi d'interesse
a termine e
aspettative
inflazionistiche

Sono parimenti utilizzate previsioni di fonte privata per ottenere tempestive segnalazioni di un'eventuale ascesa delle aspettative inflazionistiche, e vengono seguite con attenzione le inchieste di opinione e l'evoluzione dei tassi d'interesse a termine insita nella curva dei rendimenti. I rendimenti a termine possono essere utili, ma non sono sempre di facile interpretazione. Calì nei tassi a termine per scadenze ravvicinate come quelli osservati in molti paesi europei fra gli inizi del 1992 e la fine del 1993 riflettono probabilmente aspettative del mercato circa la risposta delle autorità all'andamento del ciclo. D'altra parte, una forte diminuzione dei tassi a termine per le scadenze lunghe, come si è avuta nel Regno Unito nello stesso arco di tempo, parrebbe indicare un abbassamento delle aspettative inflazionistiche di lungo periodo. Questa

interpretazione è avvalorata dal calo, dal 6 al 3¹/₂% circa, della componente d'inflazione attesa calcolata effettuando un confronto con i tassi a lungo termine sui titoli di Stato indicizzati. Lo scorso anno si è avuta una leggera diminuzione di tassi nominali a termine per le lunghe scadenze in Italia, e così pure in Giappone, Germania e Francia, dove da qualche tempo le prospettive d'inflazione paiono essere giudicate in modo relativamente favorevole. Il rialzo fatto segnare dai tassi a termine in tutti i paesi agli inizi del 1994 resta di difficile interpretazione; esso potrebbe tuttavia indicare che i precedenti cali non erano interamente da attribuire a una flessione delle aspettative inflazionistiche.

Politica monetaria e prezzi delle attività

Negli ultimi anni l'impatto sull'attività economica del forte regresso dei prezzi immobiliari, che ha fatto seguito al boom della fine degli anni ottanta, ha costituito un importante elemento nella formulazione della politica monetaria negli Stati Uniti, in Giappone e in molti dei paesi europei che hanno lasciato fluttuare le proprie monete. L'ampio deprezzamento in termini sia nominali che reali subito nel corso di vari anni dai beni immobiliari aveva determinato in parecchi paesi un aggravio dell'onere debitorio, dando origine a situazioni patrimoniali negative nelle famiglie e provocando aggiustamenti di bilancio nell'intero settore privato. Esso si era inoltre tradotto in un inasprimento delle condizioni di offerta del credito da parte delle banche e delle altre istituzioni finanziarie. Lo scorso anno sono tuttavia emerse talune indicazioni di un'inversione del protratto ciclo dei prezzi nel comparto degli immobili residenziali, nel quale si segnalano infatti nuovi rialzi negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Canada e in Australia. Anche in Svezia si è concluso un periodo di prezzi cedenti delle abitazioni. Per contro, in Giappone e in alcuni paesi dell'Europa continentale, dove il punto di massimo era stato raggiunto in epoca più recente, lo scorso anno i prezzi paiono essere ulteriormente calati.

Il retaggio della sovraofferta di immobili non residenziali indotta dalla precedente forte ascesa dei prezzi è stato particolarmente gravoso nel Regno Unito e in alcuni paesi nordici, e ha continuato a deprimere questo settore di mercato in un più ampio numero di paesi. Indicazioni di una ripresa dell'attività nel comparto dei fabbricati commerciali sono apparse lo scorso anno in alcuni dei paesi che per primi erano entrati nella fase discendente del ciclo, fra cui il Canada e gli Stati Uniti. Nel Regno Unito l'indice dei prezzi degli immobili non residenziali urbani è salito in termini nominali e reali, mentre si sono registrati ulteriori cali in Germania, in Francia e, in modo particolare, in Spagna e Italia. In Giappone, dove la caduta dei prezzi delle attività ha contribuito ad aggravare i bilanci delle banche, le autorità hanno intensificato gli sforzi per incoraggiare una ristrutturazione. I provvedimenti fiscali adottati a sostegno del settore delle costruzioni hanno mirato a contenere la discesa delle quotazioni immobiliari.

Negli Stati Uniti, la tendenza ascendente delle quotazioni azionarie in atto da più anni ha dato prova di una notevole tenuta nel 1993. Essa ha potuto essere considerata come un canale attraverso il quale l'allentamento monetario

Prezzi degli
immobili e
politica
monetaria

Sostenutezza
dei corsi azionari
nel 1993

Prezzi nominali e deflazionati degli immobili								
Paesi e città	Prezzi nominali				Prezzi deflazionati			
	1988	1989	1992	1993	1988	1989	1992	1993
	Indici, 1986 = 100							
	Immobili residenziali							
Stati Uniti	114,5	119,9	132,9	135,6	106,1	106,0	103,8	102,9
Giappone	134,9	157,8	150,6	143,5	133,8	153,1	134,9	127,0
Regno Unito	146,5	177,1	165,9	161,7	134,1	150,4	117,2	112,5
Canada	138,3	155,9	158,5	161,0	127,4	136,8	123,8	123,5
Australia	138,8	165,8	182,5	185,8	119,3	132,5	130,4	130,4
Germania	100,5	98,5	150,5	149,5	99,0	94,4	130,5	124,6
Francia ¹	117,6	129,4	149,9	147,2	110,9	117,9	125,0	120,2
Svezia	133,9	157,4	171,3	153,1	121,5	134,1	118,2	100,9
Norvegia	117,7	109,1	89,2	91,3	101,5	89,9	66,7	66,8
Finlandia	152,2	185,8	121,8	112,9	139,1	159,3	91,7	83,2
	Immobili non residenziali: maggiori città							
Stati Uniti ²	107,1	107,9	71,9	68,1	99,2	95,4	56,2	51,7
Tokyo	165,9	173,9	136,5	111,5	164,6	168,7	122,3	98,7
Londra	164,6	160,0	69,2	73,3	150,7	135,8	48,9	51,0
Toronto ³	124,2	136,3	104,2	91,0	114,4	119,6	81,4	69,8
Sydney	177,8	187,3	82,1	73,6	152,9	149,7	58,7	51,7
Francoforte	140,9	193,4	199,3	182,5	138,8	185,4	172,8	152,1
Parigi	117,6	144,2	119,9	104,9	110,9	131,3	99,9	85,6
Milano	132,7	167,3	201,0	170,2	120,6	143,1	144,4	117,1
Madrid	203,9	292,9	177,0	112,1	184,8	248,6	125,4	75,9
Stoccolma	162,2	183,8	94,6	75,7	147,1	156,6	65,2	49,9
Oslo	110,8	93,5	65,5	67,1	95,5	77,1	49,0	49,1
Helsinki	160,8	189,2	121,6	118,2	147,0	162,2	91,6	87,1

¹ Nuove abitazioni. ² Nord-Est. ³ Indice dei prezzi degli uffici nell'Ontario.

Fonti: statistiche nazionali e stime BRI. Per i prezzi degli immobili non residenziali: Jones Lang Wootton e varie associazioni immobiliari private.

ha recato sostegno alla ripresa dell'attività economica. Lo scorso anno in Europa è proseguito il diffuso recupero dei corsi azionari rispetto ai minimi del settembre 1992, con aumenti generalmente più marcati nei paesi in cui le condizioni monetarie erano state rese più permissive con il deprezzamento della moneta e riduzioni dei tassi d'interesse. Infatti, in Svezia, Norvegia, Finlandia, Spagna e Italia l'ascesa è stata assai maggiore che in Germania o in Francia. In Giappone i corsi azionari sono rimasti deboli, in quanto la ripresa manifestatasi agli inizi del 1993 si è in gran parte annullata in autunno a seguito delle deludenti prospettive economiche e del deprezzamento dello yen.

Dopo la notevole *performance* mostrata nel 1993, in molti paesi industriali i prezzi delle azioni si sono indeboliti nel primo scorcio di quest'anno, in un contesto di timori che stesse giungendo al termine la protratta fase discendente dei tassi d'interesse a lungo termine. L'inversione di tendenza degli indici azionari si è accompagnata ad un netto aumento della loro variabilità.

Negli Stati Uniti, dove i corsi obbligazionari avevano cominciato a calare nel settembre 1993, la brusca flessione intervenuta fra il febbraio e l'aprile 1994, dopo il primo inasprimento della politica monetaria nell'attuale fase di

Calo dei corsi
azionari e
obbligazionari
agli inizi del 1994

Prezzi nominali e deflazionati dei titoli azionari								
Paesi	Prezzi nominali				Prezzi deflazionati			
	Giugno 1990	Sett. 1992	Marzo 1993	Marzo 1994	Giugno 1990	Sett. 1992	Marzo 1993	Marzo 1994
	Indici, primo trimestre 1987 = 100							
Stati Uniti	129,0	149,8	161,2	166,1	110,9	118,4	125,3	125,9
Giappone	136,2	78,5	77,9	92,6	127,6	69,5	68,9	80,8
Regno Unito	124,1	122,6	150,0	171,6	98,2	88,2	108,0	120,8
Canada	100,4	93,4	102,1	122,7	86,4	74,7	80,6	96,7
Germania	132,0	100,8	111,6	135,9	123,4	87,0	93,7	110,5
Francia	132,6	117,4	130,1	142,6	119,9	99,9	108,8	117,6
Italia	108,5	52,5	72,4	94,8	90,4	38,6	52,0	65,4
Spagna	120,9	87,4	99,8	140,2	100,9	63,4	71,2	95,2
Svezia	185,5	98,6	140,8	203,2	148,0	69,2	95,4	135,4
Norvegia	211,1	109,0	150,8	227,0	177,9	86,3	117,4	174,9
Finlandia	128,6	52,7	91,0	170,4	106,8	40,6	69,0	128,7

ripresa economica, ha rispecchiato il timore di un accentuarsi delle spinte inflazionistiche in presenza di una crescita del prodotto reale più forte del previsto.

La rapida reazione degli altri mercati finanziari al rialzo dei rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti è più difficile da spiegare, considerata l'assenza, in Giappone e in parecchi paesi europei, di chiari segni di una ripresa economica. Richiamando per certi versi alla mente la crisi borsistica mondiale dell'ottobre 1987, il simultaneo cedimento dei corsi obbligazionari su molti mercati nei primi mesi di quest'anno è stato da più parti interpretato come una correzione di precedenti ampi guadagni associati a una forte espansione delle posizioni sull'estero.

Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria

Negli ultimi tempi il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è stato oggetto di un'accresciuta attenzione. Tre fattori hanno contribuito a suscitare tale rinnovato interesse. Anzitutto, la crescita economica reale nell'attuale fase di ripresa sembra reagire più tardivamente che in passate occasioni all'allentamento della politica monetaria. Ciò ha fatto sorgere il timore che sia diminuita la capacità dei più bassi tassi d'interesse di stimolare la domanda aggregata. In secondo luogo, le turbolenze sui mercati valutari europei fra metà 1992 e metà 1993 hanno messo in luce il problema della misura in cui i tassi d'interesse a breve possono essere utilizzati in difesa delle parità di cambio senza esercitare effetti pregiudizievoli sull'economia reale. Infine, i vari paesi paiono reagire in modo disforme agli stimoli monetari, e ciò ha indotto a domandarsi se non vi siano diversità a livello internazionale nel modo in cui agisce il meccanismo di trasmissione e, in caso affermativo, quali siano le implicazioni per il coordinamento delle politiche monetarie. Sebbene un differente operare del meccanismo di trasmissione non impedisca di per sé il coordinamento delle politiche, quest'ultimo dovrà comunque rispecchiare la varietà che caratterizza le attuali strutture economiche.

La politica monetaria influisce sugli andamenti macroeconomici in vari modi. Influenzando i tassi d'interesse reali essa esercita un impatto diretto sulle

Le ripercussioni della politica monetaria sul *cash flow* sono divenute più importanti

scelte di risparmio/investimento di famiglie e imprese. La politica monetaria agisce parimenti attraverso il canale dei flussi di cassa, in quanto incide sul reddito disponibile del settore privato. In conseguenza della deregolamentazione finanziaria e della forte espansione nell'indebitamento lordo delle imprese e delle famiglie durante lo scorso decennio, le ripercussioni della politica monetaria sul *cash flow* delle unità economiche hanno assunto una crescente importanza negli ultimi anni.

La forza dell'impatto dell'allentamento monetario sui flussi di cassa del settore privato è ben illustrata da quanto avvenuto negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In quest'ultimo paese il processo di allentamento della politica monetaria, iniziato verso la fine del 1990, ha comportato un calo di oltre il 40% del rapporto fra esborsi lordi per interessi e PIL nominale nel settore privato non finanziario fra il terzo trimestre 1990 e il terzo trimestre 1993. Anche negli Stati Uniti il rilassamento della politica monetaria fra il 1989 e il 1993 ha notevolmente ridotto i pagamenti lordi per interessi del settore privato. In tale arco di tempo gli esborsi per interessi delle imprese non finanziarie sono infatti diminuiti del 30% in rapporto al PIL nominale, mentre quelli delle famiglie si sono contratti del 18%.

Il canale dei flussi di cassa

Il canale dei flussi di cassa del meccanismo di trasmissione della politica monetaria opera attraverso gli effetti delle variazioni dei tassi d'interesse nominali sui pagamenti per interessi effettuati e ricevuti da imprese e famiglie. Un rialzo dei tassi d'interesse accresce i pagamenti in termini nominali e, quand'anche esso bilanci semplicemente un aumento del tasso d'inflazione, generalmente peggiora la posizione di *cash flow* dei mutuatari. Ove questi non siano in grado di finanziare gli accresciuti costi per il servizio del debito attingendo al reddito corrente o contraendo nuovi prestiti, essi tenderanno a comprimere la propria spesa in beni e servizi.

Il canale dei flussi di cassa dipende:

L'importanza dell'impatto sui flussi di cassa dipende essenzialmente da tre fattori: il livello di indebitamento netto delle singole imprese e famiglie; la reattività dei tassi d'interesse rilevanti per le attività e passività del settore privato alle variazioni dei tassi a breve attraverso i quali la banca centrale attua la politica monetaria; la capacità delle imprese e delle famiglie di accrescere il ricorso al credito.

dalla struttura dell'indebitamento,

La struttura dell'indebitamento in un dato sistema economico svolge un ruolo importante nel determinare la dimensione dell'effetto di *cash flow*. Tuttavia, anche nel caso in cui il settore famiglie sia detentore netto di attività fruttifere, un rialzo dei tassi d'interesse non ha necessariamente effetti espansivi sulla spesa per consumi. Anzitutto, può non esservi coincidenza temporale nell'aggiustamento dei tassi attivi e passivi indotto dalla politica monetaria. Inoltre, all'interno del settore famiglie le unità debentrici e creditrici possono avere comportamenti non simmetrici: i debitori netti subiscono più facilmente il vincolo finanziario, mentre i creditori netti tendono ad avere una più bassa propensione marginale al consumo a fronte di un aumento del reddito disponibile. La probabilità che la reattività delle imprese e delle famiglie a variazioni dell'onere debitorio sia maggiore nel caso delle unità debentrici nette induce a

ritenere che i dati sui pagamenti netti per interessi dei due settori (considerata la mancanza di una scomposizione fra interessi percepiti dai creditori netti e interessi corrisposti dai debitori netti) non evidenzino adeguatamente l'impatto del canale dei flussi di cassa.

Il secondo importante fattore che determina l'effetto di *cash flow* della politica monetaria è la reattività dei tassi d'interesse bancari e del mercato finanziario alle variazioni dei tassi controllati dalla banca centrale. Poiché probabilmente l'importanza del canale dei flussi di cassa dipende in misura più che proporzionale dal comportamento dei debitori netti, acquista particolare rilevanza la misura in cui i tassi d'interesse contrattuali applicati all'indebitamento in essere del settore non finanziario sono influenzati dalla politica monetaria. L'importanza di tale canale dipende quindi in modo cruciale dalla struttura per scadenze dell'indebitamento e dalla misura in cui i relativi tassi d'interesse contrattuali sono aggiustabili. Inoltre, dato che la risposta dei tassi applicati dalle banche alla manovra di politica monetaria può differire da quella dei tassi d'interesse che si determinano sul mercato finanziario, anche la quota dei prestiti bancari sull'indebitamento totale costituisce un'importante grandezza ai fini della valutazione delle implicazioni della politica monetaria in termini di flussi di cassa.

dalla reattività
dei tassi
d'interesse
alla politica
monetaria,

Il terzo fattore che incide sull'impatto del canale dei flussi di cassa è la misura in cui le imprese e le famiglie sono in grado di aggiustare la propria raccolta di fondi in risposta ad un aumento dei tassi d'interesse. Poiché il ricorso al credito è vincolato dalla capacità di assicurare il pagamento degli interessi, l'effetto di *cash flow* sarà tanto più forte nel caso dei soggetti già pesantemente indebitati e/o con un ridotto patrimonio netto. Effetti macroeconomici particolarmente intensi si avranno allorché l'ascesa dei tassi d'interesse è accompagnata da un deprezzamento delle attività tale da intaccare la capacità dei mutuatari di offrire garanzie reali, come paiono indicare i recenti sviluppi in Giappone, negli Stati Uniti e nei paesi nordici. Infine, variazioni di prezzo delle attività che incidano sul valore del portafoglio prestiti delle banche, e che condizionino quindi la loro disponibilità ad erogare ulteriori finanziamenti, possono parimenti svolgere un ruolo rilevante nel determinare gli effetti dell'impulso monetario sui flussi di cassa.

e dai vincoli alla
raccolta
di credito

La struttura dell'indebitamento

Data la scarsa disponibilità di statistiche sull'importanza relativa del finanziamento a tasso fisso e a tasso variabile, è difficile valutare in che misura la struttura dell'indebitamento privato differisce per questo aspetto fra i vari paesi. Inoltre, la distinzione fra prestiti a tasso fisso e variabile è di per sé incerta, giacché taluni crediti classificati a tasso fisso consentono talvolta un aggiustamento della cedola, mentre vi sono prestiti a tasso variabile le cui condizioni d'interesse sono ridefinibili solo a scadenze poco frequenti o sono ancorate a rendimenti a lunga del mercato finanziario scarsamente sensibili ai tassi a breve controllati dalle banche centrali. Poiché inoltre la distinzione fra credito a breve e a lungo termine varia a seconda dei paesi, i dati non si prestano facilmente a un raffronto internazionale. Per di più, grazie alle innovazioni finanziarie i mutuatari e i prestatori hanno ora maggiori possibilità di utilizzare

Le differenze
nella struttura
dell'indebitamento
sono difficili
da valutare...

Struttura dell'indebitamento del settore privato non finanziario a fine 1992			
Paesi	Quota relativa		
	Indebitamento a tasso fisso*	Indebitamento a medio-lungo termine*	Credito bancario
Canada	40% sul totale dei finanziamenti a imprese private	42% sul totale dei finanziamenti a imprese private	27% sul totale dei finanziamenti a imprese private
Francia	87% del credito bancario alle famiglie e 31% del credito bancario alle imprese	68% del debito delle imprese e 87% del debito delle famiglie	82% del debito delle imprese
Germania	53% del credito bancario a tassi relativamente rigidi	69% del debito delle imprese e 85% dei prestiti per la casa	89% del debito delle imprese
Giappone	19% dei prestiti bancari	43% dei prestiti bancari	74% del debito delle imprese
Italia		37% del debito delle imprese e 71% del debito delle famiglie	68% del debito delle imprese
Regno Unito	15% dei crediti bancari a piccole imprese	67% del debito delle grandi imprese	63% del debito delle imprese
Stati Uniti	47% del credito bancario totale	60% del debito delle imprese e 69% del debito delle famiglie	30% del debito delle imprese
Nota: passività in essere, esclusi crediti commerciali e azioni. Sulla base di dati nazionali; le definizioni differiscono a seconda dei paesi e le cifre vanno considerate come stime. * Per gli Stati Uniti, mutui ipotecari e obbligazioni. Fonti: banche centrali e stime BRI.			

strumenti derivati per trasformare la natura dei flussi di pagamento prevista dai contratti di prestito originari.

Queste limitazioni vanno tenute presenti nell'interpretare la tabella sovrastante, che presenta alcune stime della struttura dell'indebitamento in determinati paesi. Essa mostra come sussistano notevoli differenze fra i vari sistemi economici. In Germania e in Francia un'ampia quota dei prestiti reca tassi d'interesse prevalentemente fissi. Per contro, i crediti a tasso variabile predominano nel Regno Unito e sono assai diffusi in Giappone, negli Stati Uniti e in Canada. Le differenze nella struttura per scadenza appaiono meno marcate. Fatta eccezione per Canada e Stati Uniti, l'importanza relativa dei crediti bancari come fonte di finanziamento è anch'essa sostanzialmente simile nei paesi considerati nella tabella. Nella misura in cui i tassi d'interesse applicati dalle banche sui crediti alle imprese reagiscono più prontamente alle variazioni nella politica monetaria rispetto a quelli del mercato finanziario, in Canada e negli Stati Uniti il fatto che le società attingano a quest'ultimo per soddisfare gran parte del loro fabbisogno di finanziamento potrebbe tendere a smorzare l'impatto della politica monetaria.

... ma paiono
essere significa-
tive

L'esistenza, in alcuni paesi, di un'ampia quota di prestiti a lungo termine con cedola fissa fa ritenere che il tasso d'interesse medio sul debito in essere del settore privato evolva solo lentamente nel tempo. Anche cospicue variazioni dei tassi applicati ai nuovi crediti avranno pertanto un impatto modesto sui flussi di cassa dei mutuatari. Il diffuso ricorso a prestiti a lungo termine con interesse fisso e la conseguente viscosità del tasso medio sull'indebitamento in essere hanno quindi importanti implicazioni per la conduzione della politica monetaria. Essendo i tassi medi d'interesse sullo stock di prestiti in gran parte determinati dalle passate stipulazioni contrattuali, gli effetti di un dato cambiamento dei tassi a breve sono tardivi o, se tale cambiamento è solo temporaneo, di entità ridotta. D'altro canto, eventuali aumenti dei tassi d'interesse che siano abbastanza durevoli da ripercuotersi sul tasso medio sull'indebitamento in essere possono esercitare un influsso contrattivo sulla domanda aggregata per un considerevole periodo di tempo.

L'ampia quota di prestiti a lungo termine con cedola fissa rallenta il processo di trasmissione...

Le sopradette differenze fra i paesi qui considerati suscitano inoltre importanti e difficili questioni circa la relazione fra la struttura finanziaria e l'andamento dell'economia nel lungo periodo. Una delle questioni concerne i costi e i benefici dei prestiti a lungo termine a tasso fisso rispetto a quelli a tasso variabile, o più precisamente, l'efficiente allocazione del rischio d'interesse fra debitori e creditori, nonché fra le diverse categorie di creditori.

... e influenza l'allocazione del rischio di tasso d'interesse

Poiché si può ritenere che la capacità e la volontà di assumere tale rischio varino a livello sia dei creditori sia dei debitori, un sistema finanziario ben funzionante dovrebbe consentire ai singoli soggetti di accollarsi il livello di rischio che essi desiderano. Ciò può essere realizzato dai prenditori finanziariamente più sofisticati utilizzando *swaps*, *futures* od opzioni di tasso d'interesse. Per i mutuatari minori, che normalmente non accedono ai mercati degli strumenti derivati, è importante che il sistema finanziario offra una gamma di contratti abbastanza ampia da consentire loro di aggiustare l'esposizione al rischio d'interesse al livello auspicato.

È difficile sapere se i prenditori e i prestatori sono esposti troppo (o troppo poco) al rischio di tasso d'interesse, e se la struttura finanziaria è abbastanza diversificata da allocare tale rischio in modo appropriato. Mentre la virtuale assenza, in molti paesi, di prestiti a lungo termine con tasso d'interesse fisso fa ritenere che i mutuatari abbiano un'esposizione eccessiva a questo rischio, come ha mostrato la recente esperienza dei titolari di mutui ipotecari nel Regno Unito, una prevalenza del finanziamento a lungo termine a tasso fisso può causare problemi per i creditori, come hanno evidenziato le difficoltà incontrate dalle casse di risparmio negli Stati Uniti. Comunque, per effetto del progressivo sviluppo degli strumenti derivati sia i prenditori che i prestatori di fondi sono assai meno vincolati ad accettare il livello di rischio d'interesse insito negli strumenti di prestito originari.

Strumenti derivati e rischio d'interesse

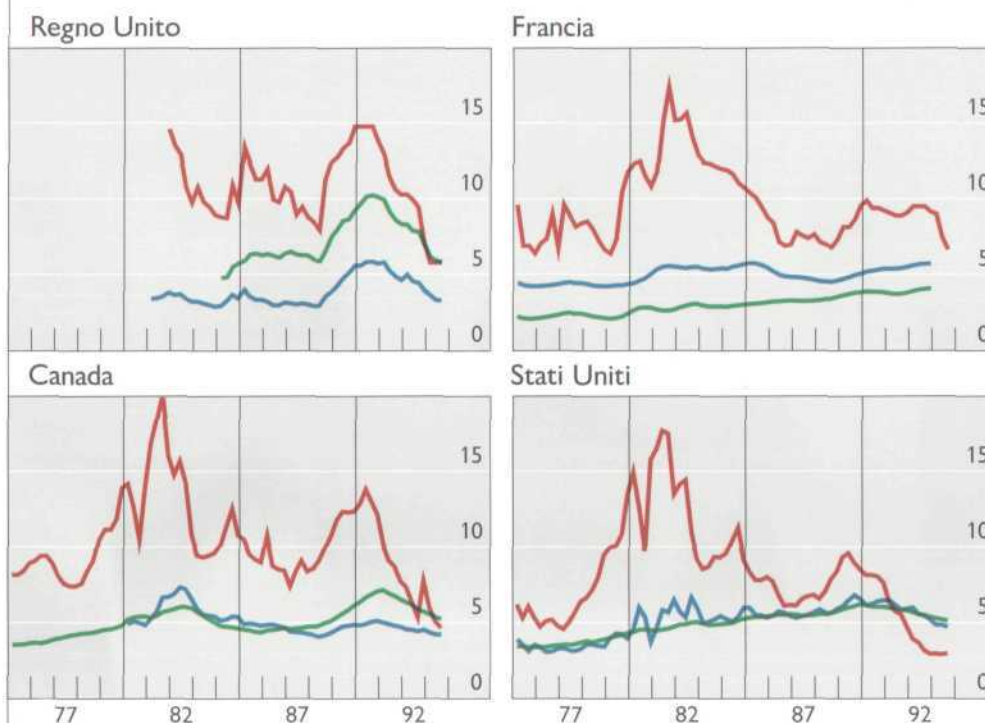
Politica monetaria e pagamenti per interessi

Ulteriori indicazioni sulle differenze fra i vari paesi nell'importanza del canale dei flussi di cassa possono essere ricavate analizzando la reazione dei pagamenti per interessi delle imprese non finanziarie e delle famiglie al variare della politica monetaria. Il grafico a pagina 149 mostra gli esborsi lordi per interessi

Tassi d'interesse e pagamenti lordi per interessi in rapporto al PIL nominale

Medie trimestrali, in punti percentuali e in percentuale

— tasso d'interesse¹ — pagamenti delle famiglie
— pagamenti delle imprese non finanziarie²



¹ Per il Regno Unito, tasso primario (acquisti di *bills*) della Banca d'Inghilterra; per la Francia, tasso di aggiudicazione; per il Canada, tasso di base della banca centrale (*Bank rate*); per gli USA, tasso sui *federal funds*. ² Per il Regno Unito e gli Stati Uniti, pagamenti delle imprese non finanziarie.

Fonte: banche centrali.

Struttura finanziaria e reazione dei pagamenti per interessi alla politica monetaria

dei due settori in rapporto al PIL nominale in quattro paesi per i quali sono disponibili i dati. Nel grafico è riportato inoltre un tasso d'interesse fungente da indicatore dell'orientamento di politica monetaria al fine di evidenziare il ruolo di quest'ultima. Ne emergono chiare differenze fra i paesi nella risposta dei pagamenti per interessi a un inasprimento della politica monetaria. In Canada, nel Regno Unito e negli Stati Uniti, paesi in cui un'ampia quota dei prestiti è a tasso variabile, i pagamenti sembrano reagire in modo relativamente rapido e deciso, mentre in Francia la risposta appare limitata e tardiva. Nella misura in cui i risultati per la Francia sono rappresentativi per altri paesi con un'elevata quota di finanziamenti a lungo termine a tasso fisso, il comportamento dei pagamenti per interessi illustra quanto sia importante il ruolo della struttura finanziaria nel processo di trasmissione degli impulsi monetari.

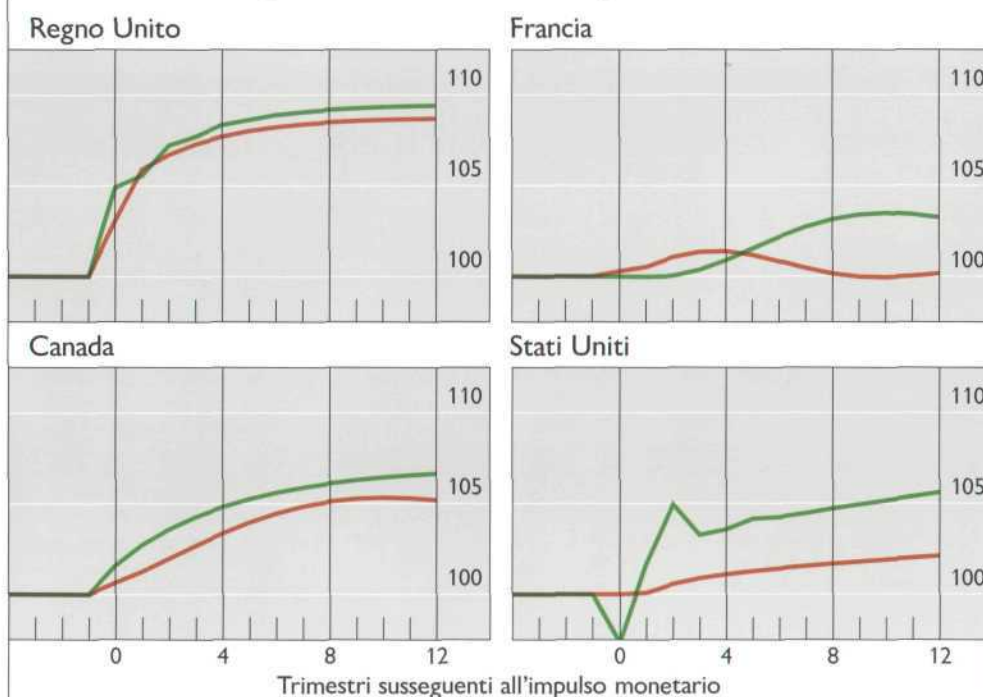
Reazione dei pagamenti settoriali per interessi

Un'analisi più formalizzata dei dati conferma queste conclusioni. Il grafico a pagina 150 utilizza l'informazione storica contenuta nel grafico precedente per simulare la reazione dei pagamenti per interessi a un aumento durevole di 100 punti-base del tasso d'interesse indicativo dell'orientamento di politica

Reazione alle variazioni dei tassi d'interesse dei pagamenti lordi settoriali per interessi*

Rapporto pagamenti per interessi/PIL prima dell'impulso monetario = 100

— settore famiglie — settore imprese non finanziarie



Nota: dati calcolati in base a modelli di correzione degli errori stimati, in cui si considerano i pagamenti per interessi e i tassi d'interesse, utilizzando i dati del grafico di pagina 149. I periodi di stima iniziano nel 1976 (per il Regno Unito, 1982–84) e terminano nel 1993 (per la Francia, 1992).

*Reazione a un incremento permanente di 100 punti-base dei tassi d'interesse.

monetaria. Al fine di consentire una comparazione fra settori e paesi diversi, i pagamenti sono espressi in forma di indice. Il grafico evidenzia come nel Regno Unito la trasmissione di variazioni dei tassi d'interesse ufficiali ai flussi di cassa delle imprese e delle famiglie sia intensa e rapida. Comparativamente in Francia la trasmissione risulta di minore entità e più tardiva. Di fatto, in questo paese i pagamenti per interessi di imprese e famiglie appaiono piuttosto insensibili nel breve periodo alle variazioni dei tassi ufficiali. Va tuttavia notato che per la Francia tali effetti di risposta ai movimenti dei tassi d'interesse sono basati su stime per il periodo 1976–1992. L'eliminazione del sistema di massimali al credito bancario nel 1987 e la progressiva liberalizzazione del sistema finanziario francese fanno ritenere che tali simulazioni tendano a sottostimare l'impatto attuale dei movimenti dei tassi d'interesse sui flussi di cassa.

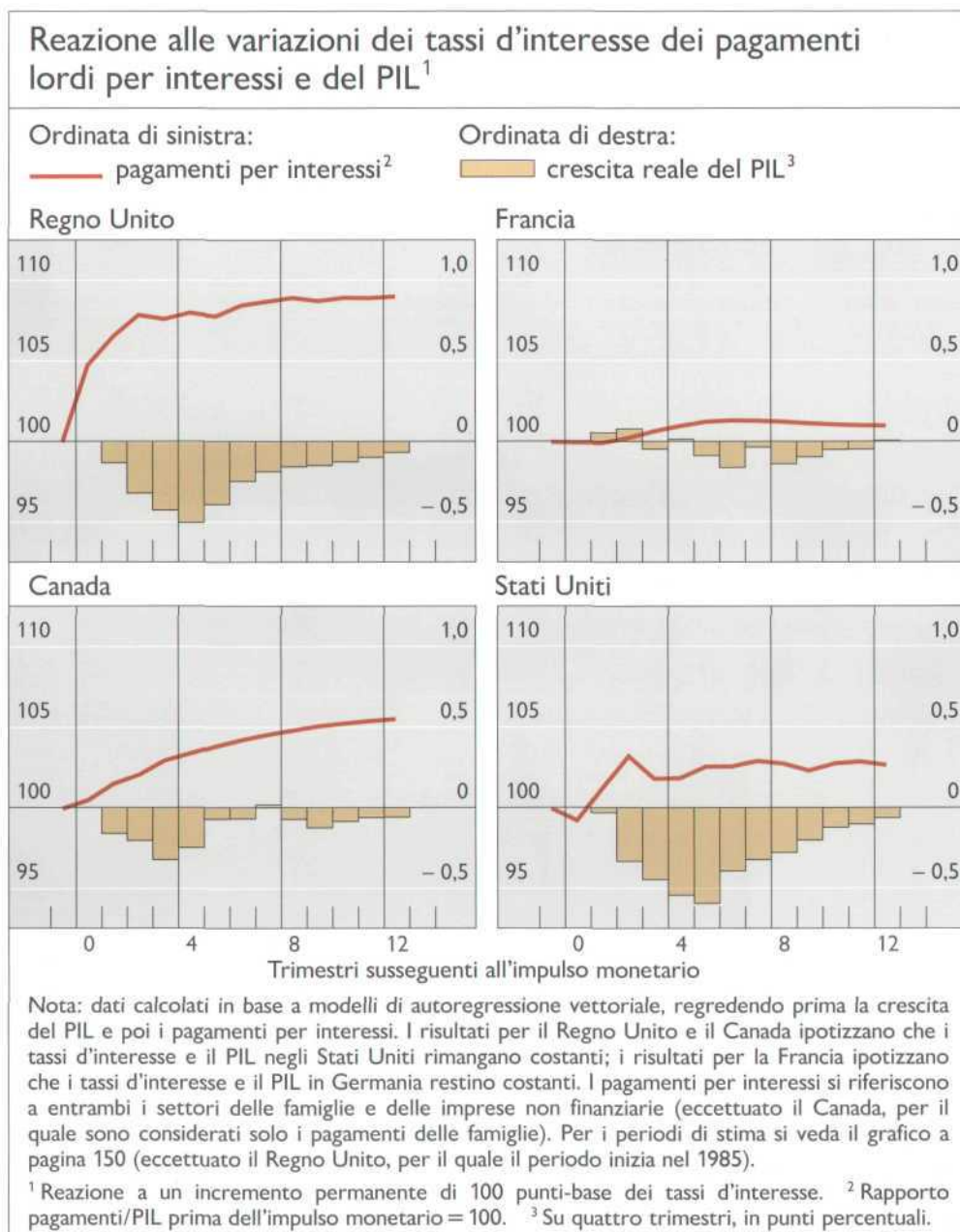
La risposta dei pagamenti per interessi in Canada e negli Stati Uniti, specie nel caso del settore societario, è più intensa e rapida che in Francia, ma meno pronta che nel Regno Unito. La limitata trasmissione delle variazioni del tasso sui *federal funds* ai pagamenti per interessi su mutui ipotecari è rilevante negli Stati Uniti, dove il finanziamento a lungo termine a tasso fisso dell'edilizia abitativa rimane alquanto diffuso, nonostante l'accresciuta quota delle ipoteche a tasso aggiustabile.

Tassi d'interesse e attività economica

Le precedenti osservazioni indicano come le differenze nella struttura finanziaria incidano sull'intensità della risposta dei pagamenti per interessi ai cambiamenti della politica monetaria. Quest'ultima dovrebbe pertanto produrre effetti più rapidi sulla domanda di beni e servizi, e quindi sull'attività economica reale, nei paesi in cui i finanziamenti sono in gran parte a tassi variabili o con scadenza a breve termine. Alcune indicazioni a conferma di questo assunto possono essere tratte dal grafico seguente.

Risposta
del PIL reale

Il grafico è basato su stime della reazione dei pagamenti per interessi e del PIL reale ad un incremento di 100 punti-base di un tasso d'interesse a breve. Tutte le stime di relazioni economiche dipendono dalla scelta dei dati, dal periodo di riferimento e dalla metodologia. Di conseguenza i risultati sono da considerare come illustrativi di eventuali differenze fra i paesi quanto



all'importanza del canale dei flussi di cassa, e non come stime precise dei probabili effetti di un allentamento della politica monetaria in casi determinati.

Ciò che si può osservare per la Francia e il Regno Unito è particolarmente indicativo del ruolo svolto dalla struttura finanziaria nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Sebbene la variazione ipotizzata dei tassi d'interesse sia uguale per entrambi i paesi, il comportamento dei pagamenti per interessi del settore privato non finanziario si presenta molto diverso. Nel Regno Unito i pagamenti aumentano già nello stesso trimestre in cui avviene la variazione del tasso d'interesse, e si attestano su un nuovo livello dopo circa due trimestri. In Francia, per contro, la variazione del tasso d'interesse produce una reazione immediata assai modesta dei pagamenti per interessi, e l'effetto raggiunge il culmine dopo sei trimestri. Questo effetto è inoltre di entità molto minore rispetto al Regno Unito. Il grafico evidenzia altresì come la reazione del PIL reale sia decisamente più contenuta nel caso della Francia. Infatti, le stime indicano che nel Regno Unito l'aumento del tasso d'interesse comprimerebbe la crescita del PIL reale dello 0,5% dopo quattro trimestri, mentre in Francia la risposta sarebbe anche in questo caso di minore entità e più tardiva.

Le differenze tra Francia e Regno Unito negli effetti stimati di una variazione dei tassi d'interesse sui pagamenti per interessi e sull'attività economica mettono in chiara luce i vincoli posti dalla predominanza dei finanziamenti a tasso variabile all'impiego della politica del tasso d'interesse in periodi di turbolenza valutaria. Inoltre, unitamente a quanto è osservabile per il Canada e gli Stati Uniti, tali stime illustrano come l'impatto della politica monetaria sull'attività economica dipenda dalla misura in cui le variazioni dei tassi d'interesse influiscono sui pagamenti per interessi delle imprese e delle famiglie, la quale dipende a sua volta dall'importanza relativa dei prestiti a lungo termine e a tasso fisso.

VII. Flussi di capitale e tassi di cambio

Aspetti salienti

A seguito dell'estesa deregolamentazione e liberalizzazione nel corso dell'ultimo decennio circa, i movimenti internazionali di capitale si sono enormemente accresciuti, e superano ora di gran lunga le operazioni di parte corrente. Per un aspetto – ossia la libertà degli operatori privati di porre in essere transazioni finanziarie internazionali – la presente situazione non è interamente senza precedenti, anche se non aveva mai raggiunto il grado attuale, neppure anteriormente alla prima guerra mondiale. Per altri aspetti essa invece è del tutto nuova, in quanto la dinamica e la complessità delle transazioni finanziarie internazionali sono state completamente trasformate dalla tecnologia informatica e telematica, nonché dalle innovazioni finanziarie che questa ha favorito. Questi sviluppi hanno implicazioni potenzialmente vaste e profonde, che nel presente capitolo sono considerate sotto due aspetti di carattere generale.

Il primo riguarda la recente ripresa dei flussi di capitale verso i paesi in via di sviluppo. Questo importante riorientamento dei movimenti di capitale costituisce un fenomeno positivo in quanto i fondi stanno dirigendosi verso regioni in cui il potenziale rendimento reale dovrebbe essere molto elevato. Le vaste riforme economiche e i migliori risultati conseguiti dai paesi destinatari hanno avuto un ruolo importante nell'attrarre capitali esteri. Tuttavia tre considerazioni inducono a una certa cautela. In primo luogo, se gli afflussi dall'estero sono accompagnati da un aumento dei consumi (pubblici o privati) anziché degli investimenti, essi possono non perdurare a lungo. In secondo luogo, tali afflussi hanno in qualche caso spinto al rialzo i tassi di cambio, e ciò ha contribuito a determinare ampi disavanzi delle partite correnti. Per contrastare queste pressioni sono stati compiuti massicci interventi sui mercati dei cambi. Nel periodo 1990–93 le riserve valutarie dei PVS si sono accresciute di \$ 240 miliardi e in un certo numero di paesi il connesso incremento della liquidità interna ha dato origine a difficoltà. Infine, il rischio che si produca un'inversione dei flussi di capitale ha reso alcuni paesi più vulnerabili nei confronti degli shock macroeconomici.

Il secondo aspetto riguarda i regimi di cambio, in special modo nei paesi industriali. Nel periodo in esame la nuova situazione è stata ancora una volta messa in chiaro risalto, anzitutto dalla crisi degli AEC del 1993, che ha condotto a un drastico ampliamento delle bande di oscillazione, ma anche, sebbene in modo meno spettacolare, dalla forte ascesa del valore internazionale dello yen. Un'importante differenza rispetto alle turbolenze del 1992 e degli inizi del 1993 sui mercati valutari europei sta nel fatto che la crisi più recente in definitiva si è tradotta in variazioni assai lievi dei tassi di cambio.

Anzi, le autorità dei paesi europei hanno dimostrato che una prudente conduzione delle politiche può contribuire alla stabilità valutaria anche in assenza di impegni vincolanti di cambio fisso, quanto meno laddove le variabili fondamentali sottostanti sono solide. Da ciò si possono forse trarre insegnamenti di più vasta portata per il sistema monetario internazionale in generale e per la valutazione dei pregi e difetti dei diversi regimi valutari, in particolare.

Un'importante conclusione, valida per i PVS come per i paesi industriali, è che l'integrazione dei mercati finanziari internazionali ha reso ancor più necessario un quadro di politiche macroeconomiche solido e coerente con i vincoli esterni. Oggi è assai meno probabile che i tassi di cambio possano essere mantenuti stabili solo mediante gli interventi ufficiali sul mercato valutario. Nel mondo in via di sviluppo sono necessarie politiche economiche rigorose non soltanto allo scopo di attrarre afflussi di capitali, ma anche per evitarne gli effetti collaterali indesiderabili e per assicurare che le risorse affluite siano destinate agli impieghi più produttivi.

Flussi di capitale: un quadro d'insieme

Negli ultimi anni i mercati mondiali dei capitali hanno raggiunto un livello d'integrazione che non ha equivalenti fin dal periodo del tallone aureo, prima del 1914. In effetti, un confronto con quel periodo può essere utile per mettere meglio a fuoco alcuni aspetti della recente esperienza. Un'evidente analogia riguarda la convertibilità valutaria. Durante l'ultimo decennio, l'ambito della convertibilità si è considerevolmente ampliato, in termini sia di numero di paesi, sia di gamma di transazioni. Con il passaggio alla convertibilità effettiva delle valute e la liberalizzazione del commercio estero – importanti pilastri delle recenti riforme avviate nelle economie in transizione e nelle aree in via di sviluppo – è aumentata la pressione sui paesi ad adottare tassi di cambio realistici. Anche le transazioni in conto capitale sono state progressivamente liberalizzate: mentre ancora a metà degli anni settanta la convertibilità valutaria nella maggior parte dei paesi industriali valeva solo per le transazioni correnti con l'estero, agli inizi di questo decennio i residenti di tutti i principali paesi industriali beneficiavano di una quasi completa libertà di acquistare e vendere attività esterne, come prima del 1914. I mercati dei capitali nelle aree industriali sono aperti ai non residenti, e quelli nelle aree in via di sviluppo lo stanno divenendo sempre più. L'allentamento delle restrizioni all'acquisizione di attività da parte di non residenti, il miglioramento delle procedure di regolamento e compensazione e la riduzione degli oneri fiscali e dei costi di transazione sono stati i principali provvedimenti che hanno agevolato l'investimento estero nei PVS. Ciò è valso in particolare per l'America Latina, mentre vari paesi asiatici continuano ad applicare restrizioni al collocamento di capitali esteri sui propri mercati finanziari.

Tuttavia, l'attuale periodo di accresciuta mobilità internazionale dei capitali si differenzia per tre aspetti essenziali dalla situazione pre-1914: il regime monetario e di cambio, il ventaglio delle attività finanziarie e il ruolo degli investitori istituzionali.

Maggiore
integrazione
dei mercati
finanziari ...

... convertibilità ...

... e libertà
di movimento
dei capitali

Tassi di cambio
flessibili...

La prima e forse più rilevante differenza consiste nell'attuale maggiore flessibilità dei tassi di cambio. Nel presente contesto si è rivelato assai difficile conciliare la liberalizzazione dei flussi di capitali con la fissità dei tassi di cambio, come ha ben mostrato l'esperienza successiva al crollo del sistema di Bretton Woods. Ci si può domandare perché all'epoca del tallone aureo gli ingenti flussi di capitale non avevano perturbato i tassi di cambio fissi. Una spiegazione è data dall'assai maggiore credibilità di quel sistema di cambio. Ciò implicava che bastassero modesti differenziali di tasso d'interesse per finanziare gli squilibri di parte corrente: le parità fisse erano pertanto sorrette da movimenti di capitale altamente elastici rispetto ai tassi. In siffatte circostanze la mobilità dei capitali contribuisce a stabilizzare il regime di cambi fissi, in quanto i flussi di capitale finanziano senza attriti gli squilibri ex ante di bilancia dei pagamenti. Un'ulteriore spiegazione del fatto che allora gli ampi flussi di capitali erano compatibili con la stabilità dei cambi è il loro orientarsi verso gli investimenti reali, spesso con un elevato contenuto di importazioni. Il trasferimento dei capitali poteva così avvenire senza generare pressioni sulle parità. Inoltre, questi fruttavano rendimenti reali che potevano essere impiegati per il servizio del debito contratto. Questi elementi sono rilevanti anche ai fini dell'analisi dei più recenti sviluppi: laddove l'investimento estero si accompagna a maggiori importazioni, gli afflussi di capitale non eserciteranno necessariamente una spinta al rialzo sul tasso di cambio. Ad esempio, i fondi affluiti nell'Asia sono stati in larga parte strettamente collegati a una crescita degli investimenti interni e delle importazioni di beni capitali. Ciò ha contribuito alla stabilità dei tassi di cambio reali della regione e ha parimenti concorso a evitare un'eccessiva espansione della liquidità interna. Al contrario, in America Latina gli apporti di capitale estero, costituiti prevalentemente da investimenti di portafoglio e da flussi finanziari a breve termine, sono stati meno direttamente connessi con accresciute importazioni di beni strumentali, sottoponendo così i cambi reali a maggiori sollecitazioni all'apprezzamento.

... ampio ventaglio di attività finanziarie...

La seconda differenza rispetto al periodo pre-1914 è la gamma decisamente più ampia di attività finanziarie prontamente negoziabili sui mercati sia interni che internazionali. Inoltre, tali attività (soprattutto se denominate in valute differenti) fruttano rendimenti reali assai più divergenti rispetto all'epoca del tallone aureo. A quel tempo era decisamente minore la necessità di diversificazione finanziaria e di copertura del rischio che è alla base dell'enorme volume di contrattazioni sugli attuali mercati mobiliari. Nella seconda metà del 1993 il totale delle operazioni internazionali in titoli nei sei paesi del Gruppo dei Sette che rilevano tali dati è ammontato a \$6.000 miliardi a trimestre, un importo pari a cinque-sei volte il valore del commercio internazionale. Di conseguenza, sul mercato dei cambi le transazioni di portafoglio sopravanzano ora quelle collegate al commercio. Negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito questo cambiamento era già intervenuto circa un decennio fa, mentre in Europa continentale si tratta di un fenomeno più recente (si veda anche la tabella a pagina 185). L'accresciuto volume di movimenti di capitale per transazioni di portafoglio ha reso i mercati dei cambi assai più sensibili ai mutamenti d'umore dei mercati finanziari, e ciò ha costituito un fattore importante dei recenti andamenti valutari in Europa.

Una terza differenza è l'importanza assai maggiore assunta dagli investitori istituzionali. Negli anni ottanta è stata infatti la diversificazione dei portafogli degli investitori istituzionali la principale forza trainante dei flussi di capitale (tabella sottostante). In tale periodo il progressivo allentamento delle restrizioni poste agli investimenti all'estero delle compagnie assicurative giapponesi diede avvio a una diversificazione di vasta portata in favore dei titoli esteri. La conseguenza è stata che per diversi anni l'ingente domanda di attività finanziarie estere da parte degli investitori giapponesi ha ecceduto il pur ampio avanzo corrente, esercitando così una pressione al ribasso sullo yen. Nel 1990 questo processo di diversificazione sembrava essersi concluso, e a partire da quell'anno gli investitori istituzionali giapponesi hanno semmai cercato di ridurre la loro esposizione verso l'estero. Anche in vari paesi europei durante gli anni ottanta gli investitori istituzionali avevano aumentato la quota di titoli

... e importanza degli investitori istituzionali

Disponibilità degli investitori istituzionali in titoli esteri						
Paesi e investitori	1980	1985	1990	1991	1992	1993
	in percentuale sul totale delle posizioni a fine anno					
Australia						
Assicurazioni vita e fondi pensione			14,0	16,2	16,8	18,8
Austria						
Compagnie di assicurazione	14,1	11,6	10,1	9,4	10,5	9,9
Fondi di investimento	27,0	13,2	18,7	22,4	22,8	25,1
Belgio						
Compagnie di assicurazione	5,5	8,6	5,2	4,2	4,1	..
Canada						
Assicurazioni vita	2,2	2,3	2,4	2,8	2,7	3,1
Fondi pensione	6,1	6,6	7,0	8,5	10,2	10,6
Giappone						
Compagnie private di assicurazione	8,1	23,2	29,9	28,4	27,0	22,3
Assicurazioni vita dell'Amm. postale	0,0	6,7	11,6	12,1	13,1	12,3
Italia						
Compagnie di assicurazione			13,6	12,2	13,2 ¹	12,2 ¹
Paesi Bassi						
Compagnie di assicurazione	6,9	22,9	20,2	20,4	22,6	26,0
Fondi pensione privati	26,6	28,1	36,6	38,2	39,2	36,9
Fondi pensione pubblici	14,7	9,9	16,6	17,2	18,9	20,2
Svezia						
Compagnie di assicurazione			10,5	12,1	11,0	12,3
Regno Unito						
Compagnie di assicurazione ²	6,3	14,1	14,6	15,8	15,5	..
Fondi pensione ³	10,8	17,3	23,2	25,2	23,8	..
Stati Uniti ⁴						
Fondi di investimento				4,0	5,1	8,0
Fondi pensione privati ⁵			4,1	4,6	5,0	7,1

¹ Dato provvisorio. ² Fondi a lungo termine. ³ Esclusa l'amministrazione centrale ma compresi altri comparti del settore pubblico. ⁴ In percentuale sulle attività totali. ⁵ Fondi esenti da imposte (esclusi gli *Individual Retirement Accounts*).

Flussi mondiali netti di capitale						
Paesi	1976–80	1981–85	1986–90	1991	1992	1993 ¹
	in miliardi di dollari USA, medie annue					
Stati Uniti	–9,3	55,9	99,7	–13,5	24,4	41,3
Giappone	–0,3	–23,0	–63,9	–90,0	–118,9	–108,0
Europa occidentale	27,1	2,6	15,3	75,0	55,7	–20,6
PVS	15,8	40,9	–37,4	126,4	143,0	159,5
di cui: NIEs ²	4,1	3,5	–6,0	3,5	5,0	7,2
altri paesi asiatici	6,4	15,2	22,3	36,0	48,1	50,0
America Latina	22,6	12,5	8,8	34,2	57,5	67,4

Nota: escluse le variazioni della posizione monetaria netta. Un segno meno indica un deflusso di capitale.

¹ Dati parzialmente stimati. ² Ad esclusione di Hong Kong.

esteri dei loro portafogli. Negli Stati Uniti, per contro, l'investimento in titoli esteri da parte dei residenti era rimasto relativamente modesto. Soltanto negli anni novanta la diversificazione degli investitori istituzionali statunitensi è divenuta un fattore importante. Negli ultimi due anni i massicci investimenti all'estero dei fondi pensione e dei fondi comuni di investimento statunitensi hanno contribuito ad accrescere i deflussi di capitale dagli Stati Uniti, esercitando un notevole impatto sui tassi di cambio.

Ingenti movimenti
di capitale sia
lordi ...

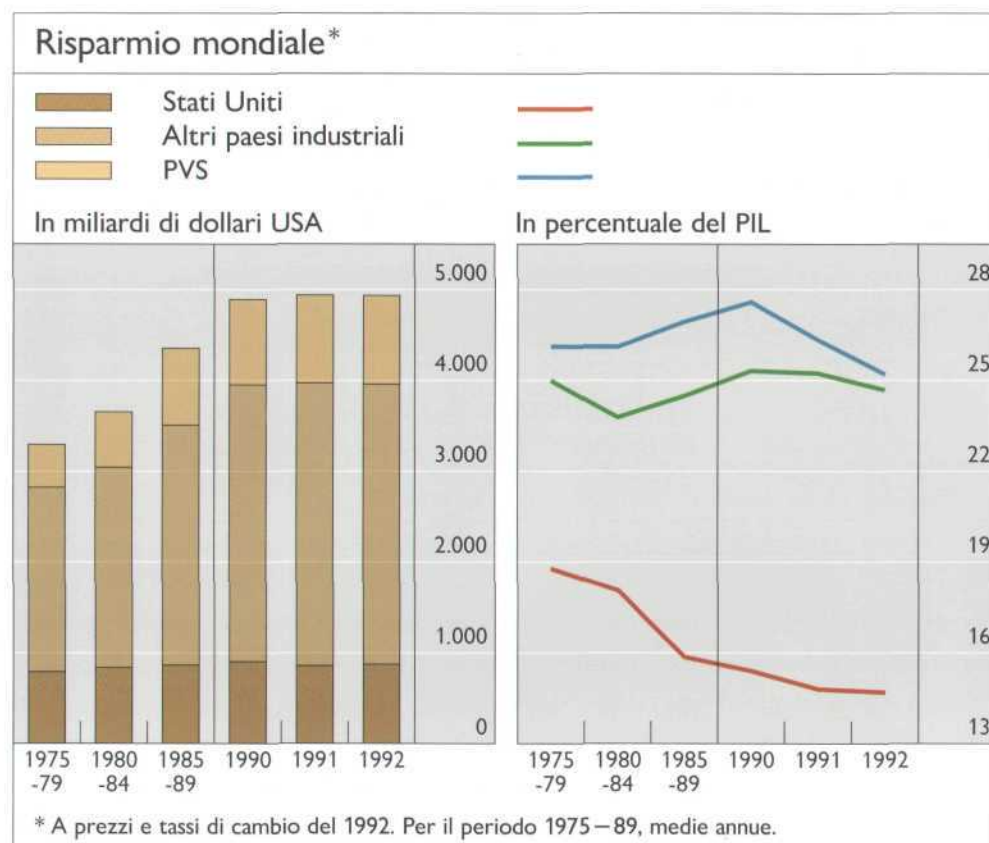
Una riprova dell'enorme aumento nel volume dei movimenti di capitale è data dal fatto che nel 1993 i deflussi lordi di capitale dai principali paesi industriali (escluse le transazioni ufficiali e bancarie a breve termine) hanno raggiunto circa \$850 miliardi. Tali flussi sono ammontati mediamente a circa \$500 miliardi durante il periodo 1985–93, rispetto a soli \$100 miliardi annui circa nella prima metà degli anni ottanta. La persistenza per quasi un decennio di flussi di capitale di tale entità ha determinato un forte aumento nella quota di attività finanziarie detenute da non residenti. Secondo una stima, le disponibilità dei non residenti ammontano ora al 20–25% circa del totale dei titoli pubblici in essere nei paesi del Gruppo dei Dieci (escluso il Giappone). Tali investimenti sono molto reattivi ai mutamenti delle aspettative nei mercati finanziari internazionali. Le politiche economiche – in particolare i tentativi di mantenere tassi di cambio irrealistici o strategie macroeconomiche inadeguate – sono ora maggiormente soggette alla sanzione del mercato finanziario.

... sia netti

Anche in termini netti i movimenti di capitale sono divenuti ingenti (tabella precedente). Negli anni ottanta i flussi netti di fondi avevano luogo per lo più tra i paesi industriali, con il Giappone quale principale esportatore di capitali e gli Stati Uniti quale maggiore paese importatore. Verso le economie in via di sviluppo fluiva un ammontare relativamente modesto di fondi, anche perché la crisi debitoria internazionale aveva reso più riluttanti gli operatori esteri a investire in tali paesi. Inoltre, le carenti politiche economiche attuate in un certo numero di PVS mantenevano i rendimenti effettivi degli investimenti ben al disotto del loro pieno potenziale.

Ripresa dei flussi
verso i PVS ...

Questa tendenza ha però subito un'inversione agli inizi degli anni novanta, e nel 1993 i flussi netti verso le aree in via di sviluppo risultavano saliti a circa \$160 miliardi. I capitali si sono diretti in particolare verso l'America Latina



(dove gli afflussi sono ammontati lo scorso anno a quasi il 5% del PIL) e verso i PVS asiatici con più bassi costi di manodopera (circa il 4% del PIL). Come si è visto nel Capitolo III, in numerosi PVS il perseguimento di politiche economiche favorevoli a una crescita sostenibile ha contribuito a ripristinare il tradizionale orientamento dei flussi di capitale. A ciò hanno concorso anche le posizioni cicliche relative, in quanto il prodotto ha continuato a espandersi nelle aree in via di sviluppo, mentre l'attività economica è stata debole nei paesi industriali e i tassi d'interesse a breve negli Stati Uniti sono rimasti molto bassi. A differenza degli anni settanta è stato il settore privato, e non quello pubblico, il principale utilizzatore dei fondi.

Nondimeno, nonostante la ripresa degli afflussi di capitale, i risparmi interni hanno avuto un ruolo decisamente più importante nel finanziare gli investimenti. La quota di risparmio sul PIL è stata nel complesso significativamente più elevata che nei paesi industriali, soprattutto in virtù dell'altissima propensione al risparmio nell'Asia (grafico precedente). Quasi il 25% del risparmio mondiale è attualmente generato nei PVS, in confronto al 15% agli inizi degli anni settanta. La coesistenza di ingenti afflussi di capitali esteri con un forte aumento del risparmio interno induce a ritenere che i PVS abbiano ora maggiori probabilità di conservare la posizione di prenditori netti di fondi.

... integrati da elevati risparmi interni

Paesi in via di sviluppo

Incremento degli afflussi di capitale

L'aspetto più notevole del rinnovato interesse degli investitori esteri per i PVS è costituito dall'entità dei capitali esteri ritornati in America Latina, dove i

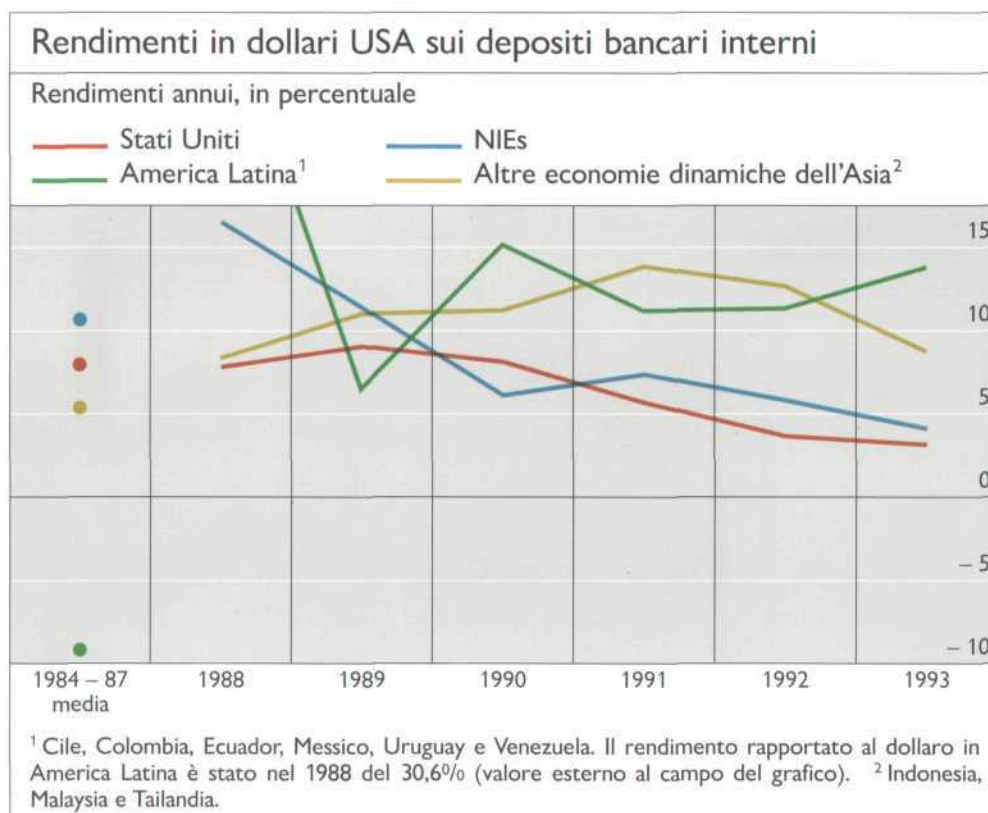
Gli afflussi
in America Latina
superano quelli
verso l'Asia

flussi netti in entrata hanno raggiunto e superato quelli dei PVS asiatici (tabella a pagina 157). Ma, mentre nel primo caso si è trattato in prevalenza di flussi collegati a investimenti di portafoglio e a privatizzazioni, i fondi fluiti verso l'Asia hanno per lo più assunto la forma di investimenti diretti.

Così come negli anni precedenti, nel 1993 circa la metà degli afflussi netti verso l'America Latina si è diretta in Messico, dove essi sono stati pari all'8% del PIL. L'Argentina risulta al secondo posto come paese destinatario di fondi, con flussi in entrata saliti al 7% del PIL. Benché vi siano stati anche notevoli afflussi nei paesi dell'Asia a reddito più elevato (in particolare Singapore e, più recentemente, la Corea del Sud), la maggior parte dei capitali si è diretta verso i paesi a più basso reddito, dove l'industrializzazione sta procedendo molto rapidamente. Dal 1990 la Malaysia e la Thailandia hanno importato capitali a un tasso medio di oltre il 10% del PIL. Un elemento nuovo nel 1993 è stato il netto aumento degli investimenti in India, dove il capitale internazionale è stato attratto dalla liberalizzazione dei finanziamenti all'estero delle imprese, dai progressi compiuti verso la convertibilità valutaria e da altre riforme.

Afflussi a breve
termine attratti
da elevati tassi
d'interesse

La ripresa degli afflussi in numerosi PVS è in parte da ascrivere alla migliorata disciplina monetaria. In particolare, in America Latina i più elevati tassi d'interesse reali hanno incoraggiato il ritorno di capitali espatriati, hanno stimolato i residenti a indebitarsi in valute estere e hanno attratto fondi di non residenti. Nell'insieme dell'area (escludendo però i paesi con inflazione molto alta) i tassi d'interesse reali, che erano stati ampiamente negativi durante lo scorso decennio, sono ridiventati leggermente positivi negli ultimi anni. Anche in Brasile i rendimenti reali sono divenuti nettamente positivi. Il fatto che il deprezzamento della maggior parte dei cambi nominali rispetto al dollaro non



abbia interamente rispecchiato i differenziali d'inflazione ha reso attrattivi gli investimenti a breve denominati in moneta locale in un momento in cui i tassi d'interesse a breve negli Stati Uniti erano eccezionalmente bassi (grafico precedente). Di un analogo vantaggio di tasso d'interesse hanno fruito i detentori di depositi in valuta locale in alcuni paesi asiatici di più recente industrializzazione (Indonesia, Malaysia e Thailandia), ma non nelle "vecchie" NIEs. È probabile che questi elevati tassi d'interesse in relazione al dollaro siano un fenomeno transitorio, cosicché un loro calo potrebbe comportare un'inversione dei flussi.

Per quanto concerne le varie componenti identificate dei flussi di capitale, i principali fattori alla base degli investimenti diretti esteri sono trattati nel Capitolo IV. Secondo le statistiche di bilancia dei pagamenti, nel 1993 i flussi lordi di portafoglio verso i PVS sono ammontati a più di \$ 90 miliardi, rispetto a un livello annuo ben inferiore a \$ 10 miliardi nella seconda metà degli anni ottanta (tabella seguente). Questi afflussi hanno assunto varie forme, che vanno dalle emissioni internazionali di operatori pubblici e privati sui mercati obbligazionari e azionari, agli acquisti esteri di azioni e altri titoli nelle borse valori locali.

Come analizzato più in dettaglio nel Capitolo V, lo scorso anno le emissioni nette di strumenti debitori internazionali da parte dei PVS sono ammontate a circa \$ 30 miliardi, rispetto a circa \$ 13 miliardi nel 1992. Le emissioni di soggetti latino-americani vi hanno concorso approssimativamente per due terzi. Inoltre, l'utilizzo degli *American Depository Receipts* ha reso più agevole per i mutuatari dei PVS la raccolta di capitale azionario sul mercato statunitense.

L'aspetto più importante è stato tuttavia l'aumento degli investimenti sui mercati azionari emergenti. Questi hanno beneficiato di un considerevole boom negli ultimi quattro anni, con aumenti particolarmente forti nell'America Latina.

Flussi per
investimenti
di portafoglio

I mercati azionari
emergenti...

Flussi di capitale per investimenti di portafoglio						
Paesi	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993 ¹
in miliardi di dollari USA, medie annue						
Deflussi						
Stati Uniti	5,3	6,5	13,6	44,7	48,0	125,4
Giappone	3,4	25,0	85,9	74,3	34,4	51,7
Europa occidentale	6,2	27,7	82,1	148,1	168,4	260,6
di cui: Regno Unito	2,3	13,5	26,6	51,6	55,4	142,4
PVS ²	8,7	3,6	3,5	10,7	10,5	20,5
di cui: NIEs ²	0,1	0,2	1,2	2,3	2,3	3,1
altri paesi asiatici	0,0	0,0	0,2	0,3	0,5	2,0
America Latina	0,2	0,1	2,3	7,7	6,4	14,8
Afflussi						
Stati Uniti	5,2	29,4	44,7	54,0	67,2	103,9
Giappone	5,1	12,6	26,9	115,3	8,2	-11,1
Europa occidentale	16,7	25,9	99,1	185,5	221,8	396,5
di cui: Regno Unito	2,3	3,5	24,7	34,4	35,7	61,5
PVS ²	1,9	4,1	8,2	27,9	50,7	91,9
di cui: NIEs ²	0,1	0,5	0,3	4,2	7,3	13,8
altri paesi asiatici	0,2	1,7	1,3	0,9	0,4	9,7
America Latina	1,3	1,2	5,4	22,0	39,7	67,9

¹ Dati parzialmente stimati. ² Ad esclusione di Hong Kong.

Il quadro è stato più differenziato in Asia, dove l'espansione maggiore si è avuta nei mercati più aperti e nelle borse di recente istituzione. Hong Kong ha assunto un'importanza crescente in quanto ha offerto agli investitori esteri la possibilità di acquisire quote di società con attività patrimoniali in Cina sotto forma di azioni facilmente liquidabili in valuta convertibile. L'aumento dei corsi azionari è stato relativamente contenuto in Corea del Sud e Taiwan, dove significative restrizioni continuano a ostacolare le partecipazioni estere. Una conseguenza rilevante di questo boom è stata che il rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL ha raggiunto livelli analoghi a quelli dei paesi industriali, quando non li ha decisamente superati.

... continuano
ad attirare
l'interesse

Il brusco calo dei corsi azionari agli inizi del 1994 è stato un tempestivo richiamo al fatto che i mercati emergenti possono essere più instabili di quelli dei paesi industriali. Inoltre, in questi mercati la formazione dei prezzi non appare altrettanto efficiente quanto sui mercati dei paesi industriali giacché l'andamento dei corsi tende a mostrare più marcati effetti di trascinamento, e può più facilmente dare origine a "bolle" speculative. Ciò nonostante, il miglioramento delle prospettive economiche di gran parte dei PVS è stato di tale entità che i loro valori azionari continuano ad esercitare una forte attrattiva sui gestori di portafogli dei paesi industriali. Inoltre il fatto che le fluttuazioni di prezzo di tali azioni non siano strettamente correlate a quelle dei corsi azionari dei paesi industriali ha fatto apparire tali titoli come ideali strumenti di diversificazione. Si consideri poi che lo sviluppo di fondi-paese gestiti da operatori professionali ha reso più facile l'investimento in molti mercati, fra di loro alquanto differenti, anche in mancanza di informazioni dettagliate sulla situazione economico-finanziaria delle singole società.

Tassi di cambio e ripercussioni macroeconomiche

La ripresa degli afflussi di capitale ha consentito a paesi fortemente indebitati di accelerare la crescita delle importazioni e del prodotto totale. Tali afflussi hanno inoltre fornito una fonte complementare di finanziamento degli investimenti, in particolare nei paesi con basso reddito e limitate possibilità di accrescere il risparmio interno.

Gli afflussi
di capitale
possono provo-
care un apprezza-
mento reale

Tuttavia, non tutti gli effetti degli afflussi netti di capitale sono necessariamente positivi. I tassi di cambio effettivi reali possono infatti apprezzarsi, determinando un peggioramento della posizione competitiva nel settore dei beni esposti alla concorrenza estera e una maggiore vulnerabilità agli shock esterni (in particolare a un rialzo dei tassi d'interesse internazionali). Le politiche del cambio hanno un ruolo fondamentale nel trasmettere gli effetti degli afflussi di capitale. I paesi che impiegano un ancoraggio nominale basato sulla parità di cambio come principale strumento antinflazionistico e riescono a mantenere un tasso nominale stabile possono subire un apprezzamento in termini reali se i flussi di capitale inducono una crescita eccessiva del credito interno, e quindi tassi d'inflazione più elevati. I paesi con politiche valutarie più flessibili dispongono di un certo margine per assorbire temporaneamente le pressioni inflazionistiche mediante un apprezzamento nominale della moneta ma, se gli afflussi di capitali perdurano, anche essi subiranno una perdita di competitività.

Le autorità possono affrontare questi problemi impiegando altre strategie volte a contrastare le spinte al rialzo sul tasso di cambio. L'adozione di politiche fiscali restrittive, ad esempio, riduce il rischio di un aumento dell'inflazione. Essa può altresì far diminuire i tassi d'interesse nominali e limitare così gli afflussi attratti da un differenziale favorevole dei tassi d'interesse. Inoltre, stringenti politiche di bilancio combinate con una liberalizzazione del commercio e altre riforme strutturali possono orientare la domanda verso investimenti ad alta intensità di importazioni, inducendo un ampliamento del disavanzo corrente e una conseguente attenuazione delle pressioni al rialzo sul cambio. Le autorità monetarie, mediante interventi sul mercato dei cambi e la sterilizzazione, possono tentare di isolare la crescita del credito interno e dell'offerta di moneta dagli afflussi di capitale, e ridurre così il rischio di spinte inflazionistiche. Tuttavia ciò richiederà una maggiore emissione di titoli di Stato e manterrà elevati i tassi d'interesse interni, stimolando l'ulteriore afflusso di capitali e aggravando l'onere di bilancio per il servizio del debito.

Altre misure per contrastare le pressioni sul cambio

Afflussi di capitale e andamenti del tasso di cambio. Benché negli ultimi anni i flussi di capitale siano stati di un analogo ordine di grandezza in Asia e in America Latina, in generale nel primo gruppo di paesi i tassi di cambio effettivi reali non sono aumentati quanto nel secondo. Ciò è in parte dovuto al fatto che diverse monete latino-americane erano sottovalutate allorché sono stati avviati i programmi di stabilizzazione. Tuttavia la differenza è dovuta principalmente ad altri quattro fattori.

Diversa evoluzione dei tassi di cambio reali in Asia e in America Latina, dovuta a...

Il primo è l'assai diversa storia in termini d'inflazione nelle due regioni (si veda anche il Capitolo III). Il livello d'inflazione relativamente basso in paesi come Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia ha consentito ai responsabili delle politiche di mantenere i tassi di cambio nominali abbastanza stabili senza dover accettare un apprezzamento in termini reali. Questi paesi sono stati ulteriormente favoriti dall'apprezzamento dello yen che, date le dimensioni dell'interscambio con il Giappone, ha determinato un calo del valore esterno effettivo delle loro monete in termini sia nominali che reali. Al contrario, in America Latina gli alti tassi d'inflazione ereditati dal passato hanno fatto sì che l'utilizzo di ancora nominali basate sul cambio in funzione antinflazionistica (come in Argentina e Messico) causasse notevoli apprezzamenti reali, nonostante che il tasso d'inflazione fosse diminuito nel periodo di forte afflusso di capitali. In secondo luogo, le politiche di tasso di cambio nominale tendono ad essere più flessibili in Asia che nell'America Latina, e un certo numero di paesi asiatici ha mantenuto controlli più stringenti sia sugli investimenti dall'estero, sia sui mercati finanziari interni. In terzo luogo, in Asia gli investimenti diretti esteri si sono accompagnati a un elevato, e in alcuni casi crescente, livello di investimenti reali, che ha generato importazioni di beni strumentali e quindi un certo deterioramento compensativo delle partite correnti. Infine, i paesi asiatici sono riusciti a sterilizzare una quota più ampia delle accresciute riserve valutarie. Tali politiche di sterilizzazione, insieme ai controlli residui (o aggiuntivi) sui mercati finanziari e valutari paiono aver lasciato un margine di manovra relativamente ampio per il perseguimento di politiche monetarie autonome.

... un differente andamento passato dell'inflazione ...

... e a fattori connessi alle politiche

Politiche di tasso di cambio. Le politiche valutarie adottate dai paesi asiatici e latino-americani destinatari della maggior parte degli afflussi di capitale si

Andamenti dei tassi di cambio effettivi nominali e reali in taluni paesi dell'America Latina e dell'Asia							
Paesi		1985	1989	1991	1992	1993	Per memoria: regime di cambio
		Indici, 1990 = 100					
Argentina	N	*	1.152	51	49	49	Ancoraggio al \$USA dal 1991
	R	113	78	133	141	155	
Hong Kong	N	100	100	100	100	100	Ancoraggio al \$USA dal 1983
	R	117	99	106	110	118	
Tailandia	N	94	100	100	101	101	Ancoraggio a un paniere valutario dal 1984
	R	120	98	100	97	94	
Messico	N	1.095	114	93	91	90	Crawling peg rispetto al \$USA con margini di oscillazione dal 1987
	R	94	97	111	120	128	
Cile	N	185	114	87	84	75	Aggiustamento entro una banda di oscillazione basato su una serie di indicatori
	R	140	105	101	106	106	
Indonesia	N	166	104	95	91	88	Fluttuazione amministrata
	R	180	104	99	95	100	
Malaysia	N	137	102	97	102	101	Fluttuazione amministrata
	R	147	104	97	103	103	
Singapore	N	102	93	104	107	107	Fluttuazione amministrata
	R	126	97	103	105	106	
Corea del Sud	N	111	108	95	86	84	Fluttuazione amministrata
	R	100	104	99	93	93	
Taiwan	N	91	104	99	103	98	Fluttuazione amministrata
	R	96	105	98	103	98	
Brasile	N	*	2.440	17	1,5	0,1	Fluttuazione indipendente
	R	65	90	85	78	87	

* 812.667 (Argentina) e 1.101.613 (Brasile).

Nota: N=tasso di cambio effettivo nominale o tasso di cambio rispetto al dollaro USA (una diminuzione indica un deprezzamento). R=tasso di cambio effettivo reale (una diminuzione indica un deprezzamento), deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo.

Fonti: Banca asiatica di sviluppo; ONU, UN Commission for Latin America and Caribbean; Fondo monetario internazionale e stime BRI.

Tipologia delle
politiche
valutarie in
diversi paesi ...

possono classificare in tre categorie (tabella precedente): quelle che hanno adottato un regime del tipo *currency board* per sostenere un tasso di cambio fisso rispetto al dollaro USA (Argentina e Hong Kong); quelle che hanno ancorato la propria moneta al dollaro USA o che hanno mantenuto un elevato grado di stabilità nei suoi confronti (Messico, Tailandia, Malaysia e Taiwan); e quelle che hanno adottato strategie più flessibili, volte essenzialmente a conseguire un tasso di cambio effettivo reale stabile o calante (Cile, Indonesia e Corea del Sud). Singapore fa categoria a sé, avendo perseguito un apprezzamento nominale della sua moneta per mitigare l'impatto dell'aumento dei prezzi all'importazione sull'inflazione interna. In conseguenza di questa politica, negli ultimi quattro anni il tasso di cambio nominale si è apprezzato di circa il 15%, mentre l'apprezzamento in termini reali è stato inferiore al 10%.

Hong Kong è un caso piuttosto speciale, in quanto mantiene fisso il suo tasso di cambio fin dal 1983. Questo lungo periodo di stabilità, unitamente alle dimensioni stesse del fondo stabilizzazione cambi (che a fine 1993 ammontava a

quasi \$45 miliardi) cui può attingere per difendere il valore esterno della moneta, ha conferito a questo impegno di cambio una credibilità che non ha quasi eguali. In Argentina vige un regime di *currency board* dal marzo del 1991. Il Messico, al pari dell'Argentina, ha fatto segnare un pronunciato apprezzamento reale della moneta, in quanto gli aggiustamenti del tasso di cambio hanno compensato solo in parte il differenziale d'inflazione rispetto agli Stati Uniti. Per contro, l'Indonesia e la Corea del Sud, che seguono politiche valutarie più flessibili, sono state in grado di neutralizzare gli effetti dell'inflazione interna relativamente alta mediante un deprezzamento nominale. L'esperienza di Singapore, specie se confrontata con quella di Argentina e Messico, fornisce forse la migliore riprova dell'importanza degli effetti di isteresi nell'evoluzione dei prezzi. Con un tasso d'inflazione storicamente molto basso Singapore ha potuto utilizzare l'apprezzamento nominale del cambio per ridurre ulteriormente l'inflazione dei prezzi al consumo.

È difficile valutare con precisione l'impatto degli afflussi di capitale sui tassi di cambio effettivi nominali e reali, in quanto il rapporto di causalità può agire in ambedue i sensi. Da un lato, le ancorie nominali basate sul tasso di cambio, tipiche dei paesi dell'America Latina, unitamente a politiche monetarie restrittive e ai conseguenti favorevoli differenziali d'interesse, hanno fornito un importante incentivo agli afflussi di capitale. Dall'altro, in certi periodi tali afflussi possono costituire un fattore autonomo, che spinge verso l'alto i tassi di cambio effettivi nominali e reali e che costringe le autorità ad adottare provvedimenti speciali, come si vedrà più oltre. In siffatte circostanze alcuni paesi hanno inoltre modificato i propri obiettivi di tasso di cambio, cercando di preservare il principio della fissità con un ampliamento del margine consentito di oscillazione, o la ridefinizione del tasso di riferimento, nella speranza che la maggiore incertezza circa l'evoluzione del cambio agisse da deterrente sugli afflussi di natura speculativa.

Risparmi, investimenti e composizione degli afflussi di capitale. Un altro fattore alla base dei diversi andamenti dei tassi di cambio effettivi reali in Asia e in America Latina è rappresentato dalle differenze negli squilibri correnti con l'estero. Come si può osservare nel grafico seguente, i paesi dell'America Latina hanno subito un netto deterioramento dei disavanzi correnti, verosimilmente dovuto sia all'apprezzamento in termini reali delle proprie monete sia ad altri fattori, come la liberalizzazione del commercio con l'estero. La causa principale dell'ampliamento degli squilibri è stata una rapida espansione delle importazioni piuttosto che un rallentamento delle esportazioni, mentre vi sono scarse indicazioni di un'eccessiva crescita della domanda interna. Di recente anche alcuni paesi asiatici hanno fatto registrare elevati deficit correnti, ma ciò ha coinciso con una crescita degli afflussi di capitale ed è avvenuto nel contesto di tassi di cambio stabili.

Un secondo aspetto saliente è che in Asia gli investimenti, che tendono ad essere la componente della domanda con più alta intensità di importazioni, hanno una maggiore incidenza sul PIL rispetto all'America Latina. I saggi di investimento in America Latina hanno segnato un certo progresso in quanto gli afflussi di capitale sono stati accompagnati da accresciuti investimenti privati, mentre quelli pubblici sono stati ridotti nel quadro delle strategie di consolidamento

... e loro implicazioni sui tassi di cambio reali

Interdipendenza tra afflussi di capitale e tassi di cambio

Tassi di cambio reali e variazioni delle partite correnti

Influsso degli investimenti reali ...

Assorbimento di afflussi netti di capitale, tassi di cambio reali e andamento degli aggregati monetari e creditizi¹

Ordinata di sinistra (mdi di \$ USA):

■ saldo delle partite correnti

■ variazione delle riserve

Ordinata di destra (1990 = 100):

— tasso di cambio effettivo reale²

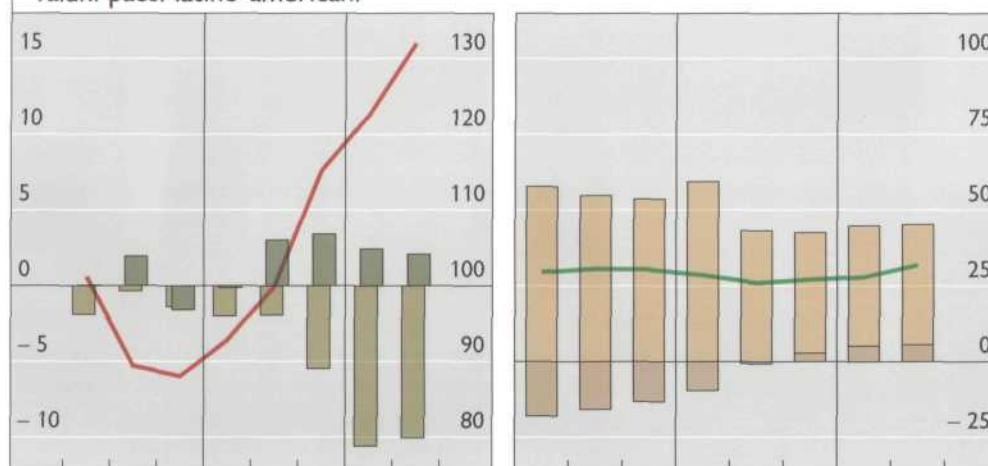
In percentuale del PIL:

— M_2

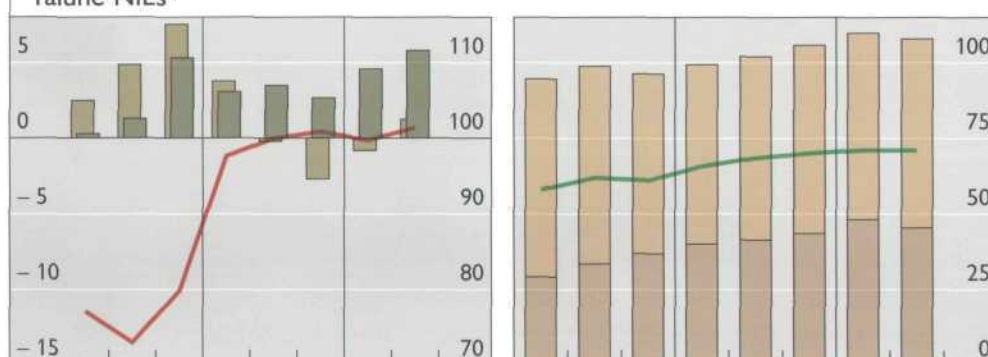
■ credito interno

■ attività nette esterne

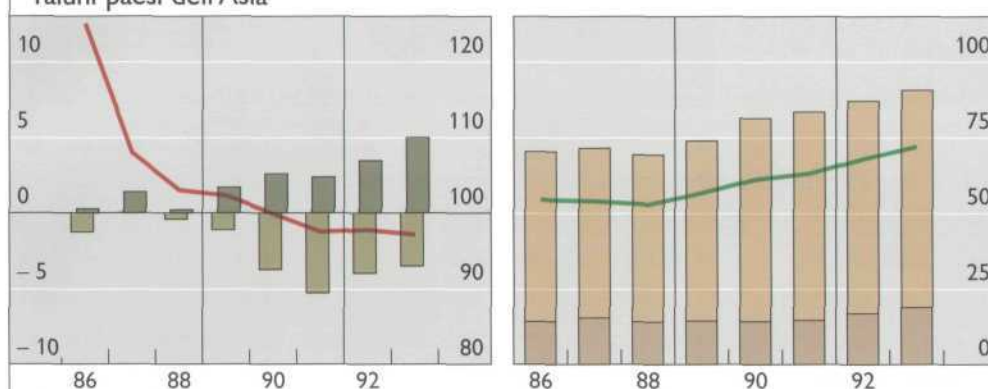
Taluni paesi latino-americani³



Talune NIEs⁴

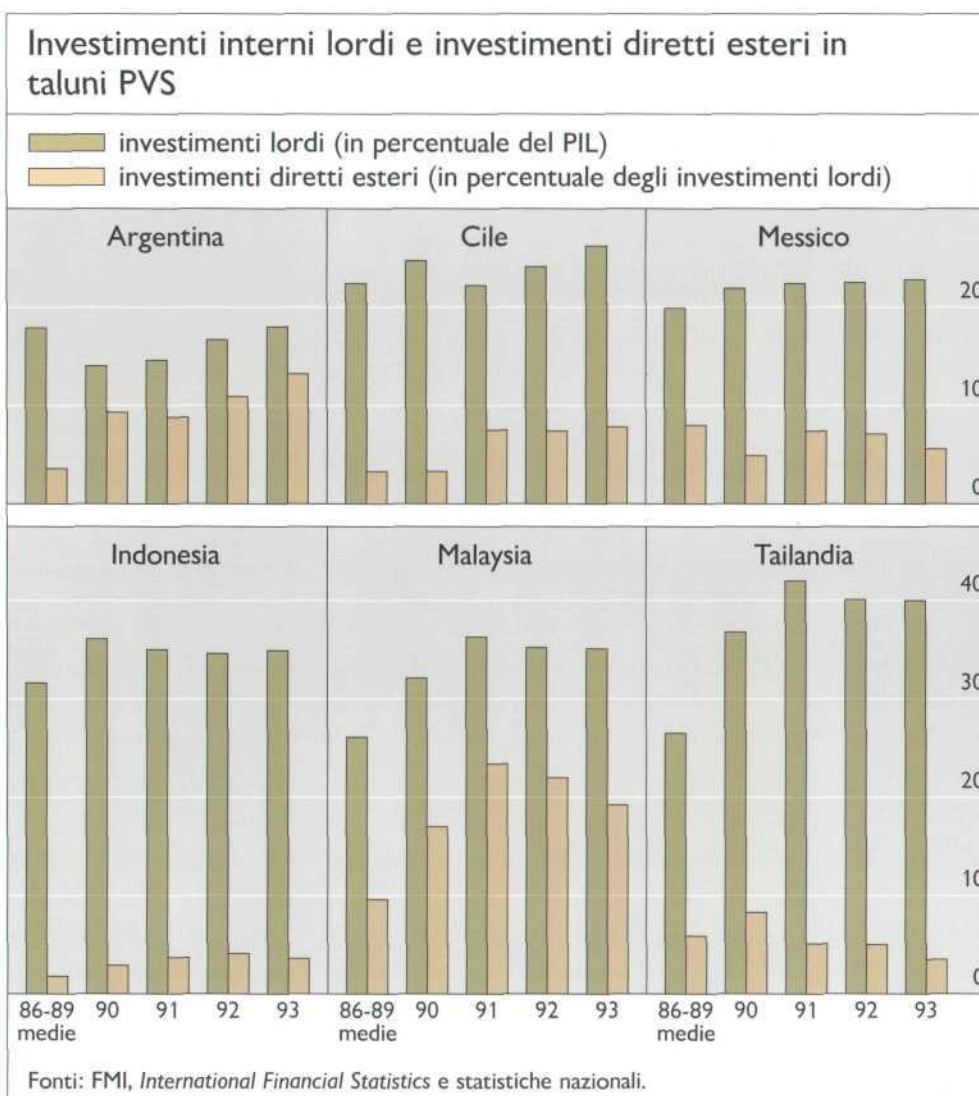


Taluni paesi dell'Asia⁵



¹ Medie non ponderate. ² In termini di prezzi al consumo relativi. ³ Argentina, Cile e Messico. ⁴ Singapore e Corea del Sud. ⁵ Indonesia, Malaysia e Thailandia.

fiscale, cosicché il rendimento a livello aggregato potrebbe essere migliorato. Ciò nondimeno, in Asia il boom delle importazioni appare più chiaramente collegato alla forte crescita degli investimenti, specie nei comparti dell'industria



manifatturiera generatori di esportazioni. Il peggioramento della bilancia corrente ha attenuato le spinte al rialzo sui tassi di cambio, mentre la crescita degli investimenti ha posto le basi per una successiva riduzione degli squilibri correnti.

Anche la *composizione* degli afflussi di capitale ha probabilmente concorso a determinare le conseguenze dei medesimi sul piano macroeconomico. La quota degli investimenti diretti esteri sia sulla formazione lorda di capitale sia sugli afflussi complessivi è stata più alta in Asia che in America Latina (grafico precedente). Ma ciò che ha maggiormente influito è stata la *natura* degli investimenti diretti esteri. In America Latina questi sono consistiti principalmente in conversioni di crediti in partecipazioni e in acquisti di azioni di società privatizzate, che non comportano necessariamente formazione addizionale di capitale. Per converso, in Asia gli investimenti diretti esteri sono per lo più avvenuti sotto forma di acquisizioni societarie o di costituzione di nuove imprese.

Un ulteriore fattore – sebbene di natura essenzialmente indiretta – della differente evoluzione delle bilance correnti e dei tassi di cambio potrebbe consistere nel mutamento di corso della politica di bilancio. La maggior parte

... composizione
degli afflussi
di capitale ...

... e politiche
fiscali

dei paesi asiatici, data la lunga tradizione di modesti disavanzi pubblici, non ha avuto granché bisogno di un ulteriore consolidamento negli anni novanta. Nei paesi latino-americani, invece, l'indirizzo permissivo delle politiche fiscali ha subito un'inversione solo verso la fine del passato decennio. Questo miglioramento ha indubbiamente accresciuto la fiducia degli investitori stranieri e incoraggiato il rimpatrio di capitali detenuti all'estero da residenti, rafforzando così le spinte al rialzo sui tassi di cambio reali.

Implicazioni per la politica monetaria

I recenti andamenti valutari nei paesi dell'Asia e dell'America Latina suscitano due interrogativi. Anzitutto, in che modo i paesi sono stati in grado di conciliare gli obiettivi di stabilità valutaria con le finalità interne della politica monetaria? In secondo luogo, in quale misura i paesi che sono riusciti a mantenere un tasso di cambio nominale relativamente fisso sono stati costretti a rinunciare a parte della propria autonomia monetaria?

Sostituibilità
degli strumenti
finanziari e
politiche di tasso
d'interesse

Il caso di
Hong Kong

Anche in quei paesi che hanno rimosso la maggior parte dei controlli valutari e sui mercati finanziari interni, e che perseguono una politica di cambio nominale fisso, le attività finanziarie interne ed estere non sono probabilmente succedanei perfetti. Ciò dà alle autorità un certo margine di manovra per variare i tassi d'interesse interni rispetto a quelli internazionali. Vi sono inoltre grandi differenze quanto alla misura in cui i paesi hanno effettivamente rimosso i controlli sui capitali e liberalizzato i mercati finanziari. Hong Kong ha proceduto in tal senso già molti anni addietro, e con un tasso di cambio nominale completamente fisso, le autorità monetarie hanno probabilmente sacrificato un certo grado di autonomia nella conduzione delle politiche. Ciò è divenuto palese agli inizi degli anni novanta, quando i tassi d'interesse reali sono diventati negativi a causa dell'effetto combinato dei bassi tassi USA e del livello relativamente elevato dell'inflazione interna. Di conseguenza, i prezzi degli immobili sono bruscamente saliti, inducendo di recente le autorità a prendere in esame misure per comprimere l'eccesso di domanda. Anche Singapore ha da tempo liberalizzato il suo sistema finanziario, optando però per un cambio flessibile quale mezzo per conseguire un minore tasso d'inflazione. Al contrario, la Corea del Sud e Taiwan hanno mantenuto in vigore diverse restrizioni interne ed esterne e perseguono inoltre politiche valutarie più flessibili.

Politiche di
sterilizzazione
e autonomia
monetaria

In altri paesi sono state attuate efficaci politiche di intervento valutario e di sterilizzazione che combinano una certa, seppure limitata, flessibilità del tasso di cambio con vincoli sui movimenti di capitale o sui mercati finanziari interni. Diversi paesi utilizzano margini di oscillazione piuttosto che una parità completamente fissa, e possono così perseguire una politica monetaria autonoma fintantoché il tasso di cambio rimane entro la banda. In periodi di ampi afflussi alcuni di questi paesi hanno allargato la fascia di oscillazione, e con essa il margine di manovra disponibile. Anche la struttura dei flussi di capitale in entrata e delle operazioni finanziarie del governo può fornire un certo contributo. In Thailandia larga parte degli afflussi ha assunto la forma di investimenti diretti a lungo termine, di investimenti azionari di portafoglio e di prestiti bancari. Unitamente ai controlli finanziari

ancora in vigore, ciò ha consentito alle autorità di mantenere il cambio nominale con il dollaro USA entro ristretti margini di fluttuazione, pur espandendo il credito in linea con il fabbisogno di un'economia in rapida crescita. In parecchi paesi latino-americani i flussi di capitale in entrata sotto forma di conversioni di crediti in partecipazioni e di acquisizioni azionarie connesse a privatizzazioni sono stati sostanzialmente sterilizzati senza alcun intervento delle banche centrali e senza ripercussioni sensibili sui tassi d'interesse. La Malaysia e Singapore hanno assorbito la liquidità eccedente mediante il trasferimento di depositi del Tesoro o dei sistemi di risparmio obbligatorio dalle banche private alla banca centrale.

Ciò nonostante, nei momenti in cui gli afflussi sono stati eccezionalmente ampi l'obiettivo di mantenere la stabilità finanziaria e la competitività internazionale ha reso necessaria l'adozione di misure addizionali, sebbene spesso solo in via temporanea. In questi periodi vari paesi hanno introdotto più elevati coefficienti di riserva obbligatoria per le banche o tassi d'interesse reali negativi sui depositi dei non residenti (Cile, Malaysia e Corea del Sud), oppure hanno imposto limitazioni sulle passività bancarie in valuta estera (Messico) o sugli investimenti di portafoglio dei non residenti (Corea del Sud e Malaysia). In alcuni paesi sono stati esclusi i non residenti da particolari mercati e operazioni (Malaysia) o sono state adottate politiche volte a incoraggiare i deflussi di capitale (Cile, Corea del Sud, Taiwan e Thailandia). Laddove i mercati dei titoli di Stato non erano sufficientemente sviluppati le autorità sono ricorse alla cessione di obbligazioni della banca centrale; anche il rimborso anticipato di passività sull'estero (come ad esempio in Corea del Sud nel periodo 1985–89) è stato utilizzato per neutralizzare il potenziale impatto della crescita delle riserve valutarie sull'espansione del credito e della liquidità all'interno.

Questi provvedimenti sono stati alquanto efficaci come espedienti temporanei, ma comportano il rischio di distorcere gli sviluppi finanziari, soprattutto a danno delle banche. Vi sono poi stati molti casi in cui gli afflussi di capitale e le conseguenti pressioni al ribasso sui tassi d'interesse interni sono entrati in conflitto con l'obiettivo di ridurre l'inflazione e di evitare un'eccessiva crescita della domanda. Ciò spiega in gran parte l'introduzione da parte del Cile, nel 1992, di misure dirette a limitare gli afflussi e ad incoraggiare i deflussi, in un momento in cui l'economia stava crescendo a un tasso annuo del 10% avvicinandosi al livello di pieno impiego. Analogamente, nel 1990–92 l'Indonesia ha perseguito una politica monetaria restrittiva, la quale per effetto dei tassi d'interesse relativamente elevati, ha attratto capitali dall'estero. Nel corso del 1993, invece, alcune banche centrali sono state agevolate dalla coincidenza degli obiettivi interni ed esterni. Ad esempio, l'Indonesia, la Corea del Sud e la Thailandia hanno adottato politiche più espansive, e la riduzione dei tassi e dei differenziali d'interesse ha contribuito ad arginare una crescita degli afflussi di capitale che rischiava di minacciare la stabilità dei prezzi. A Singapore il rialzo dei tassi d'interesse inteso ad evitare un surriscaldamento dell'economia si è conciliato con l'obiettivo di rafforzare il tasso di cambio nominale e di attenuare così l'impatto del rincaro delle importazioni sull'inflazione dei prezzi al consumo.

Provvedimenti speciali in periodi di ampi afflussi

Conflitti con obiettivi interni ...

... ma anche concordanza di obiettivi

Paesi industriali: i mercati valutari nel 1993 e agli inizi del 1994

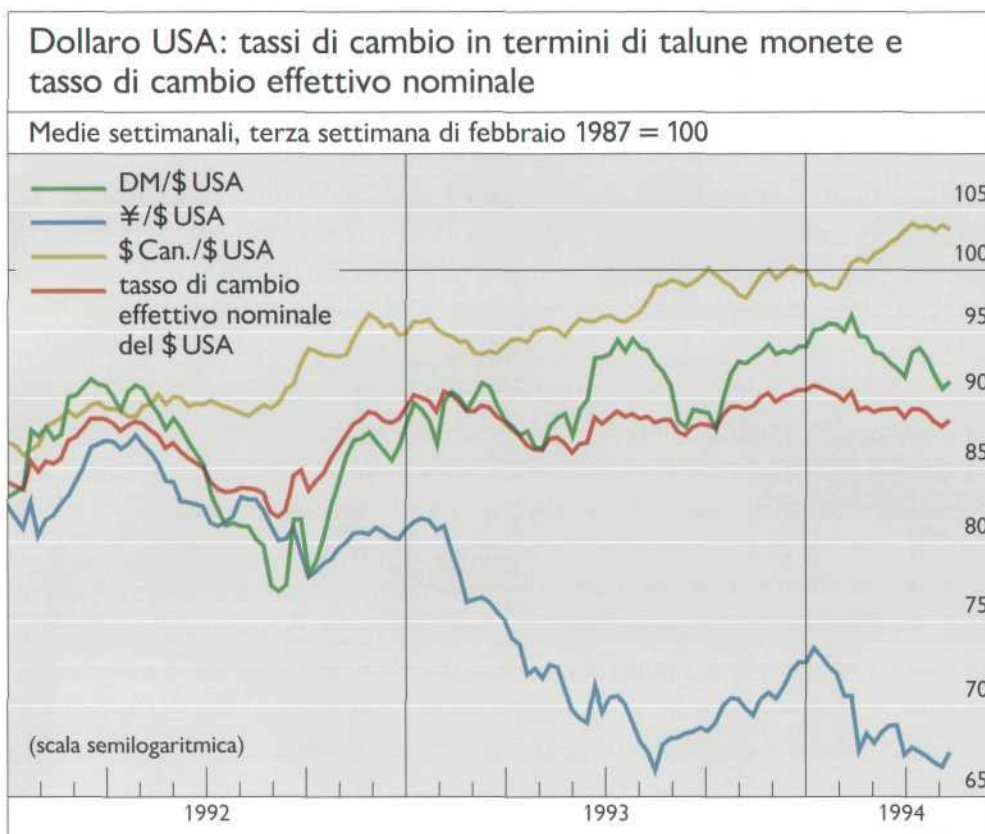
Il dollaro USA, lo yen e il marco tedesco

Nel complesso, relativa stabilità del dollaro ...

Nel periodo che va dagli inizi del 1993 ai primi mesi del 1994, nonostante taluni episodi di instabilità in parallelo con il procedere dell'integrazione finanziaria internazionale, il valore esterno del *dollaro USA* è rimasto relativamente stazionario, e il suo tasso effettivo nominale si è mosso entro margini abbastanza ristretti. All'inizio dell'aprile di quest'anno esso ha cominciato a indebolirsi, e le pressioni al ribasso si sono intensificate – almeno per un certo tempo – ai primi di maggio. Questo andamento contrasta con l'evoluzione osservata negli ultimi anni, durante i quali gli incerti alti e bassi di fiducia nella ripresa statunitense erano stati correlati positivamente con più pronunciati cicli di breve periodo nel valore del dollaro.

... ma forte calo rispetto allo yen, compensato da un aumento verso altre valute

Più significativi che non la sostanziale stabilità mostrata dal dollaro USA per gran parte del predetto periodo sono stati il forte deprezzamento rispetto allo yen e l'incremento di valore nei confronti del marco e di altre monete europee, nonché a fronte del dollaro canadese. In diverse occasioni le autorità statunitensi, congiuntamente a quelle giapponesi, sono intervenute sui mercati valutari per contrastare l'apprezzamento dello yen. Pertanto, considerando il periodo nel suo insieme, si sono di fatto rivelate infondate le aspettative del mercato secondo cui una perdurante ripresa dell'economia statunitense e una riduzione nei differenziali d'interesse avrebbero consolidato il dollaro. Tra il febbraio e l'aprile del 1994 il dollaro si è indebolito nonostante le indicazioni di un ulteriore rafforzamento dell'economia e malgrado un certo riorientamento in senso meno permissivo della politica monetaria. Tuttavia, questo è stato



Riserve valutarie ufficiali ¹						
Voci	1989	1990	1991	1992	1993	Consistenze a fine 1993
in miliardi di dollari USA						
Variazioni, a tassi di cambio correnti						
Totale	54,4	125,0	43,0	24,4	104,7	962,9
di cui:						
paesi industriali	32,5	82,1	-24,3	-25,9	28,5	459,8
NIEs	8,1	11,6	19,5	15,5	20,9	195,0
altri PVS	11,4	37,1	54,6	32,9	47,9	285,7
Variazioni, a tassi di cambio costanti ²						
Totale	57,2	90,9	42,0	46,5	109,3	962,9
Riserve in dollari	6,8	39,7	30,8	47,5	60,0	577,1
di cui detenute:						
negli Stati Uniti	-4,2	29,9	22,3	32,8	78,3	418,0
presso banche al di fuori degli Stati Uniti ³	1,7	3,4	5,8	9,2	1,4	95,0
Riserve non in dollari	50,4	51,2	11,2	-1,0	49,3	385,8
di cui: detenute presso banche ³	7,2	16,9	-29,2	-6,9	4,2	95,7
Per memoria:						
riserve identificate in:						
marchi	24,0	10,0	-8,2	-7,1	38,7	159,5
yen	10,8	16,0	4,2	-4,4	3,3	92,0
sterline	2,8	4,2	3,9	4,9	4,1	31,4
ECU privati	7,3	13,7	2,3	-12,0	3,7	24,8
franchi francesi	2,6	7,4	4,6	-1,0	1,1	18,8

¹ Escluse le disponibilità ufficiali in ECU. ² Dati parzialmente stimati. ³ Depositi di istituzioni monetarie ufficiali presso banche dichiaranti alla BRI.

accompagnato da una brusca caduta nei corsi delle obbligazioni in dollari USA, più forte, ad esempio, che in Germania, e i timori di nuovi cali potrebbero aver contribuito ad una certa liquidazione di posizioni in dollari. In altri termini, una volta che la ripresa si era sufficientemente consolidata da persuadere i mercati che il ciclo discendente dei tassi d'interesse USA si era chiaramente concluso, la correlazione positiva tra il tasso di cambio e gli indicatori della ripresa dell'economia reale ha subito, almeno per un certo tempo, un'inversione di segno. Agli inizi di maggio la situazione è divenuta tale da indurre le autorità statunitensi ad effettuare interventi concertati internazionalmente a sostegno del dollaro, e il Segretario al Tesoro ha annunciato che le autorità degli Stati Uniti non avevano alcun interesse che il dollaro fosse sottovalutato.

Durante il 1993, come mostra la tabella seguente, il crescente disavanzo corrente degli Stati Uniti ha avuto come principale controparte i movimenti netti del settore monetario. Ciò non è dovuto a una diminuzione delle riserve, che sono anzi salite di \$ 2 miliardi nonostante occasionali interventi sul mercato valutario, quanto piuttosto a un aumento di \$ 78 miliardi nelle disponibilità ufficiali in dollari di altri paesi detenute negli Stati Uniti, a sua volta attribuibile in ampia misura alla forte crescita delle riserve dei PVS. Un altro fattore potrebbe essere stato un certo aggiustamento di portafogli in favore dei

L'inversione del rapporto fra il dollaro e l'andamento dell'economia USA conduce infine a interventi coordinati

Un ampio incremento delle disponibilità ufficiali in dollari negli Stati Uniti compensa in parte i disavanzi correnti e nei capitali a lungo termine

Treasury bills USA, essendosi ulteriormente ridotto per un certo tempo il già esiguo vantaggio di tasso d'interesse sui depositi in eurodollari. Per contro, il finanziamento privato (escludendo la discrepanza statistica) è sceso a soli \$ 6,7 miliardi; ciò è imputabile interamente a un nuovo drastico calo (di \$ 47 miliardi) nelle attività nette estere delle banche, a causa in particolare dell'ulteriore ridimensionamento delle posizioni internazionali delle banche giapponesi. Lo scorso anno si sono registrati flussi di capitale senza precedenti sotto forma di transazioni in titoli, sebbene i deflussi netti siano risultati pari a soli \$ 21,4 miliardi, in quanto la diversificazione del portafoglio internazionale non ha riguardato soltanto investitori statunitensi. Infine, per effetto della ripresa della crescita negli Stati Uniti sono fortemente aumentati gli afflussi per investimenti diretti dall'estero: nel 1992 questi erano scesi al loro livello minimo degli ultimi vent'anni, ma l'anno passato sono risaliti a oltre \$ 30 miliardi, mentre i deflussi netti sono diminuiti.

Netto apprezzamento dello yen

Un aspetto saliente del periodo in esame è stato il forte aumento del valore internazionale dello yen. Tra la metà di gennaio e la metà di agosto dello scorso anno la moneta giapponese si è apprezzata di circa il 24% nei confronti del dollaro e di circa il 33% rispetto al marco tedesco. Essa si è quindi deprezzata lievemente durante gli ultimi quattro mesi e mezzo del 1993, per poi risalire all'inizio di quest'anno fin quasi ai suoi livelli precedenti (in particolare dopo la rottura, a metà febbraio, delle trattative commerciali tra Stati Uniti e Giappone), e nuovamente alla fine di aprile e agli inizi di maggio, allorché si

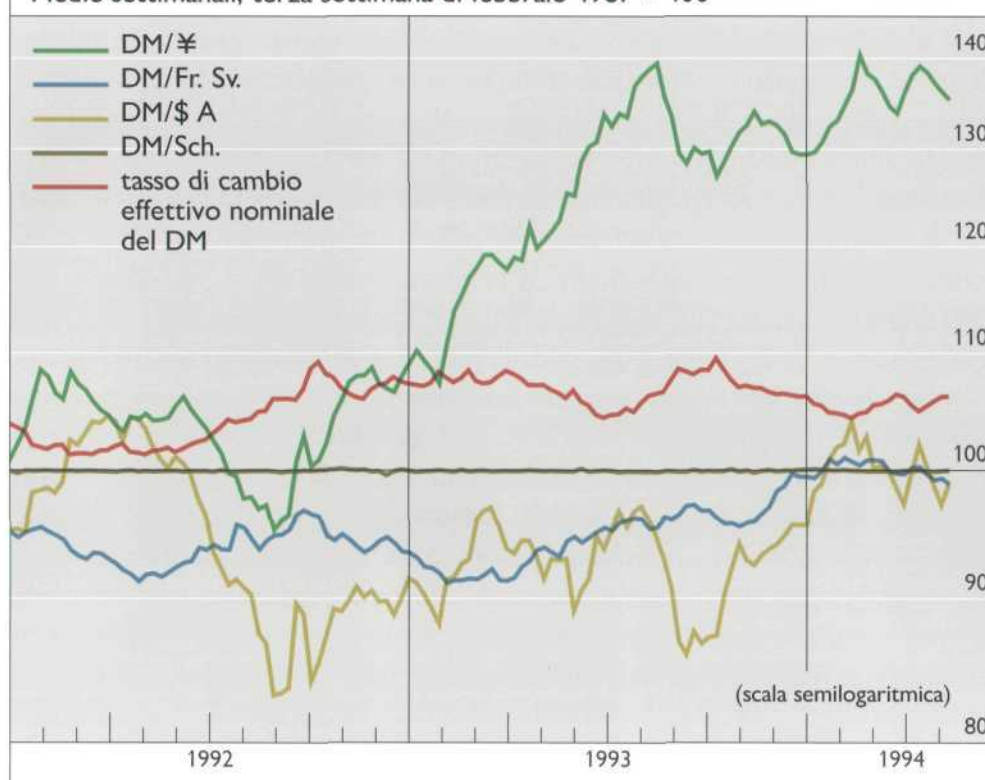
Conti con l'estero di Stati Uniti e Giappone

	1989	1990	1991	1992	1993	1993 1° trim.	1993 2° trim.	1993 3° trim.	1993 4° trim.
	in miliardi di dollari USA								
Stati Uniti									
Partite correnti	-101,6	-91,9	- 8,3	- 66,4	-109,2	-14,7	-25,7	-35,0	-33,9
Movimenti di capitale ¹	118,6	62,0	-13,5	24,4	41,3	4,3	7,6	17,4	12,0
di cui:									
investimenti diretti	30,9	20,9	- 5,1	- 32,4	- 18,7	- 1,5	- 2,1	- 6,1	- 9,0
titoli ²	46,3	-29,7	9,2	19,2	- 21,4	- 3,9	- 9,7	-25,1	17,2
fondi bancari non compresi sopra	5,2	32,4	- 5,1	43,6	46,8	9,2	3,9	33,4	0,2
discrepanza statistica	- 17,4	30,8	-15,1	- 12,2	26,7	3,1	13,5	7,2	3,0
Variazione nella posizione monetaria ufficiale netta ³	- 17,0	29,9	21,8	42,0	68,0	10,3	18,1	17,6	21,9
Giappone									
Partite correnti	57,2	35,8	72,9	117,6	131,4	35,9	31,4	32,0	32,1
Movimenti di capitale ¹	- 81,9	-56,6	-90,0	-118,9	-108,0	-31,4	-26,5	-18,0	-32,1
di cui:									
investimenti diretti	- 45,2	-46,3	-29,4	- 14,5	- 13,6	- 3,0	- 3,9	- 2,2	- 4,5
titoli	- 28,0	- 5,0	41,0	- 26,2	- 62,7	- 4,4	-20,9	- 2,5	-35,0
fondi bancari non compresi sopra	8,6	-13,6	-93,5	- 73,0	- 15,0	-25,1	- 4,2	0,3	14,0
discrepanza statistica	- 22,0	-20,9	- 7,8	- 10,5	- 0,3	4,2	5,3	- 9,0	- 0,7
Variazione nella posizione monetaria ufficiale netta ³	24,7	20,9	17,1	1,4	- 23,5	- 4,5	- 4,9	-14,0	- 0,1

¹ Definiti come: -(partite correnti + variazione nella posizione monetaria ufficiale netta); un segno meno indica un deflusso di capitale. ² Compresi i titoli del Tesoro USA. ³ Variazioni nelle riserve in oro e valute estere meno variazioni nelle passività verso autorità monetarie estere. Un segno meno indica un aumento delle attività ufficiali.

Marco tedesco: tassi di cambio bilaterali e tasso di cambio effettivo nominale

Medie settimanali, terza settimana di febbraio 1987 = 100



sono intensificate le incertezze politiche in Giappone e il dollaro si è indebolito più in generale. In termini di cambio effettivo reale ciò implica che recentemente lo yen risultava salito di circa il 70% rispetto al minimo temporaneo toccato agli inizi degli anni novanta, ovvero di circa il 30% se rapportato al livello degli inizi del 1987, dopo la correzione dell'enorme sopravvalutazione del dollaro dei primi anni ottanta.

Già nel marzo e nell'aprile dell'anno passato la Banca del Giappone, iniziando a temere un apprezzamento troppo pronunciato dello yen, sarebbe intervenuta per contenerne l'apprezzamento, dopo avere abbassato al 2½% il tasso ufficiale di sconto nel mese di febbraio. Le stesse autorità statunitensi hanno effettuato interventi di modesto ammontare. Inoltre, esse hanno rilasciato una dichiarazione in cui si affermava che "i tassi di cambio debbono riflettere le variabili economiche fondamentali, e i tentativi di influenzarli artificialmente o di manipolarli sono inopportuni". Ciò nonostante paiono essere stati effettuati interventi congiunti in diverse occasioni fino all'8 giugno e nuovamente a metà agosto, dopo la crisi degli AEC.

Interventi
congiunti

In seguito il dollaro si è leggermente rafforzato, mentre lo yen ha perso terreno sin verso la fine dell'anno, in parte a causa dei segni di un accelerarsi della ripresa statunitense, e in parte in previsione di un esito positivo delle trattative commerciali tra Stati Uniti e Giappone.

Tuttavia nei primi mesi di quest'anno lo yen ha subito un nuovo rialzo allorché è apparsa evidente l'insoddisfazione degli Stati Uniti per l'andamento delle negoziazioni commerciali ed è stato ritenuto, a torto o a ragione, che ciò

avrebbe portato ad iniziative per rafforzare lo yen. La situazione si è acuita a metà febbraio, quando le trattative sono state addirittura interrotte, e la Banca del Giappone pare essere nuovamente intervenuta con vendite di yen. Purtroppo, la moneta giapponese è rimasta relativamente forte ed ha ripreso ad apprezzarsi, finché agli inizi di maggio sono stati compiuti interventi concertati a sostegno del dollaro per evitare che questo cadesse al disotto della barriera, psicologicamente importante, di ¥ 100.

L'aumento di \$ 27 miliardi segnato nel 1993 dalle riserve non auree del Giappone è il riflesso dei reiterati interventi ufficiali. A fine 1993 le disponibilità ufficiali del Giappone ammontavano a \$ 99 miliardi, risultando così le più ampie a livello mondiale.

Nonostante gli afflussi senza precedenti di investimenti di portafoglio verso la Germania, soltanto in parte collegati alla crisi degli AEC, nel complesso il valore del *marco tedesco*, come quello del dollaro, è variato di assai poco durante il periodo in esame. Nel 1992 allorché altre valute europee avevano ceduto sotto il peso delle fortissime pressioni speculative, il valore effettivo nominale del marco si era apprezzato del 3½%. Per contro, lo scorso anno il valore della moneta tedesca è in media leggermente diminuito, nonostante una temporanea ripresa durante la crisi degli Accordi europei di cambio. Tale crisi non ha peraltro causato svalutazioni di rilievo o durevoli

Così come
il dollaro,
il marco tedesco
rimane nel
complesso
stabile

Conti con l'estero della Germania							
Periodi	Partite correnti	Movimenti di capitale					Variazione nella posizione monetaria ufficiale netta*
		Totale (inclusi errori ed omissioni)	di cui:				
			investimenti diretti netti	investimenti esteri in titoli tedeschi	investimenti tedeschi in titoli esteri	transazioni a breve termine delle banche commerciali	
in miliardi di marchi tedeschi							
1992							
Gennaio–giugno	– 18,5	28,8	– 8,8	9,7	– 34,4	56,8	– 10,3
Luglio	– 7,4	8,9	– 1,5	12,4	– 5,7	– 8,6	– 1,5
Agosto	– 1,2	4,5	– 1,3	10,4	– 2,7	3,0	– 3,3
Settembre	– 2,0	84,5	– 3,5	32,8	3,2	33,0	– 82,5
Ottobre	– 2,1	– 35,9	– 0,2	20,6	– 11,1	– 24,9	38,0
Novembre	– 0,2	– 0,9	– 0,6	8,0	– 9,7	– 2,2	1,1
Dicembre	– 3,1	13,2	– 8,1	29,6	– 10,1	6,7	– 10,2
1993							
Gennaio–giugno	– 12,9	– 38,1	– 6,6	135,2	– 58,3	– 40,0	51,0
Luglio	– 7,8	21,0	– 1,7	30,2	– 4,1	10,9	– 13,2
Agosto	– 5,7	49,9	– 0,8	1,3	– 5,3	30,8	– 44,1
Settembre	– 3,1	– 29,7	– 2,4	19,0	3,1	– 29,7	32,8
Ottobre	– 3,7	– 8,3	– 1,0	20,2	– 2,0	2,0	12,0
Novembre	1,1	0,8	– 0,7	13,5	4,8	– 25,0	– 1,9
Dicembre	– 3,1	3,9	– 6,6	22,3	21,5	– 51,6	– 0,8

* Variazioni nelle riserve in oro e valute estere meno variazioni nelle passività verso autorità monetarie estere. Un segno meno indica un aumento delle attività ufficiali.

delle altre monete, come era accaduto nel 1992 e agli inizi del 1993, benché la lira, la corona svedese e la peseta, ad esempio, siano in genere ulteriormente slittate verso il basso.

Nel 1993, per il secondo anno consecutivo gli investimenti lordi di portafoglio in Germania si sono quasi raddoppiati, raggiungendo DM 242 miliardi. Questi afflussi sono stati motivati dal persistere in Germania di tassi d'interesse relativamente elevati e dall'aspettativa di un loro futuro calo, nonché dalle forti spinte speculative in seno agli AEC. I deflussi lordi di portafoglio si sono invece pressoché dimezzati, scendendo ad appena DM 40 miliardi. Così come nel 1992, circa i due terzi degli investimenti di portafoglio hanno riguardato obbligazioni del settore pubblico. Ad accrescere sia gli afflussi che i deflussi hanno anche notevolmente contribuito gli acquisti di titoli sull'interno da parte di residenti tedeschi per il canale dei fondi di investimento lussemburghesi.

Nel 1992 l'introduzione di una ritenuta fiscale sui redditi da interessi aveva fortemente accresciuto i deflussi di capitali dalla Germania, principalmente per effetto di collocamenti nei sopradetti fondi lussemburghesi; tuttavia, a metà 1993 tale processo sembrava essersi concluso. In settembre l'annuncio di nuove modifiche nel regime fiscale (miranti a colpire i redditi da interesse ricevuti dall'estero) ha ulteriormente ridotto l'incentivo a investire nei fondi lussemburghesi, determinando persino, negli ultimi mesi dell'anno, forti vendite nette di tali quote parti.

L'ampio surplus dei movimenti di capitale a lungo termine è stato in certa misura compensato dal deflusso di capitale non bancario a breve. In parte di riflesso al desiderio di evitare la ritenuta fiscale sui proventi da interessi, i residenti non bancari hanno fortemente accresciuto i loro depositi bancari a breve termine all'estero, in particolare durante il primo trimestre del 1993. Peraltro, anche le attività a breve sull'estero delle banche sono nettamente cresciute, nonostante ampie oscillazioni in corso d'anno, generate dalle pesanti pressioni speculative nell'ambito degli AEC durante l'estate.

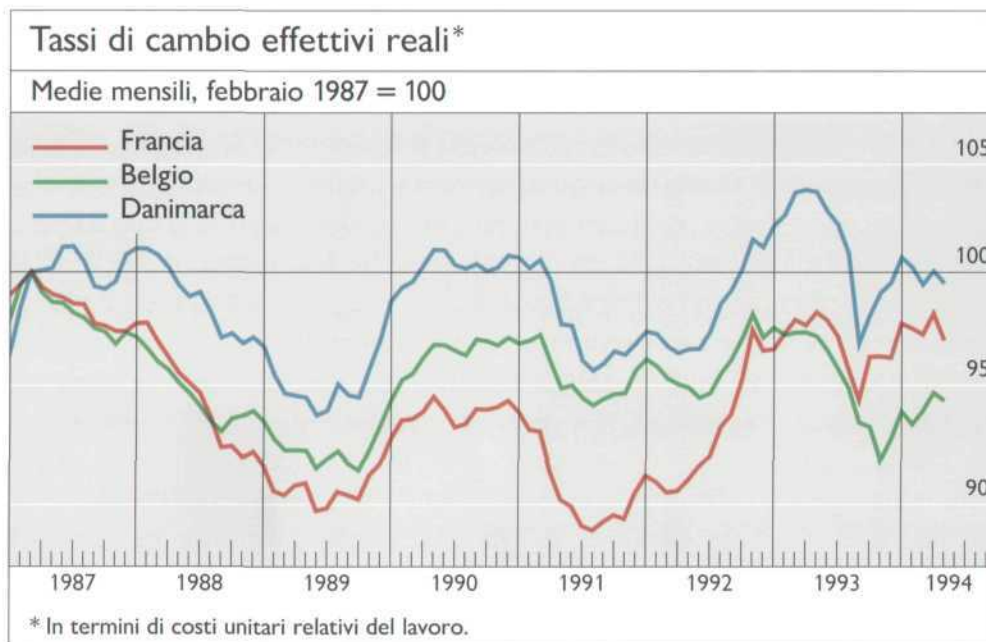
Le riserve ufficiali non auree della Germania, al contrario di quelle giapponesi, sono diminuite nel corso del 1993 di \$ 13 miliardi. Esse si erano gonfiate in occasione della turbolenza sui mercati valutari nell'autunno del 1992, e il loro calo nel 1993 ha rappresentato un ritorno a livelli più normali, nonostante una temporanea ripresa della loro crescita durante la crisi degli AEC dello scorso anno.

La crisi del 1993 in seno agli Accordi europei di cambio (AEC)

La Relazione annuale dello scorso anno (Capitolo VIII) ha descritto dettagliatamente la protratta fase di turbolenza valutaria in Europa, la quale è proseguita in modo intermittente durante tutto il periodo allora sotto rassegna fino a metà maggio 1993, quando l'escudo portoghese e la peseta spagnola sono stati nuovamente svalutati nell'ambito degli AEC. A quella data erano ben dieci le monete europee a tasso fisso o ancorato (incluse le tre valute nordiche non aderenti agli AEC) che avevano subito ripetuti attacchi *al ribasso* di intensità senza precedenti (altre valute avevano ovviamente subito corrispondenti spinte al rialzo). E, nonostante interventi ufficiali di ampiezza inusitata, solo tre monete (franco francese, franco belga e corona danese) avevano evitato una

Ampi afflussi
lordi di portafoglio in Germania

La crisi del 1992
fa da sfondo
agli episodi
più recenti



svalutazione o il passaggio al regime di fluttuazione. In tutti e tre i casi le autorità hanno ritenuto che le cosiddette “variabili economiche fondamentali” fossero solide, in quanto l’inflazione appariva ben sotto controllo e le partite correnti erano eccedentarie. Sebbene la competitività internazionale di tutti e tre i paesi avesse risentito delle conseguenze della turbolenza valutaria del 1992, essa non si era sostanzialmente discostata dai livelli osservabili dopo il precedente importante riallineamento delle parità agli inizi del 1987 (grafico precedente); la Danimarca ha costituito forse un’eccezione, sebbene in misura relativamente modesta. Pertanto nel 1993 non soltanto non sembrava esservi alcun motivo per svalutare queste monete; anzi, vi erano buone ragioni per *non* permetterne il deprezzamento, in quanto ciò avrebbe potuto senz’altro compromettere la stabilità dei prezzi e la credibilità della politica economica.

Al tempo stesso, tuttavia, un altro effetto delle crisi precedenti (oltre alle loro implicazioni sul piano della competitività) era stato quello di incrinare la credibilità di rigidi impegni di cambio. In altre parole, si era avuta una nuova chiara conferma di talune importanti conseguenze dell’integrazione e dello sviluppo dei mercati finanziari internazionali. A tale riguardo la crisi degli AEC nell’estate del 1993 non ha costituito un fenomeno nuovo, ma il suo esito è stato alquanto diverso da quello delle turbolenze del 1992 e dei primi mesi del 1993.

Dopo la svalutazione della sterlina irlandese all’inizio del febbraio 1993, le tensioni interne agli AEC sono proseguite in modo intermittente e, in particolare, il franco francese è rimasto vicino al limite inferiore della banda stretta fino ad aprile inoltrato, mentre la Bundesbank andava riducendo i tassi d’interesse in modo alquanto costante, sebbene con cautela. L’esito delle elezioni francesi alla fine di marzo ha contribuito ad allentare le pressioni sul franco francese, e poco più tardi la Bundesbank ha nuovamente abbassato i tassi d’interesse. In effetti, le aspettative nei confronti del franco francese erano mutate a tal punto da permettere alle autorità di ridurre i tassi d’interesse del

3% in due mesi, e persino di lasciare calare i tassi a breve francesi, per un periodo compreso tra la fine di giugno e l'inizio di luglio, al disotto di quelli tedeschi. Inoltre, il responso favorevole del secondo referendum danese sul Trattato di Maastricht aveva accresciuto più in generale la fiducia. Le autorità danesi paiono aver effettuato acquisti di valuta estera, e unitamente a quelle francesi e belghe hanno potuto ridurre ulteriormente i tassi d'interesse a breve termine. Anche nel caso della lira, che attualmente non partecipa agli AEC, a tratti si è presentata un'analogia occasione in maggio e nella prima parte di giugno, in parte grazie a un certo indebolimento del marco.

Tuttavia, verso la fine di giugno è stato reso noto un ulteriore aumento della disoccupazione francese. Ciò è parso ricordare ai mercati i limiti entro cui i tassi d'interesse interni potevano essere innalzati per difendere le parità fisse in un'economia depressa, per quanto solide fossero le "tradizionali" variabili fondamentali. Così, benché la Bundesbank avesse ulteriormente ridotto i tassi d'interesse in modo graduale e Francia, Danimarca e Belgio, tra gli altri, avessero fatto altrettanto, l'entità delle risultanti variazioni dei tassi d'interesse era necessariamente tale da non potersi attendere che queste avrebbero di per sé accresciuto in modo significativo il margine di manovra per contrastare le tensioni sul cambio. In effetti, è ben possibile che questo episodio abbia meramente contribuito a sottolineare il fatto che il cammino per giungere a tassi d'interesse reali sensibilmente più bassi in Europa sarebbe stato ancora lungo, e le pressioni hanno ripreso forza.

Nell'ultima settimana di luglio il franco francese ha cominciato a essere sottoposto a forti pressioni al ribasso e la Banca di Francia ha innalzato i tassi d'interesse. Le pressioni si sono nuovamente propagate alla corona danese nonché alla peseta, all'escudo e al franco belga. Nonostante massicci interventi ufficiali, le tensioni sono continuate, in quanto i mercati erano in attesa di vedere come si sarebbe mossa la Bundesbank. Allorché sono andate deluse le aspettative circa l'entità della riduzione dei tassi d'interesse tedeschi, le tensioni sui mercati hanno toccato l'apice. Venerdì 30 luglio sia il franco francese che la corona danese sono caduti al limite inferiore della banda ristretta, dal quale sembrava che nessun intervento ufficiale, per quanto grande, avrebbe potuto risollevarli, anche dopo che la Bundesbank aveva fatto sapere che non si sarebbe opposta a una certa discesa dei tassi d'interesse del mercato al disotto del tasso di sconto.

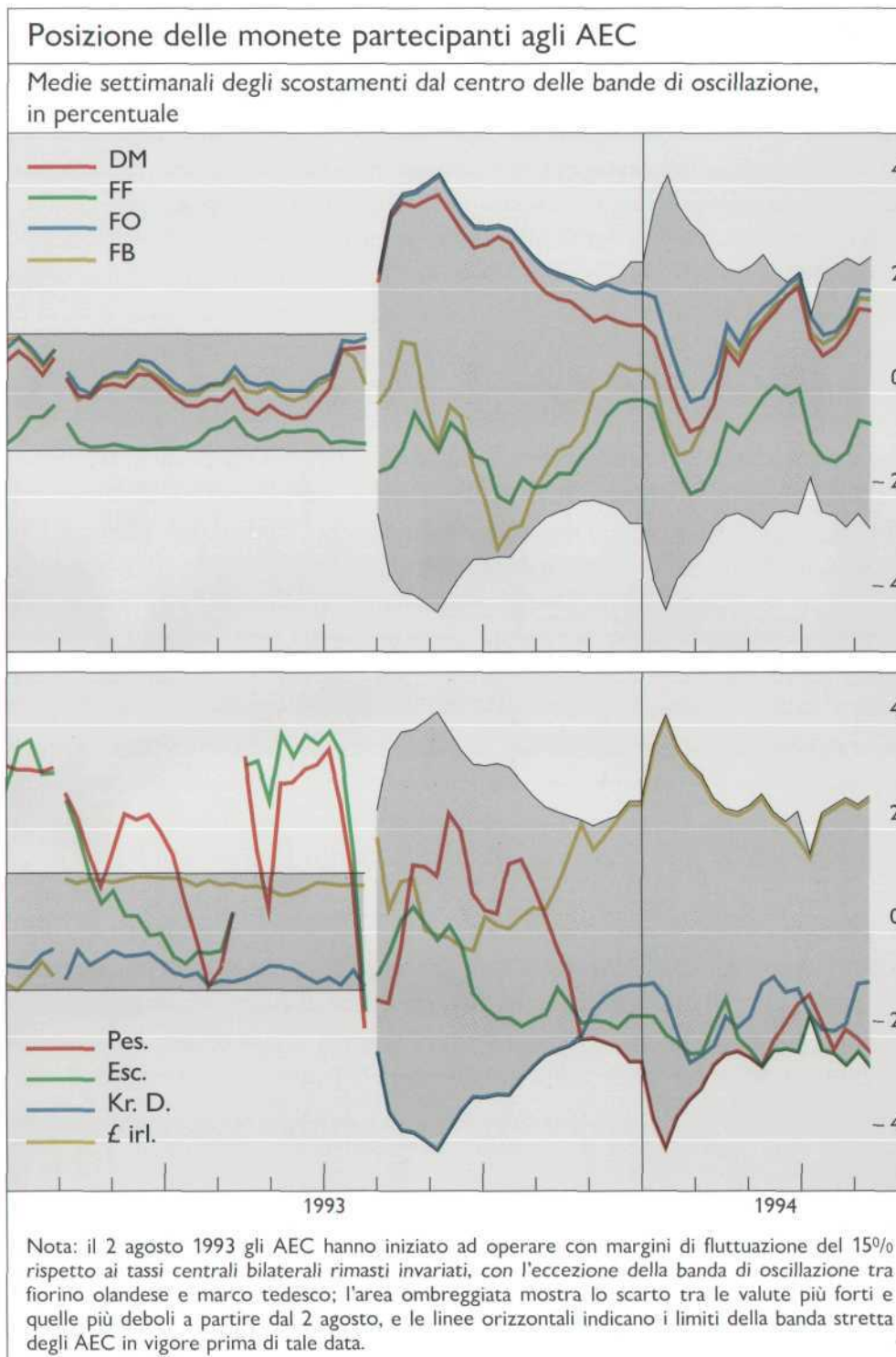
Per un certo verso la situazione era analoga a quella del settembre 1992. Di fronte a ingenti flussi di capitale – giustificati o meno sulla base delle grandezze fondamentali convenzionali – la difesa di ristretti margini di oscillazione del cambio mediante aumenti dei tassi d'interesse a breve e interventi ufficiali era divenuta al tempo stesso un fattore di deflazione in economie già depresse e una fonte d'inflazione potenzialmente ancora maggiore in Germania. Infatti, solo la Bundesbank poteva fornire il volume di risorse necessario per intervenire sul mercato, ma soltanto rischiando un inaccettabile incremento dell'offerta di moneta in Germania e imponendo onerose obbligazioni di rimborso ai paesi che attingevano alle facilitazioni di credito a brevissimo termine (FCBT) dello SME e alle linee di credito bilaterali. I mercati hanno ritenuto che né un'ulteriore deflazione al di fuori della Germania, né una

Cauti riduzioni dei tassi d'interesse tedeschi accompagnate per un certo tempo da diminuzioni più ampie in altri paesi

Una nuova crisi si delinea...

... e giunge all'apice il 30 luglio

Massicci interventi non riescono a evitare...



più alta inflazione in Germania, fossero opzioni credibili, quanto meno nella misura necessaria a contrastare il potenziale volume di vendite sul mercato dei cambi.

Dopo le fortissime tensioni sul mercato dei cambi del 30 luglio, durante il fine settimana successivo è stato deciso di ampliare temporaneamente in via preventiva al $\pm 15\%$ ambedue le bande di oscillazione degli AEC. Il margine di fluttuazione tra marco e fiorino olandese è rimasto invariato al $2\frac{1}{4}\%$. Nel contempo, il comunicato ufficiale ha riaffermato la piena congruità della griglia

... un forte ampliamento preventivo dei margini di oscillazione degli AEC

esistente dei tassi centrali ed ha espresso la convinzione che presto i tassi di mercato si sarebbero nuovamente approssimati a queste parità.

A sostegno di tali affermazioni non è stato fatto alcun uso immediato o significativo del maggiore spazio potenziale di manovra che si offriva alla politica di tasso d'interesse. Ad esempio, le autorità francesi hanno diminuito solo gradatamente il tasso a 24 ore dal 10 al 7³/₄%. A prescindere dall'impegno a mantenere le precedenti parità e dal desiderio di evitare le conseguenze inflazionistiche di un'eventuale svalutazione, un'importante ragione alla base di tale cauta politica è stata la necessità, per vari paesi, di attrarre flussi di capitale anche per ottemperare alle obbligazioni assunte nel quadro del meccanismo di sostegno a breve termine. Un'ulteriore importante preoccupazione è stata quella di mantenere il profilo calante dei tassi d'interesse a lungo termine. Durante un certo periodo, nel mese di agosto e per una parte di settembre, il perseguimento di questo indirizzo di politica monetaria è stato reso ancora più difficile in quanto il marco tedesco si è rafforzato nei confronti del dollaro. Ciò nonostante l'orientamento è stato mantenuto.

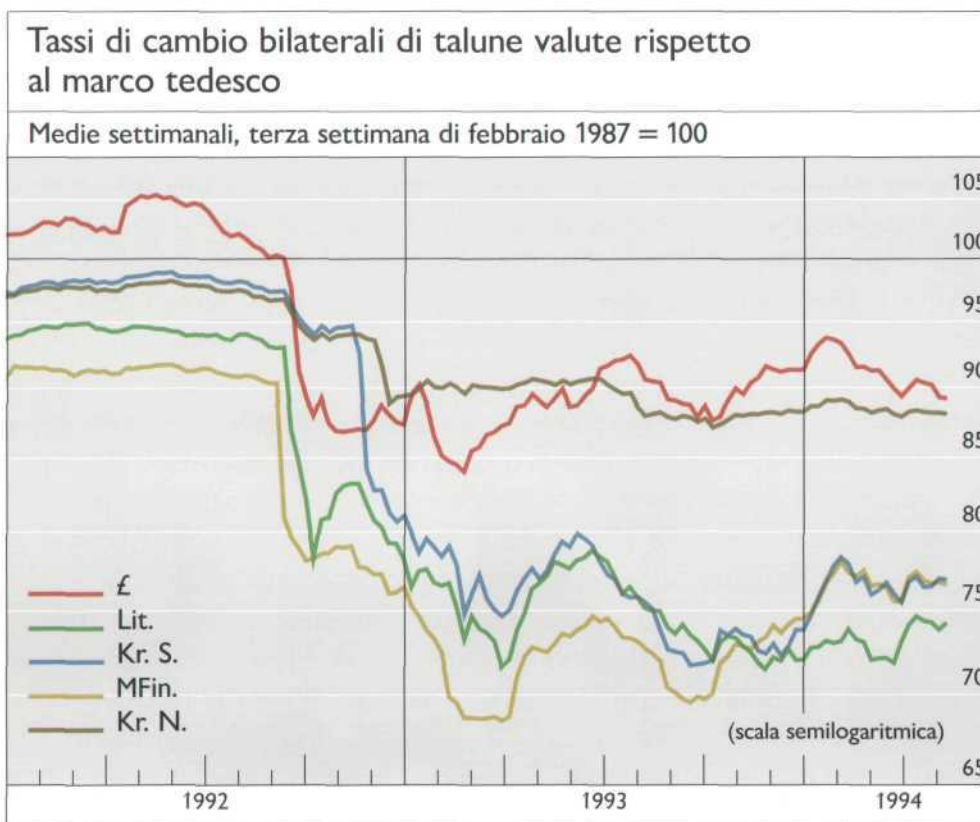
A parte il fatto che deliberatamente non si è sfruttata la situazione per cercare di conseguire una più rapida diminuzione dei tassi d'interesse, questo cauto approccio monetario si è dimostrato notevolmente efficace. Lo scostamento delle valute della precedente banda ristretta rispetto alle loro parità centrali immutate è aumentato, per un certo periodo, a oltre l'8% in agosto e a quasi il 9% in settembre, soprattutto a causa del recupero piuttosto lento della corona danese, dovuto forse in parte all'annuncio di un bilancio relativamente espansivo in Danimarca. Per contro, il franco francese e il franco belga non sono mai scesi di molto e, benché con qualche fluttuazione, hanno talvolta superato il punto mediano della banda. Ciò vale in modo particolare, più di recente, per il franco belga, sebbene a un certo punto nel corso di settembre sia stato necessario un nuovo rialzo dei tassi d'interesse, prima che in novembre venisse concordato un vasto programma di austerità. Il franco belga ha iniziato ad apprezzarsi significativamente, e i tassi d'interesse sono stati nuovamente ridotti con molta gradualità.

Nel complesso, i tassi d'interesse a breve sono stati di fatto sensibilmente ridotti sia in Germania sia negli altri paesi aderenti agli AEC, anche se a ritmo piuttosto lento. Inoltre, le riserve sono state ricostituite in misura significativa: la Bundesbank ha riferito che alla fine dell'anno le banche centrali dei paesi aderenti allo SME avevano potuto estinguere quasi tutte le obbligazioni collegate a interventi valutari contratte nel quadro della FCBT e delle linee di credito bilaterali. In luglio le operazioni di sostegno della Bundesbank si sono sostanziate in acquisti di valute dei partner dello SME per un ammontare di quasi DM 60 miliardi (\$ 35 miliardi); tali acquisti, seppure di importo inferiore rispetto alla crisi del settembre 1992, sono stati ovviamente assai più concentrati, in particolare sul franco francese. La Banca di Francia ha in seguito annunciato che l'intero ammontare di FF 107 miliardi, mutuato tramite il Fondo europeo di cooperazione monetaria, era stato rimborsato il 14 gennaio 1994, con un mese di anticipo sulla scadenza.

Uno degli insegnamenti di carattere generale da trarre dalla più recente crisi valutaria europea non costituisce una novità. La crisi ha semplicemente

In seguito le politiche vengono allentate solo con cautela...

... e i tassi di cambio AEC rimangono relativamente stabili rispetto a parità centrali immutate



Ulteriore riprova
che l'ampiezza
dei movimenti
di capitale ...

... pone un diffi-
cile dilemma
di politica
monetaria

L'importanza
di solide politiche
economiche è
dimostrata...

riconfermato il fatto che negli attuali mercati finanziari internazionali i flussi potenziali di capitali sono di tale entità da non poter sempre essere credibilmente contrastati da interventi ufficiali volti a mantenere un impegno di cambio fisso. Anche quando le variabili fondamentali sono giudicate solide, come in occasione del più recente episodio in Europa, i cambiamenti nell'orientamento di politica monetaria implicitamente richiesti per mantenere un tasso di cambio fisso possono evidentemente ben presto diventare "non credibili" agli occhi degli operatori, specie in presenza di una disoccupazione molto elevata. E per i paesi a valuta forte, la mera possibilità di una variazione del tasso di cambio può rendere necessarie misure che rischiano di compromettere, e non di migliorare, la credibilità dell'indirizzo delle loro politiche monetarie.

Anche il secondo insegnamento non è nuovo. Sia all'epoca del crollo del Sistema di Bretton Woods nel 1971-73, sia in occasione della crisi degli AEC nel 1992, era già emerso quanto fosse importante, in un sistema di tassi fissi, la solidità della moneta ancora in termini non soltanto di bassa inflazione, ma anche di dosaggio ben equilibrato delle politiche macroeconomiche.

Per la Comunità europea stessa la crisi era parsa allora implicare conseguenze di più vasta portata che non la precedente, tanto sul piano politico quanto su quello economico. Il "nucleo" delle relazioni di cambio CEE era stato sopraffatto dalle pressioni, ed era stato espresso molto pessimismo quanto alle prospettive future, in particolare riguardo alle scadenze previste per la realizzazione dell'UME.

Almeno per un aspetto, un esame retrospettivo dovrebbe ora temperare questo pessimismo. Sebbene dagli inizi dell'agosto 1993 i tassi di cambio AEC

abbiano indubbiamente fluttuato entro un intervallo più ampio di quello delle precedenti bande, le oscillazioni sono state alquanto contenute. In definitiva – e contrariamente a quanto avvenuto nel 1992 – la più recente crisi non ha dato luogo a un importante riallineamento dei tassi di cambio effettivi reali. Di fatto, a questo riguardo si potrebbe trarre un terzo insegnamento dalla crisi. È vero che una delle ragioni dell'inaspettata stabilità dei cambi AEC dopo l'agosto 1993 è probabilmente il ristabilirsi di un rischio simmetrico sul mercato; ma un'altra ragione potrebbe senz'altro essere stata la cauta impostazione delle politiche monetarie nei singoli paesi: il fatto che in tale contesto esse abbiano potuto conseguire una così elevata stabilità relativa dei tassi di cambio potrebbe essere considerato come un segno incoraggiante. Invero, ci si potrebbe domandare se nel mondo d'oggi il massimo grado possibile di stabilità di cambio non possa essere ottenuto con una combinazione di politiche macroeconomiche solide e coordinate a livello internazionale, nel quadro di accordi di cambio formali relativamente meno vincolanti. Il fatto di essere riusciti a preservare le parità centrali invariate potrebbe aver reso tale stabilità ancor più realizzabile, in quanto ciò ha mantenuto un riferimento credibile per le aspettative di cambio, malgrado l'assenza de facto di margini fissi. Un ultimo insegnamento potrebbe essere che le politiche strutturali necessarie per ottenere un calo durevole della disoccupazione in Europa (Capitolo II e Conclusioni), sono rese pressanti anche da considerazioni di politica del cambio. La ragione risiede nell'importanza che mostra di avere la disoccupazione nell'influenzare l'opinione che si fanno gli operatori del mercato sulla capacità delle banche centrali di mantenere i tassi di cambio ai livelli da esse desiderati.

... dall'esito relativamente favorevole della crisi del 1993

La sterlina, la lira e le valute fluttuanti dei paesi nordici

Durante la crisi valutaria del 1992 ben cinque valute europee erano state costrette a passare da un regime di cambio fisso, o ancorato, a un regime di fluttuazione. Ad eccezione della corona norvegese, tutte queste valute avevano subito un ulteriore forte deprezzamento durante i primi mesi del 1993, per poi riprendersi in modo piuttosto irregolare. Nondimeno, nell'arco temporale che va dall'inizio del 1993 alla metà di aprile del 1994, la lira e la corona svedese, in particolare, hanno avuto la tendenza a perdere ancora terreno in termini effettivi nominali. Anche la sterlina si è indebolita nuovamente durante il primo trimestre del 1994, allorché i tassi d'interesse sono stati ulteriormente ridotti e si sono manifestate nuove incertezze politiche.

Alcune monete costrette a fluttuare nel 1992 perdono ulteriore terreno per un certo periodo

In tale contesto tutti e cinque i paesi si sono trovati nella necessità di dosare attentamente la loro azione al fine di ridurre ulteriormente i tassi d'interesse (si veda Capitolo VI, pagina 132) e, nel contempo, di ricostituire le loro riserve nette sull'estero senza ricorrere a un deprezzamento addizionale delle proprie monete, dati i rischi inflazionistici che ciò avrebbe comportato. Ma, contrariamente ai paesi più colpiti dalla crisi del 1993, essi non hanno tentato di riportare i propri tassi di cambio ai loro precedenti livelli, in parte a causa del costo di una tale politica, ma anche perché era giustificata una certa correzione delle loro posizioni competitive.

Il dollaro canadese subisce pressioni al ribasso date le incertezze a riguardo delle politiche

Il dollaro canadese

Un ultimo aspetto degno di nota degli andamenti valutari nel 1993 e nei primi mesi di quest'anno riguarda il *dollaro canadese*, il cui valore ha continuato a diminuire, finché nel marzo-aprile 1994 sono intervenute improvvise, massicce vendite. L'evoluzione è attribuibile a vari fattori. Ad esempio, l'andamento passato dei costi e dei prezzi in Canada era stato tale che, a fine 1991, il tasso di cambio effettivo reale del dollaro canadese risultava essersi apprezzato di circa il 25% rispetto al livello osservabile all'epoca dell'Accordo del Louvre. A fine marzo 1994 tale apprezzamento era stato interamente annullato.

Tutta una serie di incertezze concernenti sia il bilancio pubblico (a livello federale e regionale) sia la situazione politica e costituzionale (si veda il Capitolo II), ha inciso negativamente sul tasso di cambio. Inoltre, nel febbraio 1994 le autorità statunitensi hanno adottato un orientamento di politica monetaria meno permissivo, e la Banca del Canada, a fine marzo e agli inizi di aprile, ha innalzato di ben due punti percentuali i tassi d'interesse a breve interni.

Da tale esperienza si possono forse trarre due insegnamenti. In primo luogo, i mercati hanno nuovamente palesato la loro capacità di esercitare pressioni che impongono disciplina alle politiche. Una seconda constatazione, meno rassicurante, è che questo episodio ha dimostrato come anche in condizioni di fluttuazione virtualmente libera i mercati possano percepire, ed eventualmente cercare di sfruttare, il margine di cui dispongono le autorità per la manovra dei tassi d'interesse in difesa di una data parità di cambio in una situazione di sottoimpiego dell'economia.

VIII. Sistemi di pagamento e regolamento: tendenze e gestione dei rischi

Aspetti salienti

I sistemi di pagamento e regolamento stanno all'attività economica come il sistema viario sta alla circolazione. Essi sono indispensabili, ma in genere vengono dati per scontati finché non si verificano incidenti o ingorghi. Le transazioni economiche danno luogo a obbligazioni di regolamento che devono essere assolte mediante il trasferimento di moneta fra le parti contraenti. Fino a circa un decennio fa, all'organizzazione e alla meccanica di questo processo non era stata prestata una particolare attenzione da parte delle autorità o degli operatori di mercato. Da allora, l'enorme espansione dell'attività finanziaria, a livello sia nazionale sia internazionale, nonché l'emergere di episodi di forte tensione finanziaria hanno notevolmente acuito l'interesse per tali sistemi.

Lo spettacolare aumento del valore delle transazioni ha sottoposto a sempre maggiori sollecitazioni i sistemi esistenti; in un contesto di accresciuta concorrenza nel settore finanziario esso ha inoltre radicalmente mutato l'ordine di grandezza dei connessi rischi di liquidità e di credito. Alcuni episodi di tensione finanziaria, come la crisi borsistica del 1987, hanno messo in luce come tali sistemi siano potenzialmente in grado di propagare e amplificare gli shock. La gestione dei rischi di regolamento, a livello di singola istituzione e di sistema, occupa oggi una posizione di preminenza fra gli obiettivi delle autorità e degli operatori privati. Negli ultimi anni sono state intraprese varie iniziative al fine di assicurare l'efficienza e la solidità dei meccanismi in questione, e le banche centrali, in quanto istituzioni cui compete in generale la salvaguardia dell'integrità del sistema dei pagamenti, hanno svolto un ruolo-chiave in tale contesto.

Appare ora opportuno fare un bilancio di questi sviluppi ponendosi in una prospettiva temporale di più lungo periodo. Il presente capitolo delinea dapprima i principali cambiamenti intervenuti nella struttura e nel funzionamento dei sistemi di pagamento e regolamento durante l'ultimo decennio. Esso tratta quindi della natura dei rischi di regolamento e prende in esame i passi compiuti per limitarli. L'attenzione è rivolta in particolare al rischio sistemico, ossia il rischio che deriva dai collegamenti fra le istituzioni e i mercati. Infine, il capitolo considera gli aspetti che accomunano la supervisione dei sistemi di pagamento e regolamento, da un lato, e la regolamentazione e vigilanza prudenziale delle banche e degli intermediari mobiliari, dall'altro.

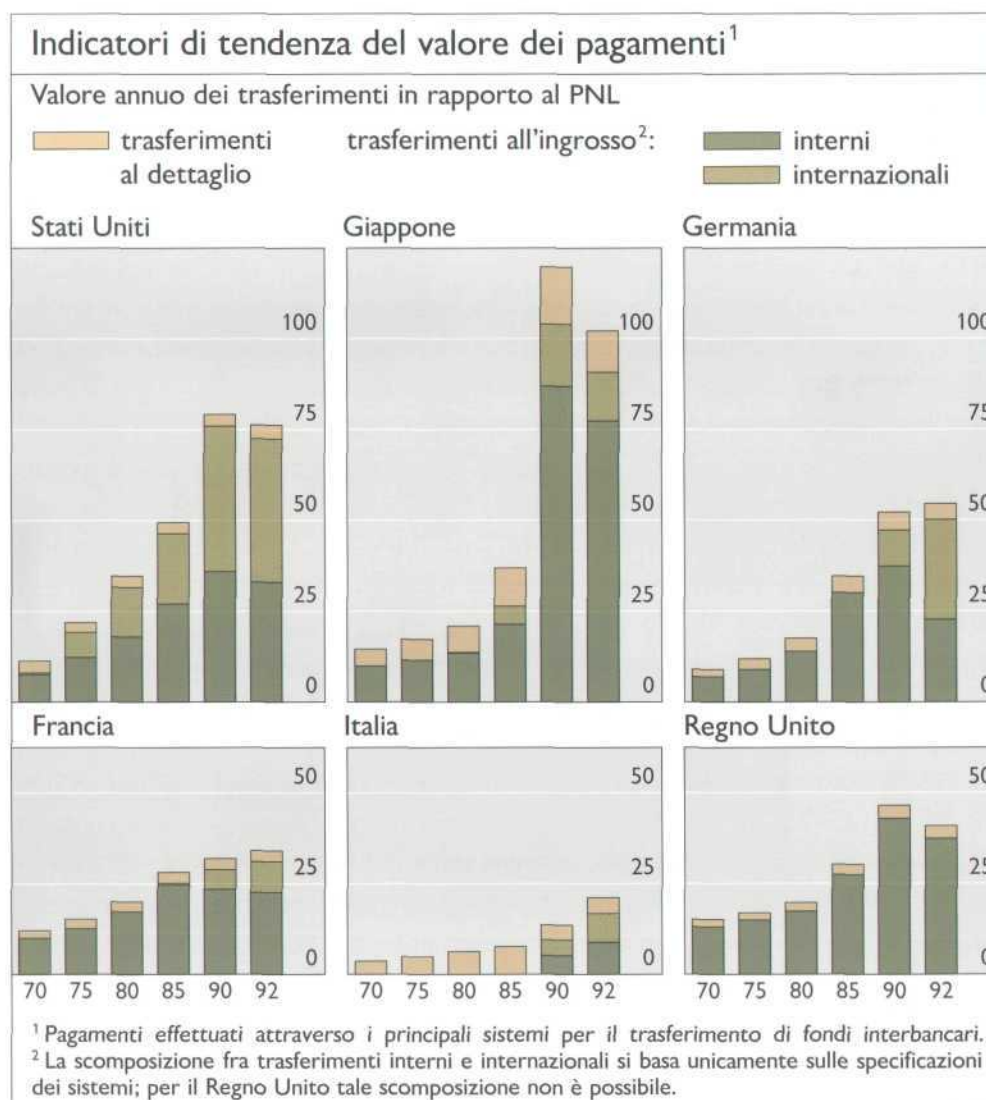
La trasformazione dei sistemi di pagamento e regolamento

I profondi cambiamenti intervenuti nella struttura e nelle modalità operative dei sistemi di pagamento e regolamento a partire dai primi anni ottanta sono il

riflesso della trasformazione che ha interessato più in generale l'attività finanziaria. Alcuni degli sviluppi sono facilmente percepibili anche dagli operatori al dettaglio; ne sono un esempio la più ampia gamma di strumenti disponibili per effettuare pagamenti, l'applicazione della tecnologia informatica, come nel caso degli sportelli automatici, l'accresciuta possibilità di limitare la detenzione di saldi liquidi, mediante strumenti quali le carte di credito, la migliore remunerazione dei depositi transattivi, l'addebito di commissioni esplicite su servizi prima gratuiti. Tuttavia, per quanto appariscenti essi siano, questi sviluppi sono meno significativi di quelli che hanno interessato il segmento "all'ingrosso", dove intervengono transazioni di grande ammontare fra banche, altri intermediari e imprese non finanziarie.

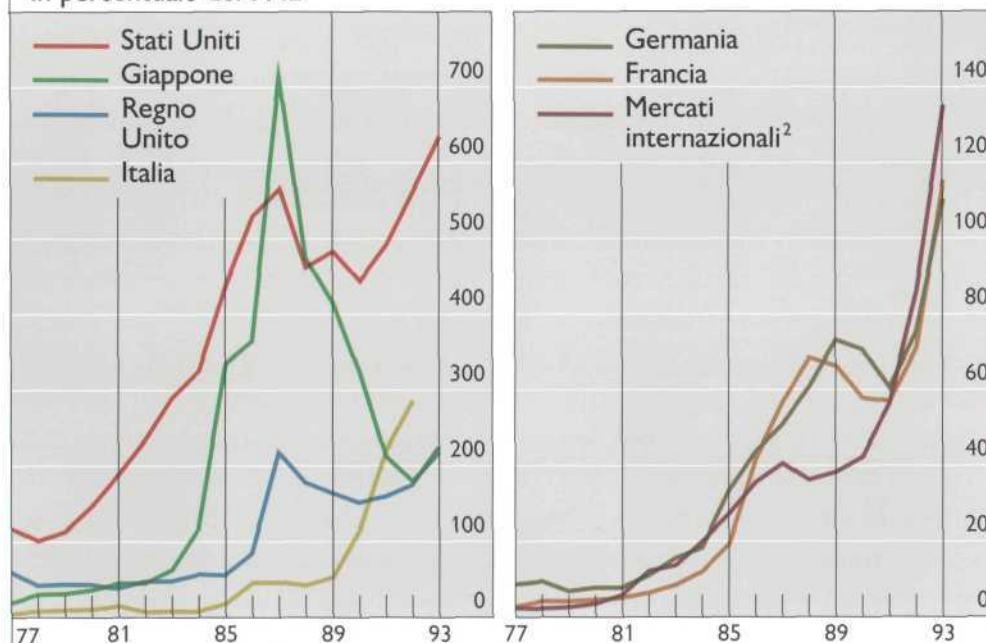
Enorme aumento
del valore totale
dei pagamenti...

Di riflesso all'enorme aumento del numero e dell'importo medio delle transazioni economiche, durante il periodo in esame si è assistito ad un incremento senza precedenti del valore dei pagamenti. Poiché le transazioni commerciali crescono in linea con l'attività economica, è all'espansione dell'attività finanziaria che va attribuita tale evoluzione. È difficile ottenere cifre sul valore complessivo dei pagamenti, ma la tendenza è ben evidenziata dal forte aumento dei trasferimenti interbancari in rapporto al PNL nei paesi del Gruppo



Indicatori di tendenza degli scambi sui mercati mobiliari¹

In percentuale del PNL



¹ Valore annuo stimato delle transazioni sul mercato secondario in azioni e obbligazioni, comprese in alcuni casi quelle stipulate fuori borsa. Acquisto e vendita sono considerati come un'unica transazione. ² Totale delle transazioni regolate presso Euroclear e Cedel in percentuale sul PNL aggregato (in dollari USA) dei paesi del Gruppo dei Dieci.

dei Dieci (grafico di pagina 183). L'aumento è stato particolarmente marcato in Giappone, dove il predetto rapporto è balzato da circa 20 nel 1980 a 120 nel 1990, per poi scendere leggermente in seguito. Inoltre, le serie storiche per il Giappone confermano la natura inedita dell'aumento; le stime indicano infatti che il rapporto a metà degli anni settanta era ancora dello stesso ordine di grandezza di quello osservabile nella prima parte del secolo.

Il valore complessivo dei pagamenti è oggi assai grande in tutti i paesi. Le cifre indicano ad esempio che nello spazio di soli due giorni lavorativi e mezzo i sistemi di trasferimento interbancari in Giappone generano un *turnover* equivalente al PNL annuo del paese. Nel caso degli Stati Uniti e della Germania occorrono poco più di tre e quattro giorni rispettivamente. Inoltre, seppure in varia misura a seconda dei paesi, queste cifre sottostimano il valore dei flussi di pagamento, poiché non considerano i trasferimenti fra diversi conti intrattenuti presso la stessa banca e i regolamenti, in rapida crescita, a fronte di transazioni in titoli e strumenti derivati, eseguiti in sottosistemi distinti.

L'aumento dei trasferimenti interbancari è dovuto in ampia misura all'attività sui mercati monetari interni, stimolata dall'introduzione di nuovi strumenti a breve e dalla crescita in ampiezza e spessore dei mercati preesistenti. Tuttavia, di regola esso trae origine soprattutto dalle transazioni in cambi, accresciutesi enormemente in seguito allo smantellamento dei controlli valutari ed alla internazionalizzazione della finanza. Un riscontro di fonte indipendente è fornito dall'inchiesta sull'attività dei mercati dei cambi compiuta dalla banche centrali del Gruppo dei Dieci, dalla quale emerge che il volume netto giornaliero degli scambi ammontava nell'aprile 1992 a quasi \$ USA 900 miliardi, un

... di riflesso all'accresciuta attività sui mercati monetari ...

... sui mercati dei cambi ...

... e sui mercati
mobiliari

importo pressoché triplo rispetto a quello del 1986, e pari su base annua a dodici volte circa il PIL aggregato dei paesi OCSE. In alcuni paesi il regolamento delle transazioni in cambi occupa una parte preponderante nell'operatività dei sistemi di trasferimento interbancari. Un caso limite è quello della Svizzera, dove il valore dei fondi scambiati scende al 10% soltanto del suo livello normale nei giorni di festività bancaria negli Stati Uniti.

Un'ulteriore determinante dell'incremento del valore complessivo dei pagamenti è stata la rapida crescita delle contrattazioni sui mercati mobiliari, specie in titoli di Stato (grafico precedente). Analogamente a quanto osservato per le transazioni valutarie, una parte cospicua di tale crescita ha avuto luogo sui mercati internazionali ed è dovuta a investimenti esteri. In effetti, l'espansione dei flussi internazionali di capitali, che tanta attenzione ha destato negli ultimi anni, appare poca cosa di fronte all'aumento del valore delle transazioni sottostanti, ossia di tutte le operazioni di acquisto e vendita fra residenti e non residenti (tabella seguente).

I sistemi di pagamento e regolamento sono stati ampiamente modificati per far fronte al forte aumento del numero e dell'ammontare medio dei trasferimenti, nonché alla crescente complessità delle operazioni finanziarie. In particolare, in tutti i paesi si è osservata la tendenza verso una maggiore specializzazione dei sistemi e un accorciamento dei tempi di regolamento.

Maggiore
specializzazione
dei sistemi
di pagamento e
regolamento

Questa accresciuta specializzazione ha assunto varie forme. Sono stati allestiti speciali meccanismi per il trattamento di particolari tipi di transazioni finanziarie, fra cui la compensazione e il regolamento di operazioni in titoli e strumenti derivati. Attualmente le stanze di compensazione automatizzate trattano in genere pagamenti raggruppati di piccolo ammontare connessi a transazioni commerciali e al dettaglio. In ciascuno dei paesi del Gruppo dei

Flussi internazionali di portafoglio e transazioni sottostanti ¹						
Paesi e flussi di capitali		1975	1980	1985	1990	1993
		in percentuale del PIL				
Stati Uniti	FC	0,9	0,7	2,1	0,9	3,8
	T	4,2	9,3	36,4	92,1	134,9
Giappone	FC	0,6	1,6	5,7	2,5	1,5
	T	1,8	7,7	62,5	121,0	78,7
Germania	FC	0,4	0,6	3,8	1,6	8,9
	T	5,1	7,5	33,9	54,9	169,6
Francia	FC	0,7	0,7	2,2	4,3	5,2
	T	3,3	6,7	29,1	58,7	196,0
Italia	FC	0,1	0,2	0,4	3,5	7,1
	T	0,9	1,1	4,0	26,6	274,6
Regno Unito	FC	0,2	2,0	7,4	4,4	21,7
	T	n.d.	n.d.	366,0	689,0	1.015,8 ²
Canada	FC	0,2	0,7	1,1	0,5	3,1
	T	3,3	9,6	26,7	64,2	152,7

Nota: FC = flussi di capitali; T = transazioni sottostanti.
¹ I flussi di capitali sono dati dal valore assoluto della somma degli afflussi e dei deflussi lordi di portafoglio; le transazioni sottostanti comprendono tutti gli acquisti e le vendite fra residenti e non residenti. ² 1991; la serie storica si arresta a quell'anno.
 Fonte: dati nazionali di bilancia dei pagamenti.

Caratteristiche salienti di taluni sistemi per il trasferimento di fondi interbancari all'ingrosso ¹					
Paesi e sistemi		Tipo	Data di apertura	Volume trasferimenti (1992)	
				in miliardi di dollari USA	in rapporto al PIL
Belgio	(ELLIPS)	RLTR	in progetto	—	—
Canada	IIPS	netto	1976	8.359	14,7
	(LVTS)	netto	in progetto	—	—
Francia	SAGITTAIRE	netto	1984	10.981	8,5
	(TBF)	RLTR	(1994)	—	—
Germania	EIL-ZV	RLTR	1987	8.728	4,9
	EAF (EAF2)	netto	1990/in progetto	53.237	29,7
Italia	MDBI (MDBI2)	RLTR	1989 (1995)	80	0,1
	ME	netto	1989	8.480	6,9
	SIPS	netto	1989	9.733	8,0
Giappone	BOJ-NET	netto + RLTR	1988	283.462	77,2
	FEYCS	netto	1989	49.029	13,4
Paesi Bassi	FA (FA2)	RLTR	1985 (1995)	7.860	13,9
	BCH-8007	netto	1982	8.055	14,3
Svezia	RIX	RLTR	1986	7.660	31,0
Svizzera	SIC (SIC2)	RLTR	1987 (1994)	23.774	98,6
Regno Unito	CHAPS	netto	1984	36.969	35,2
	(CHAPS)	RLTR	(1995)	—	—
Stati Uniti	CHIPS	netto	1970	238.255	39,5
	Fedwire	RLTR	1982	199.175	33,0
Paesi UE	Compensazione ECU privato	netto	1986	15.235	2,2 ²

¹ I sistemi in progetto sono indicati fra parentesi. ² PIL dell'Unione Europea.

Dieci opera attualmente almeno un sistema per il trasferimento elettronico di fondi interbancari all'ingrosso (di grande ammontare). Sebbene in alcuni casi questi sistemi possano altresì regolare la contropartita in contante di piccole transazioni, la loro architettura è stata progettata per trattare operazioni di grande ammontare per le quali il fattore tempo è cruciale, ossia principalmente transazioni finanziarie, che totalizzano il volume di gran lunga maggiore di pagamenti. Un crescente numero di sistemi è stato inoltre concepito specificamente al fine di offrire supporto alla contropartita interna dei contratti in cambi ed eurovalutari. Il regolamento ha luogo sui conti della banca centrale.

I sistemi per il trasferimento di fondi all'ingrosso sono stati istituiti, oppure hanno subito sostanziali modifiche, con l'introduzione della tecnologia informatica negli anni ottanta (tabella precedente). Oggi praticamente tutti offrono almeno un regolamento nello stesso giorno. Nella maggior parte dei sistemi le transazioni sono regolate su base netta multilaterale a fine giornata; gli ordini di trasferimento sono accumulati nel corso del ciclo operativo, al termine del quale è trasferita soltanto la posizione netta di ciascun partecipante nei confronti di tutti gli altri. Un numero crescente di sistemi offre ora anche un regolamento infragiornaliero. Nei cosiddetti sistemi con regolamento lordo in tempo reale (RLTR) i pagamenti sono regolati individualmente

Cambiamento
nella natura e
nella dimensione
dei rischi

appena pervengono le corrispondenti istruzioni. Come si vedrà più oltre, l'introduzione dei sistemi RLTR è stata in gran parte il riflesso di timori circa le modalità di gestione dei rischi nei sistemi che operano un regolamento su base multilaterale soltanto ad intervalli fissi.

Le tendenze strutturali sopra descritte si sono accompagnate a cambiamenti di grande portata nella natura dei rischi insiti nel processo di regolamento. Anzitutto, l'enorme aumento delle transazioni finanziarie ha accresciuto in misura sostanziale la dimensione dei rischi di credito e di liquidità cui sono esposti i partecipanti. Il mancato assolvimento da parte di un contraente delle sue obbligazioni di consegna o di pagamento può tradursi in notevoli perdite per la controparte della transazione. In secondo luogo, l'accresciuta concorrenza nel settore finanziario, congiunta all'utilizzo di più sofisticate tecniche di gestione della liquidità da parte dei clienti, ha determinato una più elevata concentrazione dei rischi di credito e di liquidità fra gli intermediari dei pagamenti, ossia soprattutto le banche. Ad esempio, nel quadro dei servizi di pagamento le banche hanno offerto in misura crescente linee di credito e i clienti maggiori si sono abituati a considerare normale il poter disporre dei fondi nel corso della giornata indipendentemente dal fatto che il regolamento interbancario abbia effettivamente avuto luogo. Infine, la rapida espansione delle transazioni internazionali e valutarie ha fatto sì che una quota più ampia delle esposizioni sia nei confronti di non residenti. Ciò ha acuito i problemi derivanti dalla coesistenza di distinti sistemi di regolamento nazionali, retti ciascuno da proprie regole e da un proprio ordinamento giuridico.

La natura e la gestione dei rischi di regolamento

Rischio sistemico

La preoccupazione fondamentale delle autorità nel quadro dei sistemi di pagamento e regolamento non riguarda tanto i rischi cui sono soggette le singole istituzioni o che si limitano a particolari segmenti di mercato, quanto piuttosto il rischio sistemico, ossia il rischio che il mancato adempimento delle obbligazioni contrattuali da parte di un contraente possa a sua volta provocare l'incapienza di altri partecipanti, innescando una reazione a catena e l'insorgere di diffuse difficoltà finanziarie.

La capacità
potenziale
dei sistemi
di propagare
tensioni finan-
ziarie ...

I sistemi di pagamento e regolamento sono potenzialmente un canale istituzionale primario per la propagazione di crisi sistemiche. Il mancato regolamento delle proprie obbligazioni da parte di una o più istituzioni, o il timore che ciò avvenga può innescare e diffondere turbative finanziarie. E una disfunzione dei sistemi di pagamento può ripercuotersi attraverso l'intera economia, giacché tutta l'attività economica si fonda sulla capacità di regolare le transazioni e sulla fiducia che le controparti faranno altrettanto.

Varie caratteristiche dei rischi insiti nei sistemi di pagamento e regolamento inducono a ritenere che sia particolarmente grande la loro capacità potenziale di amplificare ogni eventuale turbativa. Poiché il valore delle transazioni da regolare è in qualsiasi momento assai elevato, e poiché in genere vi è un'imperfetta sincronia fra i pagamenti e le riscossioni, oppure fra la prestazione in contante e la consegna del corrispettivo, le esposizioni creditorie e di

liquidità, sebbene di breve durata, possono essere ingenti in rapporto al patrimonio dei partecipanti. Ciò vale in particolare per quei prestatori di servizi di pagamento, come le banche, il cui compito è precisamente quello di assumersi rischi di liquidità che ricadrebbero altrimenti sulla propria clientela. Inoltre, dati i ritmi dell'attività finanziaria, specie quella di negoziazione, per gli operatori è estremamente difficile avere la percezione esatta dei rischi indiretti cui essi sono esposti a causa della posizione di regolamento delle loro controparti nei confronti di altri partecipanti.

L'ampiezza e l'imprevedibilità delle esposizioni, unitamente alle limitate informazioni circa la loro vera entità e distribuzione, sono gli ingredienti della miscela potenzialmente in grado di diffondere e intensificare eventuali shock finanziari. Il pericolo è che, nell'incapacità di discernere problemi di liquidità a breve termine da sottostanti problemi di solvenza, i partecipanti siano naturalmente indotti a ridurre la disponibilità di fondi e a ritirarsi dalle transazioni. Ciò potrebbe a sua volta costringere a vendite forzose di attività, determinando un calo generale dei corsi e pregiudicando la solvibilità delle istituzioni. Nell'ipotesi peggiore potrebbe seguirne un circolo vizioso di inadempienze indotte a fronte di obbligazioni di regolamento, prezzi in caduta e stati di insolvenza. Un temporaneo mancato regolamento può così condurre ad insolvenze in quanto gli operatori agiscono sulla base delle limitate informazioni disponibili.

Quanto tali rischi debbano essere presi sul serio è stato confermato dal corso degli eventi durante vari episodi di tensione finanziaria. Come si dirà più avanti, i segni di una spirale autoalimentantesi si sono manifestati dopo il fallimento della Banca Herstatt nel 1974. Infatti, sebbene allora le esposizioni fossero generalmente assai più modeste di quelle odierne, il dissesto di questa banca di medie dimensioni, alquanto attiva sul mercato dei cambi, causò gravi disfunzioni nel CHIPS, il principale sistema di regolamento per la contropartita in dollari delle contrattazioni valutarie negli Stati Uniti. All'epoca della crisi borsistica del 1987, la tendenza mostrata dalle maggiori banche americane a limitare la concessione di credito agli operatori in titoli, rischiò di provocare l'insolvenza di taluni di essi e di acuire così la crisi. Persino nel caso del fallimento della Drexel Burnham Lambert, un'istituzione finanziaria non bancaria di medie dimensioni, soltanto grazie al notevole impegno delle autorità e degli operatori di mercato fu possibile contenere i problemi sistemici. Le controparti si rifiutarono di trattare con le filiazioni della società nonostante le assicurazioni date dalle autorità circa la loro solvenza, e si poté osservare un incipiente deterioramento generale nella fiducia degli operatori. Tali comportamenti rischiarono di determinare una più diffusa stretta di liquidità e un "blocco" dei regolamenti in vari mercati, compresi quelli dei titoli di Stato, degli strumenti derivati e dei cambi.

Dalla precedente analisi emerge come siano molteplici le linee d'azione lungo le quali è possibile procedere al fine di ridurre i rischi insiti nel processo di regolamento, a prescindere dalla salvaguardia dell'integrità operativa dei sistemi in funzione. Un primo ambito suscettibile di miglioramento è quello concernente la capacità dei partecipanti di seguire sistematicamente e controllare le loro esposizioni dirette verso le controparti, eventualmente con il complemento di meccanismi di monitoraggio più centralizzati. Un secondo tipo

... come
mostrato da
diversi episodi ...

... ha indotto
le autorità a
intraprendere
iniziative ...

di miglioramento consiste nell'accorciare l'intervallo di regolamento compatibilmente con le possibilità tecniche. Un terzo è la riduzione dei crediti "involontari" derivanti dall'asincronia fra i pagamenti e gli incassi, oppure fra la consegna di valori e il pagamento del corrispettivo. Un quarto miglioramento, di importanza fondamentale, è la predisposizione di meccanismi che limitino l'impatto dell'inadempienza di un partecipante sulla capacità degli altri di perfezionare il regolamento, solitamente mediante una qualche forma di ripartizione del rischio. Un quinto miglioramento consiste nell'assicurare che i partecipanti siano sufficientemente incentivati a controllare i rischi cui si espongono, e a questo fine è particolarmente importante che sia limitato il potenziale ricorso al sostegno della banca centrale per risolvere un mancato regolamento. Un ultimo aspetto concerne la riduzione delle incertezze giuridiche che possono interferire sul processo di regolamento, come quelle inerenti agli accordi di compensazione e alle norme concorsuali. Tali incertezze sono di per sé una fonte di rischio nella misura in cui generano dubbi, o inducono ad errate valutazioni, a riguardo delle esposizioni e quindi delle perdite potenziali.

... in un certo
numero di aree

Negli ultimi anni sono state intraprese iniziative in ciascuno di questi ambiti di intervento. La complessità dei sistemi di pagamento e regolamento nelle moderne economie ha favorito l'adozione di un approccio selettivo alla riduzione del rischio. L'attenzione si è infatti focalizzata sulle aree in cui vi è maggiore concentrazione di rischio e dove appaiono più manifeste le potenziali implicazioni sistemiche di disfunzioni. L'analisi che segue considera quattro di tali aree: i sistemi per il trasferimento di fondi interbancari all'ingrosso e il regolamento di tre diversi tipi di transazioni, ossia quelle in titoli, in contratti di cambio e in strumenti derivati. Nel caso dei sistemi interbancari all'ingrosso viene considerato soltanto il lato del pagamento, dedicando particolare attenzione ai rischi cui sono esposte le banche in quanto intermediarie nei pagamenti. Negli altri tre casi, l'accento è posto sulla relazione fra il lato della consegna e quello del pagamento e sui conseguenti rischi in cui incorrono le controparti.

Sistemi per il trasferimento di fondi interbancari di grande ammontare

I sistemi
di regolamento
su base netta
multilaterale:

rischi generali,

I sistemi di trasferimento interbancari effettuano di norma un regolamento su base netta multilaterale ad intervalli fissi, generalmente al termine della giornata. Questa procedura consente una riduzione dei flussi di regolamento che è spesso dell'ordine del 90% e più dei trasferimenti lordi sottostanti, con risparmi considerevoli in termini di saldi di regolamento e di costi operativi (tabella seguente). Essa implica tuttavia che si consenta un accumulo degli ordini di trasferimento e che un eventuale mancato regolamento si ripercuota sull'insieme delle istruzioni immesse nel sistema, dando luogo a uno scompenso di liquidità per le banche partecipanti. Inoltre, ciò comporta un'esposizione creditoria diretta nella misura in cui le banche hanno già reso disponibili i fondi ai loro clienti prima del regolamento interbancario, oppure quando il trasferimento costituisce la contropartita di una transazione stipulata in proprio.

Almeno fino in tempi recenti, la gestione del rischio nei sistemi di regolamento multilaterale su base netta si è fondata quasi esclusivamente sui criteri

Riduzione dei flussi di regolamento mediante compensazione in taluni sistemi per il trasferimento di fondi interbancari ¹			
Sistemi	Transazioni lorde	Flussi di regolamento netti	Riduzione dei flussi mediante compensazione (in %)
CHIPS	1.040,7	6,9	99
CHAPS ²	94,8	1,7	98
SAGITTAIRE ³	236,9	57,4	76
Sistemi di compensazione (Italia) ³	116.212,0	9.645,6	92
Compensazione ECU privato	47,4	3,0	94
FEYCS	24.200,0	2.600,0	89
EAF	511,1	17,4	97

¹ Medie giornaliere nel 1993, in miliardi di unità monetarie locali. ² Ottobre. ³ 1992.

selettivi di ammissione e, indirettamente, sulla regolamentazione e vigilanza prudenziale dei singoli partecipanti. Le banche generalmente non hanno attuato un monitoraggio delle loro posizioni infragiornaliere e il regolamento è stato a ciclo aperto, nel senso che non vi è stato alcun meccanismo automatico volto ad assicurare che la serie *originale* di trasferimenti fosse regolata nel caso di incapienza di uno o più partecipanti. La maggior parte dei sistemi consente che gli ordini di trasferimento siano condizionati al buon esito del regolamento. Tali clausole di “*unwinding*” (ricalcolo delle posizioni), che erano inizialmente intese a proteggere i singoli partecipanti, non affrontano tuttavia il problema fondamentale, cioè lo scompenso di liquidità a livello di intero sistema che può scaturire dal mancato regolamento.

inadeguatezza
delle clausole
di *unwinding*,

Tali assetti operativi relativamente informali erano accettabili in un sistema finanziario che generava un limitato flusso di regolamenti interbancari fra poche istituzioni che potevano anche non curarsi del rischio di impreviste inadempienze. Essi sono assai meno appropriati alla situazione che si è andata creando negli ultimi anni, e di cui fornisce una chiara illustrazione il sistema CHIPS, nel quale il valore dei saldi netti multilaterali infragiornalieri è rapidamente aumentato a partire dai primi anni settanta (grafico seguente). Alcune simulazioni compiute verso la metà degli anni ottanta mostravano come l'imprevista inadempienza di un importante operatore avrebbe potuto determinare l'incapacità di regolare di quasi la metà dei partecipanti, e il mancato regolamento finale di trasferimenti per un terzo del valore complessivo. Non era inoltre possibile prevedere quali sarebbero state le istituzioni colpite e, a causa degli effetti di rimbalzo, anche i partecipanti che non avevano rapporti di pagamento diretti o che risultavano in posizione debitoria netta verso l'istituzione inadempiente avrebbero potuto trovarsi nell'incapacità di assolvere le proprie obbligazioni. Certo, considerato l'enorme volume di fondi trattati in rapporto alla dimensione dei partecipanti, il CHIPS costituisce probabilmente un caso limite. Nondimeno, l'esempio evidenzia che al crescere delle esposizioni infragiornaliere cresce l'affidamento che viene fatto dai partecipanti su un intervento di emergenza della banca centrale a sostegno della liquidità. In altri termini, la banca

e gestione
dei rischi

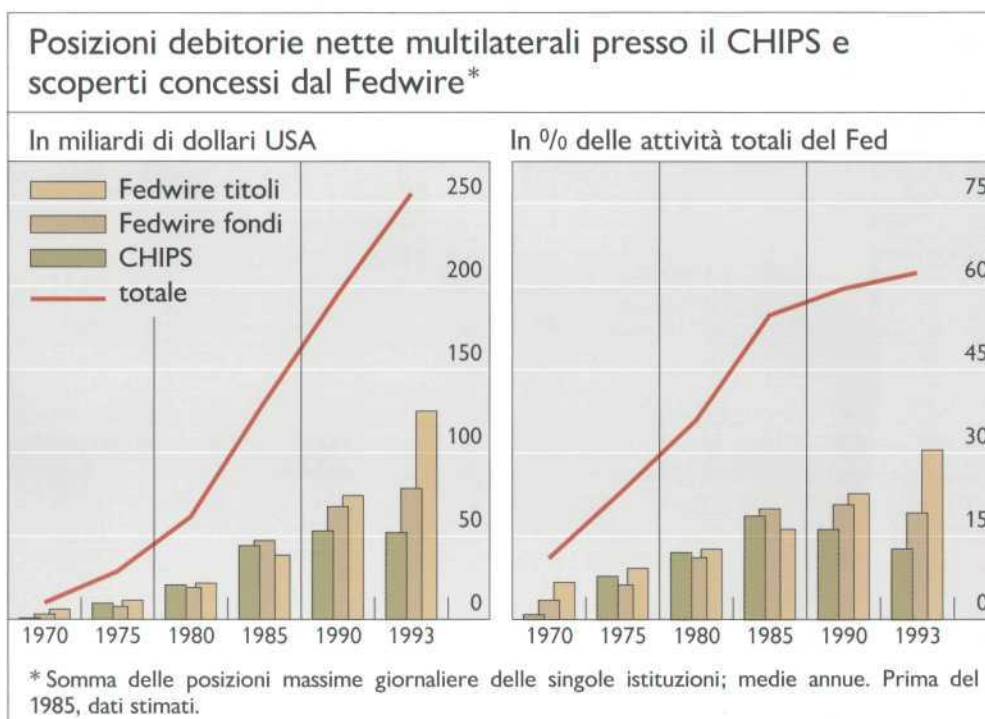
I sistemi
di regolamento
lordo in tempo
reale ...

... possono
sensibilmente
migliorare
la gestione
dei rischi

centrale si assume di fatto una sorta di "passività eventuale" difficile da controllare e di dimensione incerta.

Vi sono vari modi per migliorare la gestione dei rischi nei sistemi di regolamento multilaterale su base netta. Fra di essi figurano un accorciamento degli intervalli di regolamento, l'introduzione di procedure di monitoraggio in tempo reale e l'imposizione di limiti alle posizioni debitorie nette bilaterali e multilaterali dei partecipanti. La più importante misura di salvaguardia consiste tuttavia nel predisporre meccanismi per la messa in comune di risorse liquide e la ripartizione delle perdite, al fine di assicurare il regolamento anche nel caso di inadempienza di singole istituzioni. Tali meccanismi mirano a dissociare i problemi di liquidità da quelli di insolvenza, ossia a neutralizzare lo squilibrio di *cash flow* ed a consentire che le perdite sui contratti sottostanti siano trattate separatamente in sede giudiziale. Le misure di controllo del rischio adottate o progettate abbracciano l'intera gamma ora delineata, e negli ultimi anni si è accelerato, sebbene in modo non uniforme fra i vari paesi, il ritmo delle iniziative in tal senso (tabella alla pagina seguente).

Un modo alternativo per limitare i problemi connessi al regolamento differito è quello di adottare sistemi che regolino in tempo reale su base lorda. In questo caso le istruzioni di trasferimento sono regolate non appena esse pervengono al sistema, a condizione che la banca ordinante disponga di una copertura sufficiente sul suo conto presso la banca centrale. I singoli trasferimenti sono così definitivi, ossia incondizionati ed irrevocabili. Diviene allora possibile la definitività infragiornaliera e sono eliminate le incertezze a riguardo delle procedure di *unwinding*. Le esposizioni diventano più trasparenti, giacché i partecipanti dovrebbero essere tecnicamente in grado di sorvegliare i loro conti di regolamento e gli eventuali limiti di fido, laddove esistano. Gli evidenti vantaggi in termini di gestione dei rischi hanno come contropartita l'esigenza di detenere maggiori disponibilità liquide infragiornaliere e più elevati costi operativi.



I rischi residui nei RLTR dipendono in modo cruciale dai meccanismi previsti per affrontare il più stringente vincolo di liquidità rispetto ai sistemi con regolamento multilaterale netto. Da un lato, qualora la banca centrale offra illimitatamente credito infragiornaliero non garantito a costo zero, il rischio di regolamento viene ad essere interamente eliminato, ma la banca centrale stessa si accolla tutto il rischio di credito. Tale situazione, che negli Stati Uniti si applicava al Fedwire fino al 1986, non induce di certo i partecipanti ad una prudente gestione del rischio. Dall'altro, nel caso in cui i saldi di regolamento risultino insufficienti, e le linee di credito infragiornaliero e le procedure per gestire il flusso dei trasferimenti non siano adeguatamente sviluppate, vi è il rischio che gli ordini non vengano eseguiti. Un fenomeno di reazione a catena può condurre a un blocco generalizzato con potenziali ripercussioni sistemiche. Incipienti situazioni di blocco non sono state infrequenti nel primo periodo di funzionamento del SIC, il sistema svizzero, in cui la banca centrale non offre una facilitazione di credito infragiornaliero: talvolta le banche non disponevano di fondi sufficienti a perfezionare i loro ordini di trasferimento e il sistema rischiava di incepparsi. Grazie anche ad un'appropriata struttura di commissioni, i partecipanti hanno rimediato all'inconveniente ripartendo più uniformemente i trasferimenti nel corso della giornata e frazionando gli ordini di grande ammontare.

L'esigenza di un'appropriata concezione

La questione fondamentale concernente i sistemi RLTR è l'esigenza di trovare un giusto equilibrio fra la disponibilità di credito della banca centrale per fornire liquidità al sistema, e il mantenimento di procedure che incentivino i partecipanti a gestire prudentemente i rischi. Nell'ambito del Gruppo dei Dieci sono disponibili linee di credito infragiornaliero della banca centrale a supporto dei sistemi RLTR in tutti i paesi eccetto la Svizzera, dove gran parte dei trasferimenti interbancari fa capo a un ristretto numero di banche, e in Giappone, dove soltanto una quota assai modesta dei trasferimenti è trattata dal sistema operante su base lorda e dove si è formato un mercato del credito interbancario infragiornaliero. Negli altri paesi gli scoperti di conto vengono generalmente accordati a tasso d'interesse nullo, ma sono limitati da massimali

Misure di controllo del rischio in taluni sistemi di regolamento interbancari su base netta						
Misure	USA CHIPS	Regno Uni- to CHAPS	Giappone FEYCS	Germania EAF/EAF2	Canada LVTS	Compensa- zione ECU
	anno di attuazione					
Regolamento stesso giorno	1981	1984 ¹	1989 ¹	1990 ^{1,2}	in progetto	1988
Monitoraggio in tempo reale	1970 ¹	1984	1989 ¹	in progetto	in progetto	in progetto
Limiti di esposizione bilaterale ³	1984	1992	1989 ¹	in progetto	in progetto	—
Limiti di esposizione multilaterale	1986	1993	—	—	in progetto	1993
Regole di ripartizione delle perdite	1990	— ⁴	1989 ¹	—	in progetto	1993
Garanzie cauzionali	1990	—	—	in progetto	in progetto	—
Nota: — = non previsto.						
¹ Anno in cui è stato introdotto il sistema. ² Le procedure nel progettato EAF2 prevedono il regolamento bilaterale su base netta al termine di cicli di venti minuti e il regolamento multilaterale netto dei saldi residui a fine giornata. ³ Massimale sulla posizione creditoria verso le singole controparti. ⁴ A partire dal 1992 le quote di partecipazione alle perdite sono esplicitamente correlate alle esposizioni bilaterali.						

e/o dalla disponibilità di valori costituibili in garanzia. I timori a riguardo delle condizioni relativamente permissive alle quali era stato concesso dal Fedwire un volume rapidamente crescente di credito infragiornaliero (grafico a pagina 191), hanno condotto all'adozione di una serie di misure di controllo del rischio. Il programma, avviato nel 1986, ha introdotto limiti di esposizione autoimposti e, dall'aprile 1994, la tariffazione degli scoperti.

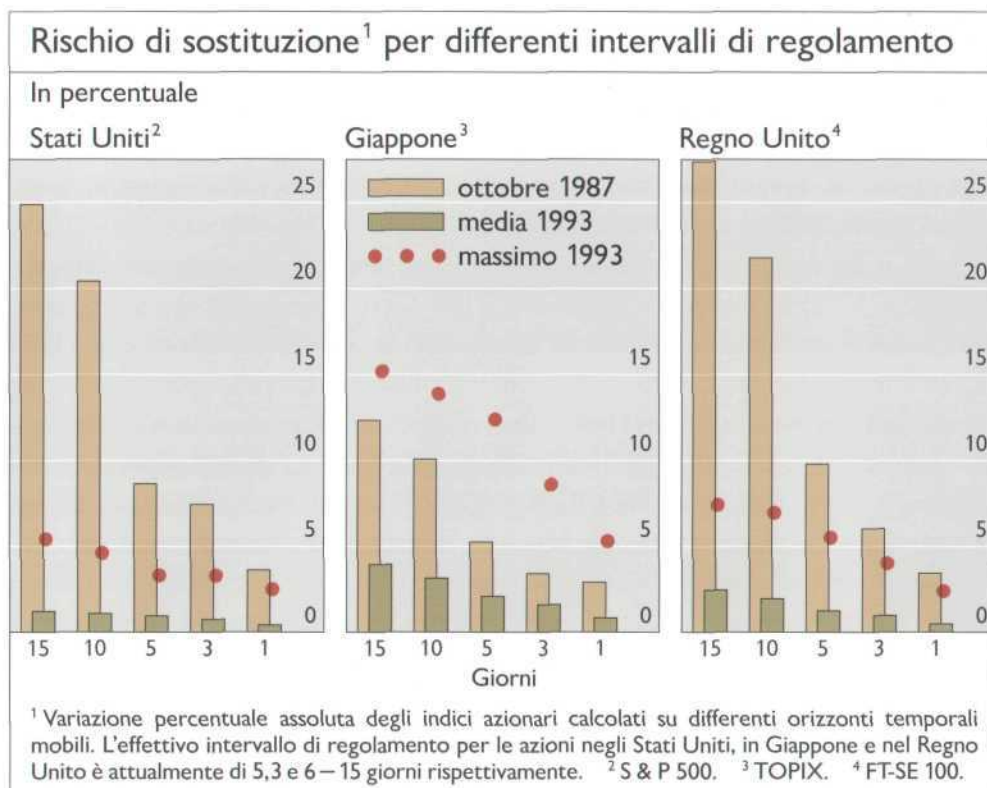
Vi è un sempre più ampio consenso sui vantaggi che possono offrire i sistemi RLTR in termini di gestione del rischio a condizione che essi siano strutturati adeguatamente. Di recente sono stati messi in funzione vari nuovi sistemi di questo tipo, e altri dovrebbero divenire presto operativi. Alcuni sistemi già funzionanti sono stati perfezionati, ad esempio con l'introduzione di più sofisticate procedure per ottimizzare la sequenza di trattamento delle istruzioni (tabella a pagina 186). I sistemi RLTR hanno ricevuto l'avallo di una relazione del Gruppo di lavoro ad hoc sui sistemi di pagamento della CEE, presentato al Comitato dei Governatori delle banche centrali CEE e pubblicato nel 1992. La relazione affronta le principali questioni in materia di pagamenti poste dal mercato unico europeo e dall'unione economica e monetaria. Essa raccomanda, fra l'altro, l'adozione di "requisiti comuni minimi" per i sistemi nazionali. Un documento integrativo, pubblicato nell'autunno 1993, raccomanda più specificatamente che: "in ciascuno Stato membro dovrà operare quanto prima un sistema di regolamento in tempo reale su base lorda attraverso il quale dovrà essere incanalato il numero più elevato possibile di pagamenti di grande ammontare".

Il regolamento di transazioni in titoli

I rischi
nelle transazioni
in titoli...

Le due principali fonti di rischio per le controparti delle transazioni in titoli sono il lasso di tempo intercorrente fra la negoziazione e il regolamento ("intervallo di regolamento") e l'esecuzione non simultanea della consegna dei valori e del pagamento in contante. L'intervallo di regolamento non soltanto rende più difficile la valutazione delle esposizioni indirette; esso comporta altresì per i contraenti il rischio che la transazione non venga perfezionata. In tale eventualità una delle controparti incorrerebbe in una perdita qualora il prezzo del titolo si fosse mosso in senso sfavorevole ("rischio per costo di sostituzione"). Il rischio in parola può essere particolarmente grande in periodi di turbolenza dei mercati, quando la volatilità dei corsi è elevata. Come mostra il grafico seguente, un'accorciamento dell'intervallo di regolamento può notevolmente ridurre questa fattispecie di rischio. Inoltre, a meno che il regolamento delle due contropartite della transazione sia simultaneo secondo il principio della "consegna contro pagamento" o *delivery versus payment* (DVP), il contraente che assolve per primo la propria obbligazione si espone al rischio che la controparte non adempia l'obbligazione corrispettiva. Questo tipo di rischio è di gran lunga più rilevante, poiché la perdita potenziale è pari all'intero valore della transazione ("rischio di capitale").

Sebbene gli operatori di mercato e le autorità fossero già da tempo consapevoli dei rischi insiti nel regolamento delle transazioni in titoli, i gravi problemi emersi a tale riguardo in occasione della crisi borsistica mondiale del 1987, hanno incitato a intraprendere tutta una serie di iniziative. Da allora



numeroso analisi intese a migliorare le procedure di gestione del rischio sono state pubblicate da organismi nazionali e internazionali, come il Gruppo dei Trenta (1989), la Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (1989), l'International Organisation of Securities Commissions (1992) e il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento delle banche centrali del Gruppo dei Dieci (1992). In tutti questi studi viene attribuita un'importanza primaria all'accorciamento dell'intervallo di regolamento e all'introduzione di meccanismi DVP.

Gli intervalli di regolamento sono tradizionalmente piuttosto lunghi nei mercati mobiliari, soprattutto a causa dei tempi tecnici richiesti per il trattamento, la conferma e il riscontro delle operazioni, nonché per il trasferimento dei valori e della titolarità dei diritti connessi. Un passo decisivo nel migliorare tale processo è stato compiuto con la progressiva introduzione di organismi per la custodia e la gestione centralizzata di titoli. Ciò ha consentito di "immobilizzare" i valori materiali oppure di trasformare gli stessi in semplici scritturazioni contabili, ovviando alla necessità di trasferirli fisicamente. Tuttavia, l'obiettivo di tre giorni raccomandato nel rapporto del Gruppo dei Trenta, da realizzarsi entro il 1992, si è rivelato in molti casi troppo ambizioso, specie per le transazioni in titoli azionari.

Lo sviluppo degli organismi di deposito accentrato ha inoltre posto le premesse per la realizzazione del principio DVP. Ancora alla metà degli anni ottanta erano pochissimi i sistemi che prevedevano meccanismi per il regolamento DVP; uno di questi era il sistema di movimentazione scritturale del Fedwire. Attualmente la maggioranza dei paesi del Gruppo dei Dieci dispone di almeno un sistema che soddisfa tale requisito. Vi sono vari modi per realizzare il regolamento DVP. Una possibilità consiste nel regolare irrevocabilmente

... possono essere
meglio gestiti...

... grazie a
un accorciamento
degli intervalli
di regolamento...

... e all'adozione
di procedure DVP

e simultaneamente su base lorda entrambe le contropartite della transazione, come avviene nel sistema Fedwire, oppure presso Cedel ed Euroclear, i due organismi internazionali di deposito accentrato. Un metodo più comune è quello di compensare tutti i pagamenti in contante di ciascun partecipante ed eventualmente una parte delle sue posizioni in titoli. La contropartita in contante è quindi generalmente regolata attraverso un sistema di trasferimento all'ingrosso. Un altro sistema realizza un regolamento quasi DVP mediante il rilascio di una fideiussione bancaria per il pagamento del contante ("pagamento garantito"). È questa la procedura seguita dal sistema Central Gilts Office nel Regno Unito.

Come evidenzia quest'ultimo esempio, l'introduzione della procedura DVP non è soltanto una questione di possibilità tecniche. Un problema più fondamentale è che essa può richiedere la concessione di rilevanti crediti, normalmente garantiti dal privilegio sui valori sottostanti, così come il frequente ricorso a facilitazioni per il prestito di titoli. Il bisogno di questa forma di liquidità è particolarmente acuta nel caso delle transazioni internazionali, a causa degli sfasamenti temporali fra i cicli di trattamento delle due contropartite (consegna dei titoli e pagamento del contante). I principali erogatori di liquidità sono le banche centrali, le banche partecipanti e gli organismi di deposito accentrato. Affinché non risultino compromessi i benefici del regolamento DVP, è quindi essenziale che siano gestiti in modo adeguato i rischi che comporta l'apprestamento di tali facilitazioni a sostegno della liquidità.

Ulteriori rischi possono originare dai metodi seguiti nell'aggregazione delle transazioni e dalle procedure per la risoluzione dei mancati regolamenti. Così come avviene nei sistemi interbancari per il trasferimento di fondi di grande ammontare, un metodo comunemente impiegato per risolvere un mancato regolamento consiste nel parziale ricalcolo (*unwinding*) delle posizioni. Inoltre, in linea di principio, tale ricalcolo potrebbe risultare da difficoltà di regolamento nei sistemi all'ingrosso che trattano la contropartita in contante delle transazioni, e non da inadempienze nelle transazioni in titoli in quanto tali. Un modo per limitare tali rischi, che incontra un crescente favore, consiste nel regolare il pagamento in contante attraverso un sistema RTRL, il quale garantisce la definitività, ossia il carattere irrevocabile e incondizionale, del regolamento stesso. Un approccio complementare è dato dall'apprestamento di garanzie a livello di sistema sotto forma di schemi per la ripartizione delle perdite, eventualmente assistiti dal deposito cauzionale di valori. Attualmente sono assai pochi i sistemi che prevedono tali dispositivi.

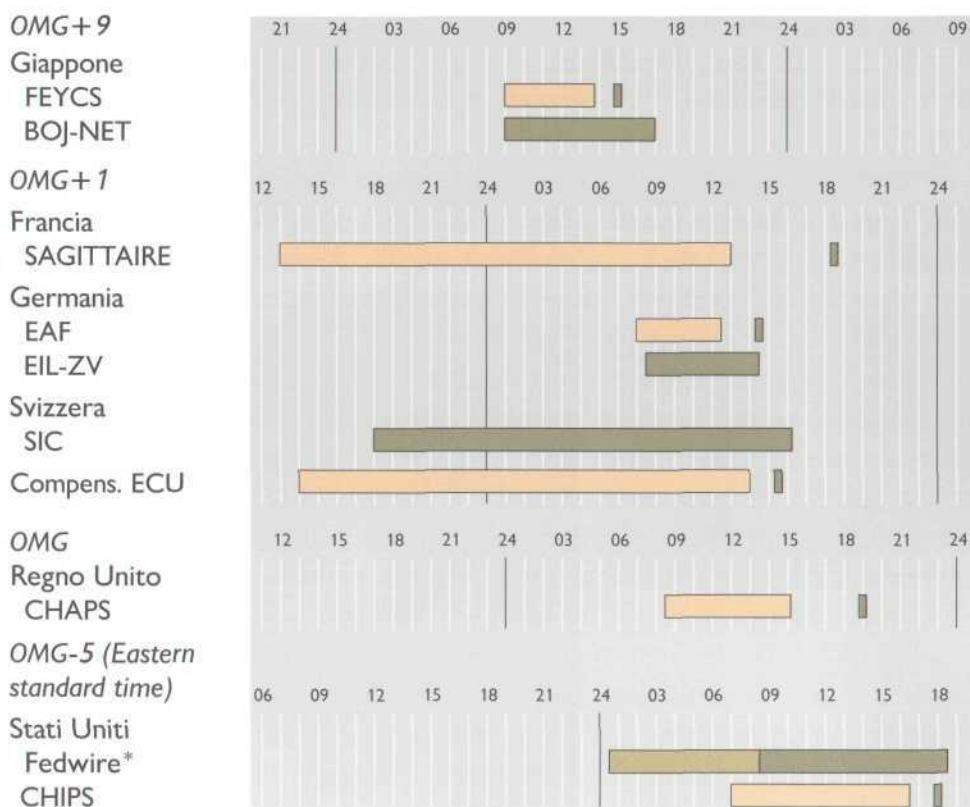
Il regolamento di transazioni in cambi

La maggior parte dei contratti in cambi è regolata due giorni dopo la data di stipulazione. Poiché in questo intervallo di tempo i tassi di cambio fra le principali valute possono facilmente subire sensibili variazioni, il rischio per costo di sostituzione non è affatto trascurabile. Tuttavia, anche in questo caso il rischio di gran lunga maggiore è quello connesso al regolamento non simultaneo delle due partite valutarie della transazione ("rischio di regolamento a valute

Orari di operatività di taluni sistemi di pagamento interbancari all'ingrosso

Per valuta stesso giorno

regolamento su base netta (regolamento definitivo indicato)
regolamento su base lorda (regolamento infragiornaliero)



Nota: OMG = ora del meridiano di Greenwich.

* Il tratto con ombreggiatura più leggera indica l'estensione di orario approvata, la cui entrata in vigore è prevista per gli inizi del 1997.

incrociate" o "rischio Herstatt"). Tale rischio suscita maggiori preoccupazioni di quello connesso al regolamento delle transazioni in titoli, e ciò per varie ragioni: gli importi in gioco sono assai più elevati; il rischio ha necessariamente una dimensione internazionale; il suo controllo presenta maggiori difficoltà; le transazioni da cui esso origina sono generalmente fra banche. Secondo le stime della più recente inchiesta sul mercato dei cambi condotta dalle banche centrali del Gruppo dei Dieci, circa l'80% del volume totale netto degli scambi su questo mercato è di natura interbancaria.

Un fattore fondamentale all'origine del rischio Herstatt è la mancanza di sovrapposizione temporale fra gli orari di operatività dei sistemi di regolamento interbancari all'ingrosso nei paesi delle tre valute più attivamente trattate, cioè dollaro USA, marco tedesco e yen (grafico precedente). Poiché il regolamento ha luogo generalmente nel paese di emissione della rispettiva moneta, uno dei contraenti è esposto al rischio di credito. Nel caso delle transazioni yen/dollaro, ad esempio, la parte che consegna gli yen deve attendere da un minimo di cinque ore e mezzo a un massimo di diciassette ore prima di ricevere il corrispettivo in dollari.

Rischio Herstatt:

illustrazione,

La denominazione rischio Herstatt trae la sua origine dalla situazione creatasi con il dissesto della Bankhaus Hertstatt nel 1974. Il fallimento dell'istituzione intervenne infatti dopo che era stato effettuato il regolamento irrevocabile dell'obbligazione in DM delle transazioni in cambi, ma prima del regolamento del corrispettivo in dollari. Di conseguenza, le controparti di Herstatt in credito di dollari si trovarono di fronte all'eventualità di non ricevere il pagamento dovuto, con gravi ripercussioni sull'operatività del CHIPS e, in generale, sulla fiducia degli operatori. Infatti, le banche a New York rifiutarono di eseguire pagamenti in proprio o per conto dei clienti, innescando una reazione a catena nel sistema, e fu soltanto con grande difficoltà che poté essere ripristinato il normale flusso di operazioni. Secondo talune stime, nei tre giorni successivi al fallimento della Herstatt il valore giornaliero dei trasferimenti lordi di fondi scese dal livello normale di \$60 miliardi a circa \$36 miliardi.

e gestione
del rischio

Vi sono diversi modi per migliorare la gestione del rischio Herstatt. Anzitutto, può essere accresciuta la sicurezza del meccanismo di regolamento di entrambe le contropartite valutarie. L'episodio della Bankhaus Herstatt, ad esempio, ha rappresentato una delle motivazioni fondamentali delle misure di controllo del rischio adottate successivamente dal sistema CHIPS (tabella a pagina 192). In secondo luogo, è possibile ridurre i flussi di regolamento fra le controparti connessi alle transazioni originali. Diversi sistemi privati, istituiti di recente o in progetto, per la compensazione di transazioni in cambi, quantunque siano in parte anche diretti a limitare le tradizionali esposizioni creditorie, comportano parimenti una sensibile riduzione degli ammontari da regolare (tabella a pagina 198). In terzo luogo, possono essere utilizzati meccanismi di pagamento esterni al paese di emissione di una data moneta, per diminuire i flussi interbancari di regolamento internazionali. Un sistema di questo tipo è basato su rapporti di corrispondenza bancaria e regola la contropartita in dollari delle transazioni yen/dollari sui conti di una banca privata a Tokyo, gli eventuali scoperti concessi dalla banca sono successivamente rimborsati e regolati a New York durante il giorno lavorativo USA. Infine, è possibile introdurre una procedura interamente DVP. In genere ciò implicherebbe un potenziamento dei servizi di banca centrale a complemento delle iniziative private.

Il ruolo
delle banche
centrali

I sistemi di compensazione e regolamento internazionali possono fornire un contributo rilevante alla gestione dei rischi, ma affinché si concretizzino tali benefici potenziali è essenziale che essi siano strutturati secondo criteri rigorosi. Questa problematica è stata analizzata in un rapporto del 1990 sugli schemi di compensazione interbancari redatto dalle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci (il cosiddetto "Rapporto Lamfalussy"). Tale rapporto raccomanda una serie di requisiti minimi per il funzionamento dei sistemi di compensazione internazionali e multivalutari, ed enuncia i principi per la sorveglianza cooperativa da parte delle banche centrali. Esso sottolinea l'importanza di una solida base giuridica e di meccanismi adeguatamente strutturati per la gestione dei rischi di credito e di liquidità. In particolare, i sistemi in parola "dovrebbero, come minimo, essere in grado di assicurare il tempestivo completamento dei regolamenti giornalieri nel caso in cui il partecipante con la più elevata posizione debitoria sia incapace di effettuare il regolamento".

Caratteristiche salienti di taluni sistemi di compensazione internazionali					
Caratteristiche	FXNET	Master agreement ISDA	ICSI	Multinet	ECHO
Compensazione	bilaterale	bilaterale	bilaterale	multilaterale	multilaterale
Contratti	forex	swaps	forex	forex	forex e altri
Partecipanti:					
tipo	banche	tutti gli operatori	banche	banche	banche
numero	± 40	± 200	15	15	15
Ubicazione	—	—	Chicago	Chicago/ New York	Londra
Area operativa	mondiale	mondiale	Nord-America/ Londra	OCSE	OCSE
Anno di inizio attività	1987	1987	1992	in progetto	in progetto
Nota: ISDA = International Swaps and Derivatives Association; ICSI = International Clearing Systems Inc.; ECHO = Exchange Clearing House Organisation.					

Tali requisiti sono serviti quale parametro di riferimento per la valutazione di tutti i sistemi di recente istituzione; in ragione della loro portata essi hanno trovato parimenti applicazione in vari sistemi di regolamento puramente interni.

Le banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci stanno altresì esaminando varie possibilità per potenziare i servizi da esse fornite a sostegno dei meccanismi DVP. Il ventaglio di opzioni è stato descritto in un rapporto pubblicato nel settembre 1993. Un progresso importante, sebbene limitato, consiste nell'introduzione di procedure che permettano il regolamento definitivo infragiornaliero presso i sistemi di pagamento interbancari nazionali, in particolare sotto forma di RLTR. Un secondo passo potrebbe essere il prolungamento degli orari di operatività di tali sistemi al fine di ridurre o eliminare le discontinuità temporali. Ad esempio, nel febbraio scorso la Federal Reserve ha annunciato che agli inizi del 1997 avrebbe anticipato di sei ore l'apertura giornaliera del sistema Fedwire (grafico a pagina 196). Congiuntamente, queste misure faciliterebbero l'applicazione del principio DVP da parte degli operatori privati. Esse non garantiscono tuttavia che i partecipanti effettuino gli investimenti necessari per avvalersi delle nuove opportunità. La realizzazione della DVP su conti intrattenuti presso le banche centrali implica l'esistenza di collegamenti operativi fra le stesse. Le banche centrali potrebbero fornire direttamente questi servizi di regolamento multivalutario, sia su base individuale, sia mediante un'istituzione internazionale specializzata che opererebbe il regolamento simultaneo e irrevocabile di entrambe le contropartite valutarie sui propri conti ("agente comune"). L'allestimento di tali servizi comporterebbe tuttavia un grande cambiamento rispetto ai sistemi attuali, richiederebbe un'assai più stretta cooperazione e solleverebbe tutta una serie di difficili questioni, che vanno dalle implicazioni per la politica monetaria, all'esigenza di trovare il giusto equilibrio fra coinvolgimento delle autorità e disciplina di mercato.

Il regolamento di transazioni in strumenti derivati

L'intervallo di regolamento nelle transazioni a pronti deriva da vincoli tecnologici e operativi; per contro la relazione fra il compratore e il venditore di uno

strumento derivato è per definizione di più lunga durata. I prodotti derivati comportano l'impegno di trasferire contante o di scambiarsi attività ad una data futura. Così come nel caso della concessione di un prestito, il rischio di credito fra le due controparti è insito nella natura stessa della transazione. Esso è il risultato di vincoli tecnici soltanto nella misura in cui il futuro scambio a pronti di contante contro attività finanziarie o reali è di per sé soggetto a intervalli di regolamento o non avviene su una base DVP.

Gli strumenti derivati limitano i flussi di pagamento ...

L'espansione dei mercati derivati negli ultimi anni è stata davvero considerevole in termini sia di contrattazioni sia di ammontari nominali in essere (tabelle alle pagine 118 e 119 del Capitolo V); ciò nonostante, l'impatto sui flussi di regolamento è stato assai minore di quanto le cifre possano indicare. Per il modo in cui sono concepite, le procedure di regolamento per molti strumenti derivati limitano i flussi di pagamento. Infatti, talune transazioni, come ad esempio i *futures* valutari e gli *swaps* di tasso d'interesse, non comportano alcuno scambio di capitale. Inoltre, sono ampiamente usati meccanismi di compensazione, e le posizioni possono essere chiuse semplicemente mediante operazioni di segno opposto, come avviene per i prodotti derivati negoziati in borsa. Ad esempio, nel 1993 la media giornaliera dei pagamenti effettuati dai membri della Options Clearing Corporation di Chicago è ammontata a \$71 milioni, equivalenti a circa lo 0,4% soltanto del valore nominale stimato delle contrattazioni.

... ma il rischio di regolamento rimane significativo

Ciò non significa tuttavia che il rischio di regolamento sia insignificante, anzi è più difficile discernere la sua gestione dalle procedure volte a limitare il rischio per costo di sostituzione che i contratti comportano. In effetti, i connessi flussi di regolamento possono essere estremamente variabili e imprevedibili; infatti, non soltanto le esposizioni sono di più lunga durata rispetto alle transazioni a pronti, ma il valore di mercato di talune categorie di derivati, come le opzioni, è più instabile di quello degli strumenti sottostanti. La gestione del rischio per costo di sostituzione e del connesso rischio di regolamento differisce in modo sostanziale a seconda che gli strumenti siano negoziati in borsa o sul mercato parallelo.

Gestione del rischio per gli strumenti negoziati in borsa e sui mercati paralleli

Nel caso degli strumenti negoziati nelle borse valori la gestione del rischio è accentrata, giacché la stanza di compensazione funge da controparte per tutte le transazioni stipulate dai membri a proprio nome o per conto di clienti. Le sottostanti esposizioni creditorie sono pertanto effettivamente compensate su una base multilaterale. Al fine di proteggere se stessa dal rischio di inadempienza, la stanza di compensazione richiede la costituzione di garanzie cauzionali ("margini") e, nel caso dei *futures*, l'adeguamento giornaliero di tali margini ("margini di variazione"). Allorché la volatilità dei corsi è particolarmente elevata, sono altresì possibili aggiustamenti infragiornalieri dei margini. Generalmente l'effettivo regolamento di queste obbligazioni ha luogo il giorno seguente. Sotto vari aspetti i meccanismi addizionali di controllo del rischio sono simili a quelli presenti in alcuni sistemi di pagamento all'ingrosso: limiti alle posizioni dei membri (massimali multilaterali), procedure per la mutualizzazione delle eventuali perdite in caso di insolvenza di uno o più membri e supporti di liquidità (linee *stand-by* interbancarie o della banca centrale).

Per contro, sui mercati fuori borsa il rischio di credito è gestito su una base bilaterale. Normalmente ciò avviene mediante la fissazione di massimali sulle esposizioni creditorie reciproche e la compensazione delle posizioni, come nel caso dei *master agreements* dell'ISDA per i contratti di *swap*. Viene fatto anche ricorso in misura crescente, sebbene ancora limitata, al deposito di garanzie cauzionali aggiustabili in funzione dell'entità dell'esposizione o del merito di credito della controparte. Il regolamento su base giornaliera è raro.

Un'importante questione sul piano delle politiche prudenziali è la desiderabilità e fattibilità di un'estensione dei meccanismi istituzionali di compensazione ai prodotti trattati fuori borsa. Proprio per loro natura, tali meccanismi tendono a concentrare il rischio sull'organo di compensazione, la cui solidità sostiene l'intero mercato. Essi comportano altresì un maggiore fabbisogno di liquidità a breve termine a causa dell'aggiustamento giornaliero dei margini cauzionali. Entrambi questi fattori si sono posti in evidenza in occasione della crisi borsistica del 1987 negli Stati Uniti: si venne infatti a creare una stretta di liquidità allorché in alcuni fondamentali mercati dei derivati le chiamate e i regolamenti di margini addizionali balzarono da meno di \$1 miliardo a circa \$4 miliardi, e le gravi difficoltà finanziarie di un importante membro della Options Clearing Corporation rischiarono di imporre la chiusura del mercato. A seguito di tale episodio diverse istituzioni maggiori hanno cominciato a trattare le stanze di compensazione alla stregua delle altre controparti, stabilendo limiti di esposizione e distribuendo le loro transazioni fra varie borse valori. Sono stati inoltre compiuti vari passi per evitare eccessive pressioni sulla liquidità, in particolare facendo maggior ricorso alla compensazione dei margini a fronte di diversi contratti ("*cross margining*"). Nondimeno, come rileva il Rapporto Lamfalussy, a condizione che siano strutturati in modo adeguato, gli organismi istituzionali di compensazione possono comportare vantaggi considerevoli sul piano della gestione dei rischi.

D'altra parte, la loro estensione ai mercati paralleli incontra un certo numero di ostacoli. I contratti stipulati fuori borsa sono spesso altamente "personalizzati", i loro prezzi non sono osservabili e la definizione di concordi criteri di valutazione comporta grosse difficoltà. Inoltre, gli strumenti sono spesso negoziati fra operatori di diversi paesi, il che suscita seri problemi sul piano giuridico e prudenziale. Infine, l'introduzione di un meccanismo di compensazione multilaterale potrebbe non corrispondere agli interessi singoli di tutti i partecipanti. Gli operatori più quotati, che dominano ora sul mercato, potrebbero infatti temere di perdere parte del loro vantaggio comparato. Il meccanismo in parola avrebbe quindi un'attrattiva per essi soltanto nella misura in cui ne derivasse una crescita dell'attività in un mercato più ampio, più efficiente e più liquido.

Valutazione d'insieme

Dall'analisi che precede si evince che parecchio è stato messo in moto negli ultimi anni per migliorare la gestione dei rischi nei sistemi di pagamento e regolamento. Vi è oggi una migliore comprensione di tali rischi, e sono state intraprese o si progettano iniziative concrete per limitarli. Peraltro, i progressi non sono stati né facili, né uniformi, e numerose sono ancora le questioni da affrontare.

L'estensione dei meccanismi di stanza di compensazione ai mercati fuori borsa...

... può apportare considerevoli vantaggi

Molte sono le questioni ancora da affrontare

Fattori che
hanno ostacolato
i progressi...

Diversi fattori puramente economici hanno contribuito a rallentare il ritmo dei progressi. Anzitutto, le modifiche necessarie sono costose. Esse richiedono spesso grossi investimenti in nuove tecnologie, che tra l'altro possono pregiudicare la redditività di passate decisioni di investimento. Si aggiunga il fatto che le nuove procedure potrebbero comportare l'immobilizzo di un ingente ammontare di valori in garanzia. Mentre i costi sono facilmente quantificabili, non si può dire altrettanto per i benefici. Inoltre, i primi sono generalmente sopportati dai singoli, i secondi rappresentano invece un bene comune. La ripartizione dei costi è chiara, quella dei benefici assai meno. Ad esempio, sebbene le banche abbiano riconosciuto i meriti dei sistemi RLTR, si è constatata talvolta una certa resistenza nei confronti della loro introduzione o di un loro attivo impiego. Considerazioni di costo spiegano anche in larga misura i limitati progressi compiuti nell'attuare meccanismi intesi a evitare procedure di ricalcolo delle posizioni nei sistemi per il regolamento di operazioni in titoli, e nell'istituire schemi di compensazione multilaterale per le transazioni internazionali.

Un secondo fattore che ha ostacolato i progressi è costituito dalla difficoltà di adattare il quadro giuridico alle nuove realtà di mercato. L'assetto normativo non è stato al passo con i rapidi cambiamenti intervenuti nei sistemi di pagamento e regolamento. Di conseguenza, sussiste una considerevole incertezza sul piano legale circa i diritti e le obbligazioni dei partecipanti. Ad esempio, l'attuale legislazione concernente la proprietà, il trasferimento e il pegno di titoli risale in molti casi all'epoca in cui i valori erano detenuti soltanto in forma fisica. Del pari, in alcuni paesi l'esistenza di regole concorsuali del tipo "ora zero" può rendere nulle tutte le transazioni stipulate dall'istituzione insolvente nel giorno del fallimento, ostacolando un regolamento definitivo infragiornaliero.

... specie per
quanto riguarda
le transazioni
internazionali

Non desta forse sorpresa che i progressi più lenti si siano avuti nell'area delle transazioni internazionali. È in questo ambito che la pressione concorrenziale è massima e la cooperazione volontaria indispensabile. Ed è parimenti in questo ambito che la tensione fra il carattere internazionale della finanza e gli ordinamenti giuridici essenzialmente nazionali, e non necessariamente compatibili, appare particolarmente acuta. Un esempio lampante di queste difficoltà è dato dalle complesse questioni concernenti la determinazione della legislazione rilevante e la regolazione dei conflitti di leggi che affliggono i sistemi di compensazione e regolamento internazionali.

Regolamentazione e vigilanza prudenziale

Obiettivi comuni

La supervisione dei sistemi di pagamento e regolamento e la regolamentazione e vigilanza prudenziale delle banche e degli intermediari mobiliari hanno molti punti in comune. In particolare, esse condividono l'obiettivo fondamentale di preservare la solvibilità delle istituzioni e, in definitiva, la stabilità del sistema finanziario. Come si è detto, è dall'insolvenza di uno o più partecipanti, o dal timore di essa, che hanno solitamente origine disfunzioni nei sistemi di pagamento e regolamento. Per converso, il propagarsi di tensioni finanziarie attraverso tali sistemi può condurre a insolvenze multiple. I problemi

meramente di liquidità, *sempreché essi siano correttamente e inequivocabilmente individuati come tali*, non costituiscono la preoccupazione maggiore. Ad esempio, nel novembre 1985, a seguito di un'avaria tecnica nei trasferimenti di titoli di una banca di New York, quest'ultima accumulò uno scoperto infragiornaliero di quasi \$ 30 miliardi presso la banca centrale, e ottenne fondi per oltre \$ 20 miliardi attraverso lo sportello del risconto al termine della giornata, indebitandosi per un ammontare equivalente a oltre venti volte il suo capitale. Questo episodio evidenziò la rapidità e la facilità con cui potevano essere assunte esposizioni debitorie verso la banca centrale nel quadro del sistema esistente, nonché i potenziali effetti di reazione a catena che ne sarebbero altrimenti conseguiti. Ma esso mise altresì in chiaro anche che quando la solvibilità di un'istituzione è solida i problemi non sono insormontabili.

Se da un lato vi è una comunanza di obiettivi fra le due aree di sorveglianza, dall'altro sussistono importanti differenze sul piano degli approcci. La regolamentazione e vigilanza prudenziale si incentra sulle singole istituzioni e, seppure in misura variabile a seconda della loro sfera operativa, essa tende a considerare prioritariamente le esposizioni in essere a regolamento avvenuto, mentre presta minore attenzione ai rischi infragiornalieri. Per contro, nella gestione del rischio nei sistemi di pagamento e regolamento l'enfasi ricade sull'interrelazione fra le istituzioni; l'attenzione è focalizzata sui rischi di regolamento e particolare rilevanza assumono le esposizioni infragiornaliere.

Ciò nondimeno, i profondi mutamenti nella natura dell'attività finanziaria intervenuti durante l'ultimo decennio circa, hanno contribuito ad attenuare alcune di queste differenziazioni. Sebbene la regolamentazione e vigilanza prudenziale abbia continuato a porre l'accento sulla solidità finanziaria delle singole istituzioni, essa ha attribuito crescente importanza ad alcuni rischi che originano dal processo di regolamento e ai meccanismi volti a limitarli. Basti qui citare due esempi, entrambi nel contesto dei requisiti patrimoniali: il trattamento delle transazioni non regolate e il riconoscimento della compensazione di contratti.

Tradizionalmente i requisiti di adeguatezza patrimoniale per le banche hanno per lo più ignorato il rischio di credito connesso alle transazioni non regolate, così come non hanno tenuto conto del rischio di mercato. Gli analoghi requisiti prescritti agli operatori in titoli hanno invece assegnato un elevato grado di priorità a entrambi i tipi di rischio. Con il crescere dell'attività delle banche sul mercato mobiliare si sono fatte più forti le pressioni per un'armonizzazione dei coefficienti di capitale proprio. Nella Direttiva CEE sull'adeguatezza patrimoniale del marzo 1993, che si applica sia agli enti creditizi che alle imprese di intermediazione mobiliare, viene tenuto conto esplicitamente di talune obbligazioni non regolate. Tale Direttiva dovrà essere attuata al più tardi entro il gennaio 1996.

La questione del riconoscimento della compensazione di contratti ai fini della definizione dei requisiti ha assunto un'importanza assai maggiore con il più diffuso impiego delle procedure di compensazione. Nell'aprile 1993 il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha pubblicato una serie di proposte di emendamenti all'Accordo sui requisiti patrimoniali del 1988, in parte alla luce delle raccomandazioni contenute nel Rapporto Lamfalussy.

Talune differenze fondamentali di approccio...

... stanno diventando meno rilevanti

Gli emendamenti proposti estendono il riconoscimento a tutti gli schemi di compensazione bilaterale che soddisfino il criterio di efficacia giuridica ai termini della legislazione pertinente nonché i requisiti minimi stabiliti nel suddetto Rapporto. Il documento contiene altresì un'analisi dei criteri cui potrebbe informarsi la futura valutazione degli schemi multilaterali da parte del Comitato.

Data l'analogia fra gli obiettivi della supervisione dei sistemi di pagamento e regolamento e quelli della regolamentazione e vigilanza prudenziale, non sorprende che in molti casi entrambe le funzioni siano, almeno in parte, assolve dalla stessa istituzione, segnatamente la banca centrale. Seppure in vario grado, le banche centrali di tutti i paesi del Gruppo dei Dieci svolgono un ruolo attivo, *de jure* oppure *de facto*, nella supervisione dei sistemi di pagamento. Nella maggioranza dei casi esse hanno anche responsabilità di vigilanza sulle singole banche. Storicamente, ambedue le funzioni traggono la loro origine dal ruolo della banca centrale quale fornitore finale al sistema finanziario di mezzi di regolamento a rischio nullo: l'erogazione di liquidità è l'ultima linea di difesa nel contenimento di crisi sistemiche.

Indipendentemente dal fatto che la banca centrale abbia o meno specifiche responsabilità di regolamentazione e vigilanza prudenziale, l'accesso all'informazione sulla solidità finanziaria dei partecipanti ai sistemi di pagamento è essenziale ai fini della sua funzione di supervisione e di gestione delle situazioni di crisi. Il discernere i problemi di solvibilità da quelli puramente di liquidità è compito di per sé difficile; esso diviene praticamente impossibile senza la necessaria conoscenza preventiva della situazione finanziaria dei partecipanti. La carenza di informazioni restringe considerevolmente la gamma di opzioni disponibili alla banca centrale. Questi problemi sono diventati più acuti in conseguenza dei profondi mutamenti intervenuti nella natura dell'attività finanziaria: la dimensione in rapida crescita, e spesso la maggiore opacità, dei rischi di mercato e di regolamento; la più ampia gamma di mercati e di operatori, alcuni dei quali sono più lontani dalla banca centrale rispetto agli "interlocutori privilegiati" di quest'ultima (le banche); e l'accresciuta rapidità con cui le perturbazioni si possono propagare attraverso i segmenti di mercato, le istituzioni e i paesi.

Le esigenze della banca centrale in termini di informazione costituiscono un elemento importante del problema dell'organizzazione delle linee difensive per fronteggiare il rischio sistemico. Tale questione occupa una posizione di primo piano nell'attuale dibattito di politica prudenziale negli Stati Uniti, dove vi sono progetti per riallocare le competenze in materia di vigilanza bancaria, finora ripartite fra vari organismi, fra cui la banca centrale. La creazione del mercato unico dei servizi finanziari nell'Unione Europea comporta uno spostamento delle responsabilità di vigilanza dal paese ospitante al paese d'origine delle istituzioni, e la possibilità di una partecipazione diretta transnazionale ai sistemi di pagamento e regolamento all'ingrosso. Tanto più essenziale diventa quindi l'esistenza di adeguati canali per lo scambio di informazioni fra le autorità nazionali. In prospettiva, gli esatti contorni delle funzioni della banca centrale per quanto concerne la supervisione dei sistemi di pagamento e la regolamentazione e vigilanza prudenziale nella futura Unione monetaria europea, restano ancora da decidere.

Poiché la natura dell'attività finanziaria continua ad evolvere, negli anni a venire si assisterà verosimilmente a un intensificarsi delle iniziative di cooperazione fra le autorità preposte alla vigilanza prudenziale e quelle responsabili per la supervisione dei sistemi di pagamento e regolamento. Vi è da attendersi che la progressiva espansione della sfera operativa dei mercati, e quindi dell'attività di negoziazione, accentui ulteriormente i rischi insiti nell'esecuzione di transazioni finanziarie, a livello sia delle controparti, sia degli intermediari che ne facilitano il perfezionamento. Il compito da affrontare è la posa in opera di una serie di linee difensive capaci di contenere il rischio sistemico senza pregiudicare – anzi, se possibile, migliorando – l'efficienza dei meccanismi. Nell'attuale panorama finanziario l'assolvimento di questo compito ha come indispensabile presupposto una stretta cooperazione internazionale.

Prospettive
future

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, alle riunioni sia del Comitato interinale del Consiglio dei Governatori del Fondo monetario internazionale, sia dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci. Essa ha altresì contribuito ai lavori dei Sostituti dei Ministri e dei Governatori del Gruppo dei Dieci.

La Banca ha organizzato 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.

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha dedicato larga parte della sua attività all'analisi del trattamento prudenziale dei rischi nei mercati finanziari. Negli ultimi mesi esso ha esaminato i commenti delle banche sui tre documenti a fini di consultazione, pubblicati nell'aprile 1993, riguardanti la compensazione, i rischi di mercato e il rischio di tasso d'interesse. Il Comitato sta attualmente elaborando una serie di criteri-guida per le autorità di vigilanza bancaria, concernenti la gestione e il controllo da parte delle istituzioni creditizie dei rischi connessi agli strumenti derivati e, al tempo stesso, si sta adoperando per ampliare le proprie conoscenze dei modelli di misurazione di tali rischi adottati dalle varie banche. Un altro aspetto dell'attività del Comitato è consistito nell'agire da cardine per il rafforzamento della cooperazione regionale tra le autorità di vigilanza bancaria dei paesi esterni al Gruppo dei Dieci, in particolare quelle responsabili delle banche che operano nei mercati emergenti. A tal fine è stato condotto uno studio sulle pratiche di vigilanza nazionali, i cui risultati saranno prossimamente distribuiti alle istituzioni di vigilanza interessate. Nel settembre 1993 il Dott. T. Padoa-Schioppa, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, è stato nominato Presidente del Comitato a seguito delle dimissioni del Signor E. Gerald Corrigan nel giugno 1993.

Il Comitato permanente per l'euromercato ha continuato a seguire regolarmente gli sviluppi sui mercati bancari e finanziari internazionali e a dibattere varie questioni concernenti il funzionamento e la stabilità di tali mercati. In particolare, il Comitato ha proseguito l'analisi delle implicazioni connesse allo sviluppo dei mercati degli strumenti finanziari derivati. Esso ha trattato inoltre talune questioni concernenti i cambiamenti nella dimensione e nella direzione dei flussi internazionali di capitale, nonché i nuovi orientamenti emersi nella gestione degli investimenti e nelle pratiche di negoziazione. La

Banca ha inoltre continuato a raccogliere, elaborare e pubblicare dati statistici sull'andamento dell'attività bancaria internazionale e dei mercati finanziari internazionali.

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento ha continuato ad esaminare l'evoluzione dei sistemi nazionali e internazionali di pagamento, compensazione e regolamento nei paesi del Gruppo dei Dieci. Nel settembre 1993 la BRI ha pubblicato un rapporto del Comitato intitolato "Servizi di pagamento e regolamento delle banche centrali nelle transazioni internazionali e multivalutarie". Tale documento fa seguito al "Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancaria", pubblicato dalla BRI nel 1990, e contiene l'analisi, condotta da un Gruppo di lavoro ad hoc presieduto dal Signor T. Noël della Banca del Canada, su una gamma di opzioni che le banche centrali potrebbero prendere in considerazione al fine di ridurre i rischi e accrescere l'efficienza nel regolamento di transazioni interbancarie internazionali e multivalutarie. Un altro Gruppo di lavoro, presieduto dal Signor P. Parkinson del Consiglio dei Governatori del Federal Reserve System sta conducendo uno studio sui sistemi di regolamento collegati alle transazioni internazionali in titoli. Nel dicembre 1993 la BRI ha pubblicato una nuova edizione del testo di riferimento (noto come "Libro rosso") sui sistemi di pagamento nei paesi del Gruppo dei Dieci. Questa nuova edizione, ampiamente aggiornata, comprende dettagliate informazioni statistiche sui sistemi di pagamento, un capitolo speciale dedicato agli schemi di pagamento internazionali e un glossario. Nel febbraio 1994 i Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci hanno nominato il Signor W. McDonough, Presidente della Federal Reserve Bank di New York, quale successore del Signor W. Angell nella carica di Presidente del Comitato.

Il Servizio per le relazioni con 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 considerevole di banche centrali alle istituzioni omologhe nei paesi dell'Europa orientale e nelle repubbliche dell'ex Unione Sovietica, alcune delle quali prestano ormai a loro volta un contributo attivo in tale contesto. In particolare, il Servizio intrattiene una banca di dati sull'assistenza tecnica e sulla formazione professionale fornite a questi paesi; tali dati, aggiornati per lo più su base mensile, costituiscono un importante strumento per evitare una duplicazione delle iniziative. Le informazioni vengono trasmesse all'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, che le iscrive nel suo archivio-dati. Il Servizio ha continuato a organizzare riunioni e seminari per i rappresentanti della maggior parte delle banche centrali di quest'area. La BRI ha inoltre partecipato attivamente ai lavori del Joint Vienna Institute (i cui corsi, dalla sua istituzione nel settembre 1992, sono stati frequentati da circa 2.000 partecipanti), collaborando ad esempio al primo "corso integrale". Tale corso, della durata di cinque mesi, ha lo scopo di preparare giovani quadri chiamati a fornire pareri di politica economica in un'ampia gamma di materie. Inoltre, il Servizio ha continuato ad organizzare seminari specializzati attinenti all'attività di banca centrale, con la partecipazione di relatori della BRI e di varie banche centrali, comprese alcune dell'Europa orientale.

Le riunioni semestrali del Gruppo di esperti in informatica sono state incentrate sui cambiamenti che si rendono necessari a livello delle banche centrali, e in particolare dei rispettivi servizi informatici, per tenere il passo con l'evoluzione intervenuta negli anni recenti. Le due tematiche principali trattate dal Gruppo sono state, in primo luogo, la distribuzione delle risorse informatiche e i connessi problemi di controllo dei costi, di adattamento del personale e di ripartizione delle responsabilità tra utilizzatori e servizi informatici e, in secondo luogo, i cosiddetti servizi aperti, fra i cui vantaggi potenziali rientra quello di consentire una maggiore autonomia dai fornitori di tecnologia informatica. Il Gruppo di lavoro sulle questioni di sicurezza ha esaminato queste materie dal suo particolare punto di vista. Esso ha inoltre portato a termine uno studio sui sistemi per lo scambio di messaggi non connessi ai pagamenti fra le banche centrali e altre istituzioni, individuando una serie di misure per la salvaguardia dai rischi insiti in tali collegamenti.

Il Gruppo di esperti sulle questioni relative alla banca dei dati monetari ed economici ha studiato varie applicazioni intese a rafforzare i servizi della banca dei dati della BRI, particolarmente nell'ambito delle questioni concernenti la trasmissione di dati e l'accesso da parte delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci. Esso si è adoperato in particolare affinché proseguano gli sforzi per migliorare la tempestività e il controllo di qualità delle serie statistiche, le tecniche di accesso e la sicurezza dell'informazione. Sono stati compiuti progressi nell'ampliare il campo di copertura statistica della banca di dati, in particolare mediante convenzioni bilaterali per lo scambio di dati con le banche centrali di paesi esterni al Gruppo dei Dieci. Sono state parimenti esaminate talune questioni concernenti le norme internazionali in materia di trasmissione dei dati.

Fino al momento del loro scioglimento, alla fine di dicembre del 1993, 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 tenere la maggior parte delle riunioni presso la BRI, che accoglie altresì il Segretariato permanente del Comitato dei Governatori. Un rendiconto dettagliato delle attività del Comitato dei Governatori, che per quasi trent'anni ha rappresentato il principale consesso per la cooperazione monetaria nella Comunità, è contenuto nel Rapporto annuale del Comitato medesimo sottoposto al Parlamento europeo, al Consiglio delle Comunità europee e al Consiglio europeo.¹

Il 1° gennaio 1994, data fissata per l'inizio della seconda fase dell'Unione economica e monetaria (UEM) ai sensi dell'Articolo 109e del Trattato sull'Unione Europea ("Trattato di Maastricht"), sia il Comitato dei Governatori sia il FECOM sono stati sostituiti dall'Istituto monetario europeo (IME). Le principali funzioni della nuova istituzione, dotata di personalità giuridica in virtù

¹ L'ultimo Rapporto annuale è stato pubblicato nell'aprile 1993 e tratta essenzialmente gli sviluppi intervenuti nel 1992. Gli andamenti relativi al 1993 saranno considerati nel primo Rapporto annuale dell'Istituto monetario europeo, di cui è prevista la pubblicazione nell'aprile 1995. Copie dei Rapporti annuali del Comitato dei Governatori possono essere ottenute dai residenti dell'Unione Europea presso le rispettive banche centrali nazionali e dai residenti di paesi esterni all'Unione Europea presso l'IME al suo recapito postale provvisorio a Basilea.

dell'Articolo 109f del Trattato, consistono nel rafforzare il coordinamento delle politiche monetarie degli Stati membri dell'UE e nel preparare, in campo monetario, il passaggio alla terza fase dell'UME. L'Istituto monetario europeo è entrato in funzione il 1° gennaio 1994 e, per un breve periodo transitorio, continuerà ad utilizzare le infrastrutture di cui si avvalevano in precedenza il Comitato dei Governatori e il FECOM. Si prevede che esso divenga pienamente operativo nella sua sede di Francoforte a partire dall'autunno 1994, dopo che saranno state ultimate le necessarie sistemazioni di ordine tecnico e organizzativo.

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) – Agente dell'Istituto monetario europeo (IME)

Fino al 31 dicembre 1993 la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Agente del FECOM², che essa assolveva dal 1° giugno 1973. Conformemente all'Articolo 109f (2) del Trattato sull'Unione Europea, con decorrenza dal 1° gennaio 1994 l'Istituto monetario europeo (IME) ha assunto le funzioni del FECOM, il quale è stato conseguentemente disciolto. Ai sensi dell'Articolo 1.3 dello Statuto dell'IME, tutte le attività e passività del FECOM sono state automaticamente trasferite all'IME. Quest'ultimo e la BRI hanno concordato che la Banca continuerà ad assolvere, nella veste di Agente dell'IME, su base temporanea e alle stesse condizioni, le funzioni precedentemente espletate come Agente del FECOM.

Tali funzioni 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/IME mediante le 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 51 miliardi il 1° aprile 1993 a ECU 58 miliardi il 31 marzo 1994. L'espansione di ECU 7 miliardi registrata nel corso dell'anno è dovuta principalmente al forte incremento del prezzo dell'oro in termini di ECU e del dollaro USA rispetto all'ECU, parzialmente compensato da una leggera diminuzione degli apporti di riserve in dollari USA e in oro ricevuti da banche centrali della CEE.

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 a sostegno delle bilance dei pagamenti degli Stati membri³, i cui particolari sono riportati nella

² Per una descrizione della struttura e delle funzioni del Fondo, si veda la cinquantaquattresima Relazione annuale, pagine 175–178.

³ Con decorrenza dal 24 giugno 1988, questo Regolamento ha sostituito il Regolamento (CEE) N. 682/81 del 16 marzo 1981, che in precedenza aveva costituito la base giuridica dell'attività del FECOM inerente alle operazioni finanziarie attive e passive della Comunità.

cinquantaseiesima, cinquantasettesima, sessantunesima e sessantatreesima Relazione annuale, rispettivamente alle pagine 183, 202, 215–216 e 216–217, durante il periodo sotto rassegna l'Agente del Fondo ha continuato a ricevere dai mutuatari, ossia la Grecia e l'Italia, e a trasferire ai creditori della Comunità, gli importi dovuti per interessi, commissioni e spese sui prestiti in essere.

In base alla decisione del Consiglio delle Comunità europee del 18 gennaio 1993 e ai sensi del summenzionato Regolamento del Consiglio (CEE) 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 nel marzo 1993 e ha comportato due operazioni finanziarie (si veda la sessantatreesima Relazione annuale, pagina 217); la seconda *tranche* è stata resa disponibile nel novembre 1993 e comprende i seguenti tre prestiti: ECU 1 miliardo 1993–2000 al 6% annuo, DM 1 miliardo 1993–98 al 5⁵/₈% annuo e ECU 475 milioni a tasso variabile 1993–98 (corrispondenti all'emissione di obbligazioni per un uguale ammontare al 5¹/₂% annuo). Le transazioni finanziarie connesse a questi tre prestiti sono state effettuate rispettivamente con data di valuta 3, 10 e 26 novembre 1993.

Inoltre, alla data di scadenza finale del 25 febbraio 1994, l'Agente ha effettuato, con valuta stesso giorno, le transazioni finanziarie connesse al rimborso da parte della Grecia di ECU 200 milioni 1987–94 al 7⁵/₈% annuo (seconda *tranche* del prestito di ECU 350 milioni suddiviso in due *tranches*), corrispondenti alla seconda *tranche* dell'emissione di *notes* di pari ammontare e con uguale tasso.

La tabella che segue riporta, alla data del 31 marzo 1994, il totale in essere delle operazioni di prestito della Comunità.

Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1994		
Paesi mutuatari	Marchi tedeschi	ECU
	in milioni	
Grecia	536	740
Italia	3.900	1.975
Totale	4.436	2.715

b) Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ECU privati

Dall'ottobre 1986 la Banca espleta le funzioni di Agente del sistema di compensazione e regolamento delle transazioni in ECU privati, in conformità di vari accordi stipulati tra l'Associazione bancaria per l'ECU (ABE) di Parigi e la BRI, il più recente dei quali è stato siglato ed è entrato in vigore il 15 settembre 1993⁴. Le banche aderenti all'ABE possono ottenere la

⁴ Per una descrizione della struttura e del funzionamento del sistema di compensazione, si veda la cinquantaseiesima Relazione annuale, pagina 184.

designazione di banche di compensazione sulla base dei criteri stabiliti da questo organismo. Alla data del 21 marzo 1994, una nuova banca ha aderito al sistema, portando a quarantacinque il numero delle istituzioni bancarie partecipanti.

c) Fiduciario per i prestiti governativi internazionali

La Banca ha assunto talune funzioni di Fiduciario per le obbligazioni di consolidamento 1990–2010 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. I particolari relativi a queste emissioni obbligazionarie e alle funzioni della Banca sono riportati nella sessantatreesima Relazione annuale alle pagine 217–218.

La Deutsche Bundesbank in qualità di Agente pagatore per tutte le obbligazioni smaterializzate delle varie emissioni dei Prestiti Dawes e Young ha notificato alla Banca di aver versato approssimativamente DM 7,5 milioni ai detentori di obbligazioni alle date di scadenza degli interessi del 3 aprile e 3 ottobre 1993, nonché gli interessi arretrati. I valori di rimborso e di conversione ricalcolati per le summenzionate date di scadenza degli interessi sono stati pubblicati dall'Amministrazione tedesca del debito federale (Bundesschuldenverwaltung – BSV) nella gazzetta federale.

In merito all'applicazione della clausola di garanzia di cambio per il Prestito Young da parte della BSV, la Banca ha reiterato le sue precedenti riserve (si veda la cinquantesima Relazione annuale della Banca, pagine 171–173, e il suo comunicato pubblicato in diversi giornali finanziari in data 30/31 maggio 1980), precisando che tali riserve si estendono anche alle obbligazioni di consolidamento 1990–2010. Gli Agenti pagatori sono stati invitati a prendere le adeguate misure precauzionali al fine di salvaguardare i diritti degli obbligazionisti. Per maggiori dettagli si rimanda ai comunicati pubblicati dalla Deutsche Bundesbank, tra l'altro, nella gazzetta federale N. 192 del 12 ottobre 1993 (pagina 9459).

d) Depositario fiduciario di garanzie per le obbligazioni brasiliane

Il 15 aprile 1994 la Banca ha assunto nuove funzioni in connessione con la ristrutturazione del debito estero del Brasile concordata da questo paese nel novembre 1993. Ai sensi dei due Contratti di pegno, la BRI agisce in qualità di Agente depositario fiduciario per la detenzione e l'investimento dei valori costituiti in garanzia a beneficio dei detentori di determinate obbligazioni denominate in dollari USA con scadenza a quindici o trenta anni, emesse dal Brasile nel quadro degli accordi di ristrutturazione.

3. Assistenza finanziaria multilaterale alle banche centrali

Durante l'esercizio finanziario 1993/94 è stata accordata solo una facilitazione a brevissimo termine, in favore della banca centrale dell'ex repubblica jugoslava di Macedonia. Questa transazione, per un ammontare di \$ USA 30 milioni, è

stata allestita sotto forma di prestito di prefinanziamento ed è legata ad operazioni concluse dalla Banca Mondiale; essa è stata assistita dalla garanzia di un gruppo di banche centrali.

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 oro⁵.

Al 31 marzo 1994, ossia alla chiusura dell'esercizio 1993-94, il totale di bilancio ammontava a

F. oro 64.975.713.443

contro al 31 marzo 1993

F. oro 59.966.449.459

Vi è stato quindi un incremento di

F. oro 5.009.263.984

ossia dell'8%, a fronte di un aumento di 12 miliardi di franchi oro, ossia del 25% nel precedente esercizio.

Questo aumento è dovuto a un'espansione delle risorse in valuta, mentre sono diminuite le passività in oro. Gli effetti delle variazioni di cambio, in termini di franchi oro, sono stati di lieve entità; essi hanno influito sulle voci di bilancio denominate in valute diverse dal dollaro USA. Nel corso dell'esercizio il marco si è deprezzato del 2,9%, la sterlina dello 0,5% e l'ECU del 3,4%, mentre il franco svizzero e lo yen si sono apprezzati rispettivamente del 5,6 e 13,2%. In assenza di variazioni di cambio, l'aumento nel totale di bilancio sarebbe risultato maggiore di circa 150 milioni di 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
1990	41.291	- 943	- 2
1991	45.719	+ 4.428	+ 11
1992	47.961	+ 2.242	+ 5
1993	59.966	+ 12.005	+ 25
1994	64.976	+ 5.010	+ 8

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 dell'Istituto monetario europeo, di cui al precedente paragrafo 2;
- l'oro in custodia, che ammontava a 960 milioni di franchi oro al 31 marzo 1994, rispetto a 1.059 milioni di franchi oro al 31 marzo 1993.

⁵ 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 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 convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.

Passivo (composizione delle risorse)

BRI: evoluzione delle risorse negli ultimi cinque esercizi (dopo la ripartizione dell'utile netto di esercizio proposta all'Assemblea generale ordinaria)				
Esercizi chiusi al 31 marzo	Capitale versato e riserve	Fondi ricevuti in prestito	Altre passività	Totale di bilancio
	in milioni di franchi oro			
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
1994	1.842	61.226	1.908	64.976

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

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 F. oro 732.216.157

Questo Fondo era stato portato a 703,1 milioni di franchi oro al 31 marzo 1993; si propone di trasferire un ammontare di 29,1 milioni di franchi oro a questo Fondo dall'utile netto di esercizio, conformemente alle disposizioni dell'Articolo 51(3) dello Statuto.

3) Fondo speciale di riserva per i dividendi F. oro 50.530.055

Si raccomanda di portare questo Fondo da 47,5 milioni di franchi oro a 50,5 milioni mediante trasferimento di 3 milioni dall'utile netto.

4) Fondo di riserva libero F. oro 733.666.872

contro 668,8 milioni alla fine del precedente esercizio, con un incremento pari a 64,9 milioni.

Al 31 marzo 1994 il totale delle riserve della Banca si situa pertanto a

F. oro 1.546.483.397

contro 1.449,5 milioni al 31 marzo 1993, facendo registrare un aumento di 97 milioni, trasferito dall'utile netto dell'esercizio 1993-94. Alla fine dell'esercizio precedente le riserve erano state aumentate di 101 milioni di franchi oro.

B. Fondi ricevuti in prestito

Le tabelle che seguono indicano l'origine, la tipologia e la scadenza delle risorse finanziarie ricevute dalla Banca.

BRI: origine delle risorse finanziarie esterne			
Origine	Esercizi chiusi al 31 marzo		Variazione
	1993	1994	
	in milioni di franchi oro		
Depositi di banche centrali	54.686	59.211	+ 4.525
Depositi di altri depositanti	1.829	2.015	+ 186
Totale	56.515	61.226	+ 4.711

Il totale delle risorse finanziarie esterne – comprendendo sia l'oro che le valute – si è accresciuto dell'8% rispetto al 26% dell'esercizio precedente. L'espansione è dovuta principalmente a un incremento nelle disponibilità delle banche centrali (+8%), ma ha anche rispecchiato un afflusso di depositi da altri depositanti (+ 10%).

La quota dei "Depositi di banche centrali" sul totale dei fondi ricevuti in prestito è rimasta sostanzialmente stabile, essendo ammontata al 96,7% contro il 96,8% al 31 marzo 1993; quella dei fondi collocati da altri depositanti (per lo più organizzazioni internazionali) è così aumentata leggermente, passando dal 3,2 al 3,3%.

L'aumento delle risorse in valuta è dovuto soprattutto ai nuovi depositi in dollari USA; sono invece diminuite le risorse in marchi e sterline. Nel corso dell'esercizio il totale delle passività in ciascuna valuta ha registrato sensibili fluttuazioni.

I depositi in dollari rappresentano il 69% delle risorse in valuta, quelli in marchi il 18% e quelli in ECU il 4%. Quote inferiori si registrano per tutte le altre valute.

Il totale dei depositi in oro si è ridotto del 7%, mentre quello dei depositi in valute si è accresciuto del 9,6%. La quota dell'oro sul totale dei fondi ricevuti in prestito si è quindi portata al 6,6% contro il 7,7% del 31 marzo 1993 e quella delle valute al 93,4% contro il 92,3% nel precedente esercizio.

I depositi a vista sono diminuiti del 33,2%, mentre i fondi con scadenza fino a tre mesi sono aumentati del 9,1% e quelli a più lungo termine si sono più che raddoppiati.

BRI: tipologia 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
	1993	1994		1993	1994		1993	1994	
	in milioni di franchi oro								
A vista	4.334	3.927	— 407	1.845	1.233	— 612	6.179	5.160	— 1.019
Fino a tre mesi	30	44	+ 14	49.437	53.951	+ 4.514	49.467	53.995	+ 4.528
A oltre tre mesi	3	90	+ 87	866	1.981	+ 1.115	869	2.071	+ 1.202
Totale	4.367	4.061	— 306	52.148	57.165	+ 5.017	56.515	61.226	+ 4.711

In termini di scadenza, i depositi a vista rappresentano l'8,4⁰/₀ del totale, quelli fino a tre mesi l'88,2⁰/₀ e quelli a oltre tre mesi il 3,4⁰/₀ contro il 10,9, l'87,5 e l'1,6⁰/₀ rispettivamente al 31 marzo 1993.

a) *Depositi in oro* F. oro 4.061.111.651

Questa posta ammontava a 4.367 milioni di franchi oro al 31 marzo 1993. Essa ha registrato un'ulteriore contrazione, ancor più pronunciata di quella dell'esercizio precedente.

La flessione di queste risorse, pari a 306 milioni di franchi oro, è dovuta a un calo dei depositi a vista, solo in parte compensato da un aumento nei depositi a termine in oro.

b) *Depositi in valute* F. oro 57.164.913.520

Il totale di queste risorse ammontava a 52.148 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio. L'incremento di 5.017 milioni è dovuto principalmente ai depositi fino a tre mesi.

C. *Altre passività*

Il totale delle altre passività ammonta a F. oro 1.907.510.750 contro 1.706 milioni di franchi oro al 31 marzo 1993. Sono comprese in questo ammontare le poste "Sistema previdenziale del personale", "Partite varie" e "Dividendo pagabile il 1° luglio 1994".

a) *La posta "Sistema previdenziale del personale" ammonta a* F. oro 200.202.916

contro 172 milioni di franchi oro al 31 marzo 1993. Questa posta, che viene regolarmente incrementata durante l'esercizio, rappresenta le passività della Banca a titolo di pensioni del personale; essa è denominata in franchi svizzeri.

b) *La posta "Partite varie" ammonta a* F. oro 1.666.213.037
contro 1.495 milioni di franchi oro al 31 marzo 1993.

c) *La posta "Dividendo pagabile il 1° luglio 1994" ammonta a* F. oro 41.085.797

Il dividendo unitario pagabile, che era stato aumentato da 200 a 240 franchi svizzeri per azione alla fine dell'esercizio precedente, rimane invariato a 240 franchi svizzeri. L'ammontare in franchi oro del dividendo è accantonato dall'utile netto per l'esercizio 1993/94. Nell'esercizio precedente era stato attinto dall'utile netto un ammontare di 38,9 milioni di franchi oro; la differenza è dovuta alle variazioni di cambio.

L'utile netto per l'esercizio in esame, come risulta dal Conto profitti e perdite, ammonta a 138,1 milioni di franchi oro al lordo dell'ammontare destinato al pagamento del summenzionato dividendo.

Si propone di ripartire il saldo di 97 milioni di franchi oro in conformità delle disposizioni dell'Articolo 51 dello Statuto. I particolari della ripartizione sono riportati nel paragrafo 5 di questo capitolo.

L'utile netto di questo esercizio si raffronta a quello di 139,9 milioni di franchi oro dell'esercizio 1992/93.

Attivo (impiego delle risorse)

La tabella che segue fornisce la composizione delle attività della Banca in base alla loro natura.

Dalla tabella si può rilevare una contrazione delle attività in oro e un aumento di quelle in valute. Questa evoluzione rispecchia i movimenti intervenuti nelle risorse sia in oro sia in valuta.

a) Attività a vista in oro F. oro 4.338.320.401

contro 4.727 milioni di franchi oro al 31 marzo 1993. La contrazione di 389 milioni di questa posta è dovuta in ampia misura alla flessione delle passività in oro, ma anche ai collocamenti sul mercato (si veda il punto d)).

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F. oro 12.021.055

Al 31 marzo 1993 questa posta ammontava a 8 milioni di franchi oro.

BRI: evoluzione degli impieghi e di altre attività, per tipologia						
Tipologia	Esercizi chiusi al 31 marzo				Variazione	
	1993		1994			
	in milioni di franchi oro					
Attività a vista						
Oro	4.727		4.338		- 389	
Valute	8	4.735	12	4.350	+ 4	- 385
Buoni del Tesoro	2.175		3.511		+ 1.336	
Depositi vincolati e anticipazioni						
Oro	413		580		+ 167	
Valute	41.184	41.597	41.370	41.950	+ 186	+ 353
Titoli di Stato e altri titoli	11.428		15.088		+ 3.660	
Partite varie	31		77		+ 46	
Totale						
Oro	5.140		4.918		- 222	
Valute	54.826	59.966	60.058	64.976	+ 5.232	+ 5.010

c) Buoni del Tesoro F. oro 3.510.671.575

contro 2.175 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio precedente. Nel corso dell'esercizio sia il volume sia la composizione di questa posta possono subire notevoli oscillazioni. Gli acquisti di buoni del Tesoro vengono effettuati su diversi mercati.

d) Depositi vincolati e anticipazioni F. oro 41.950.211.324

Al 31 marzo 1993 l'ammontare di questa posta, che comprende transazioni in oro e valute, era salito a 41.597 milioni di franchi oro, con un incremento di soli 353 milioni.

- Collocamenti in oro F. oro 579.775.726

contro 413 milioni di franchi oro al 31 marzo 1993.

– Collocamenti in valute F. oro 41.370.435.598
contro 41.184 milioni di franchi oro al 31 marzo 1993.

L'aumento di questa posta, così come di quelle dei buoni del Tesoro (si veda il precedente punto c)) e dei titoli di Stato e altri titoli (si veda il successivo punto e)) è collegato all'espansione delle risorse in valuta.

e) *Titoli di Stato e altri titoli* F. oro 15.087.920.103

Il valore di questo portafoglio, che ammontava a 11.428 milioni di franchi oro al 31 marzo 1993, è variato in misura rilevante nel corso dell'esercizio. Esso è costituito da titoli – in particolare titoli del Tesoro e carta commerciale – acquistati su vari mercati.

Il principale movimento che ha influito sulla composizione per valute delle attività della Banca è stato l'ulteriore aumento della posta denominata in dollari USA, che rappresenta la componente più importante.

Le attività e passività in oro sono diminuite rispettivamente di 222 e 306 milioni di franchi oro. La differenza di 84 milioni corrisponde a un aumento delle operazioni a termine in oro, di cui si fa menzione in seguito.

La tabella che segue 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
	1993	1994	
	in milioni di franchi oro		
Fino a tre mesi	43.649	43.704	+ 55
A oltre tre mesi	9.376	13.334	+ 3.958
Totale	53.025	57.038	+ 4.013

Gli impieghi con scadenza non superiore a tre mesi sono rimasti pressoché stabili, essendo aumentati solo di 55 milioni di franchi oro; per contro, i depositi a oltre tre mesi si sono accresciuti di 3.958 milioni, ossia del 42%.

In termini di quote, i depositi fino a tre mesi rappresentano il 76,6% del totale degli impieghi, contro l'82,3% al 31 marzo 1993, e quelli a oltre tre mesi il 23,4%, contro il 17,7% in precedenza.

f) *Partite varie* F. oro 76.568.985

Questa voce ammontava a 31,5 milioni di franchi oro al 31 marzo 1993.

Operazioni a termine in oro

Queste operazioni, che sono indicate nella nota 2 in calce al Bilancio, registrano un saldo negativo di F. oro 195.074.876

Vi è stato un netto aumento di queste transazioni. Alla fine dell'esercizio precedente esse presentavano un saldo negativo di 111 milioni di franchi oro.

5. Utile netto e sua ripartizione

I conti relativi al sessantaquattresimo esercizio, chiuso il 31 marzo 1994, presentano un risultato netto di gestione di 145.227.801 franchi oro, a fronte di 162.427.719 franchi oro per l'esercizio precedente. Questa diminuzione riflette essenzialmente il più basso livello dei tassi d'interesse sulle principali valute rispetto a quelli prevalenti nell'esercizio precedente; ciò si è tradotto in minori proventi da interessi sui fondi propri della Banca detenuti in valute, nonché in un restringimento dei margini sulle risorse finanziarie intermedie.

Il risultato del presente esercizio è al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 50.450.402 franchi oro, con un aumento del 2,4% rispetto all'importo di 49.255.621 franchi oro dell'esercizio precedente. Tale incremento sarebbe stato maggiore senza l'effetto delle variazioni di cambio e, in particolare, senza il deprezzamento del franco svizzero rispetto al franco oro per gran parte dell'anno. In termini di franchi svizzeri, moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca, l'aumento dei costi è stato di circa il 6%.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 3.274.041 franchi oro all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e di integrare – mediante un ulteriore trasferimento di 3.867.963 franchi oro – l'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature, destinato a coprire i costi di manutenzione degli stabili della Banca e a finanziare sempre nuovi progetti che comportano spese in immobilizzazioni tecniche. Dedotti questi trasferimenti, l'utile netto ammonta a 138.085.797 franchi oro, contro 139.895.417 franchi oro nel precedente esercizio. La ripartizione di tale ammontare è regolata dall'Articolo 51 dello Statuto.

In conformità di quanto ivi disposto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire l'utile netto di 138.085.797 franchi oro nel modo seguente:

- 1) un importo di 41.085.797 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 240 franchi svizzeri per azione;
- 2) un importo di 29.100.000 franchi oro al Fondo di riserva generale;
- 3) un importo di 3.000.000 di franchi oro al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
- 4) un importo di 64.900.000 franchi oro, che rappresenta il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo verrà pagato il 1° luglio 1994 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1994.

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 verificati 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 1994 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

In seguito alla dissoluzione della Repubblica federale ceca e slovacca e all'istituzione di una Repubblica ceca e di una Repubblica slovacca indipendenti con effetto dal 1° gennaio 1993, le due banche centrali che sono succedute all'ex Banca di Stato della Cecoslovacchia hanno preso contatto con la BRI al fine di pervenire a una divisione concordata dell'emissione cecoslovacca del capitale della Banca. Di conseguenza, in occasione dell'Assemblea generale straordinaria della Banca, tenuta il 14 giugno 1993 immediatamente prima dell'Assemblea generale ordinaria della Banca, l'emissione cecoslovacca è stata annullata e in pari tempo un numero equivalente di nuove azioni del capitale della Banca, comprendenti rispettivamente l'emissione ceca e l'emissione slovacca, è stato emesso in favore della Banca nazionale ceca e della Banca nazionale di Slovacchia.

7. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione

Il Signor Bengt Dennis ha rassegnato le dimissioni dalle cariche di Presidente del Consiglio di amministrazione e di Presidente della Banca il 31 dicembre 1993, al termine del mandato triennale per il quale era stato eletto. Il Consiglio ha eletto il Dott. W. F. Duisenberg, Presidente della Nederlandsche Bank, quale successore del Signor Dennis in entrambe le cariche per un periodo di tre anni con inizio il 1° gennaio 1994.

Lord Richardson of Duntisbourne si è dimesso dalla carica di Consigliere e quindi da quella di Vice Presidente del Consiglio di amministrazione alla fine del giugno 1993. Il 1° luglio 1993 il Signor Edward A. J. George è succeduto al Signor Robert Leigh-Pemberton nella carica di Governatore della Banca d'Inghilterra, assumendo la carica di membro di diritto del Consiglio. Il Signor George ha designato il Signor Leigh-Pemberton (ora Lord Kingsdown) quale successore di Lord Richardson of Duntisbourne nella carica di Consigliere con decorrenza dal 1° luglio 1993.

Nella seduta del 14 settembre 1993, il Consiglio ha eletto il Dott. Lamberto Dini alla carica di Vice Presidente del Consiglio di amministrazione per un periodo di tre anni con inizio dalla stessa data.

Il Signor Jacques de Larosière ha cessato di essere membro del Consiglio il 15 settembre 1993, avendo lasciato la carica di Governatore della Banca di Francia. Il suo successore, il Signor Jean-Claude Trichet, è divenuto membro di diritto del Consiglio con decorrenza dal 16 settembre 1993. Il Prof. Helmut Schlesinger ha lasciato la carica di Presidente della Deutsche Bundesbank alla fine del settembre 1993. Il suo successore, il Dott. Hans Tietmeyer, è divenuto

membro di diritto del Consiglio dal 1° ottobre 1993. Il Prof. Leonhard Gleske ha cessato di essere membro del Consiglio il 30 settembre 1993. Il Dott. Tietmeyer ha designato alla sua successione il Prof. Schlesinger con decorrenza dal 1° ottobre 1993. Il Signor Urban Bäckström è stato eletto Consigliere in sostituzione del Signor Dennis con decorrenza dal 1° gennaio 1994. Il Dott. Dini e il Signor Philippe Wilmès sono stati riconfermati nella carica di Consigliere rispettivamente nel settembre 1993 e nel febbraio 1994, e il Dott. Duisenberg è stato rieletto in seno al Consiglio nel marzo 1994.

Nell'ottobre 1993 il Dott. Tietmeyer, Presidente della Deutsche Bundesbank, ha designato il Signor Helmut Schieber quale suo Sostituto, e nel novembre 1993 il Dott. Antonio Fazio, Governatore della Banca d'Italia, ha designato il Dott. Stefano Lo Faso a esercitare le funzioni di suo Sostituto in assenza del Dott. Carlo Santini. Infine, nel marzo 1994 il Signor George, Governatore della Banca d'Inghilterra, ha designato il Signor W. A. Allen a esercitare le funzioni di suo Sostituto in assenza del Signor T. A. Clark.

Per quanto concerne la Direzione della Banca, il Signor Alexandre Lamfalussy ha lasciato la carica di Direttore Generale alla fine del dicembre 1993. Il Signor Andrew D. Crockett gli è succeduto in questa carica dal 1° gennaio 1994. Il Dott. Gunter D. Baer e il Signor Guy Noppen sono stati nominati Direttori nel Segretariato Generale con decorrenza dal marzo 1994, e il Dott. W. R. White è stato nominato Direttore nel Dipartimento monetario ed economico con decorrenza dal giugno 1994. Il Dott. Kurt Spinnler, Direttore Supplente, e il Signor Robert von Werra, Condirettore, hanno lasciato la Banca alla fine del dicembre 1993.

Conclusioni

Ora che la ripresa dalla protratta recessione si estende a un numero crescente di paesi industriali, le politiche economiche sono poste di fronte a una duplice sfida, di breve e di più lungo periodo. Nell'immediato, esse sono chiamate ad assecondare la ripresa della domanda, preservando nel contempo la credibilità del loro fondamentale orientamento antinflazionistico; in un contesto a più lungo termine, il compito consiste nel migliorare il funzionamento strutturale delle economie industriali, affinché sia possibile combattere con maggiore efficacia la piaga della disoccupazione e temperare l'alternanza ciclica di surriscaldamento e recessione. Nelle aree in via di sviluppo, un crescente numero di paesi ha dimostrato che l'applicazione di corrette politiche può produrre buoni risultati malgrado un avverso contesto internazionale. È importante che si sappia trarre insegnamento da questa loro esperienza, cosicché possano essere più ampiamente condivisi i progressi in termini di investimenti, occupazione e crescita.

L'aspetto più positivo dei recenti andamenti economici nei paesi industriali è il basso livello dell'inflazione. Sebbene vi abbiano concorso in misura rilevante le favorevoli ragioni di scambio e la debolezza dell'attività economica, determinante è stata la risolutezza mostrata nella conduzione della politica monetaria. Essa ha contribuito a disinnescare le componenti di spinta dal lato dei costi che tendono a mantenere alta l'inflazione anche quando si allentano le pressioni immediate da eccesso di domanda. Purtroppo, vengono ancora sollevati interrogativi a riguardo dei frutti di questo successo. Qual è il contributo della soddisfacente dinamica dei prezzi – sempreché possa essere preservata – nel migliorare le prospettive di crescita e di occupazione in un orizzonte di più lungo periodo?

L'impegno per una maggiore stabilità dei prezzi trae ragione dall'esperienza degli alti costi dell'inflazione. L'inflazione può condurre a un'espropriazione dei risparmiatori e tende a intaccare sia la propensione a risparmiare sia la capacità di investire. Essa distorce i prezzi relativi che governano l'allocazione delle risorse, cosicché una parte eccessiva di queste fluisce verso impieghi di copertura dall'inflazione che non accrescono necessariamente la produttività complessiva. La tendenza all'accelerazione propria degli incrementi di prezzo acuisce l'incertezza e genera distorsioni nei tassi d'interesse a lungo termine e nei rapporti di cambio. Queste conseguenze perversive dell'inflazione costringono prima o poi le autorità a far uso di politiche restrittive che nel breve periodo esercitano un effetto frenante sull'attività economica reale e sull'occupazione. L'esperienza degli anni settanta – che da allora ha trovato ulteriori riscontri nelle economie in via di sviluppo – sembra confermare che i paesi con una più contenuta dinamica dei prezzi hanno generalmente maggiore successo nel conseguire una crescita sostenibile.

Ciò non significa tuttavia che si possa dare per scontato il consenso del pubblico alle politiche dirette a preservare la stabilità dei prezzi. A mano a mano che il ricordo dei costi dell'inflazione si allontana nel tempo, inevitabilmente riguadagna terreno l'idea che si possa stimolare l'attività produttiva e l'occupazione accettando un po' più d'inflazione. L'indubitata esistenza di un *trade-off* a breve termine fra inflazione e crescita del prodotto può indurre a dimenticare il fatto che non sussiste una correlazione siffatta nel più lungo periodo. Ciò investe le banche centrali del delicato compito di spiegare incessantemente la fondatezza della politica di stabilità dei prezzi, e le conseguenze che comporta il deviare da essa. Il rientro dall'inflazione è sempre un processo lungo e penoso; di qui la grande importanza che sia preservata la stabilità allorché essa è stata raggiunta. Come salvaguardia contro le pressioni derivanti dal mutevole atteggiamento dell'opinione pubblica, in molti paesi sono state assegnate alle banche centrali maggiori competenze per il mantenimento della stabilità dei prezzi, nell'intento di porle al riparo dalle istanze di breve periodo del processo politico.

Il perseguimento costante di una politica monetaria con priorità chiaramente definite – nell'ambito degli obiettivi che essa è in grado di realizzare – è divenuto ancora più importante con la crescita in spessore e l'internazionalizzazione dei mercati finanziari. I mercati degli strumenti a più lungo termine che sono di particolare rilevanza per le decisioni di investimento reagiscono all'azione della politica monetaria in modi non sempre facilmente prevedibili. Gli operatori di mercato cercano di desumere implicazioni di più lungo periodo da singole decisioni di politica monetaria. A seconda dell'opinione che i mercati si formano circa la sostenibilità di una determinata variazione dei tassi d'interesse a breve, i rendimenti a lungo termine possono muoversi in sintonia oppure nella direzione opposta. Ciò sottolinea l'importanza del fatto che la politica monetaria segua un chiaro orientamento a medio termine; ma non per questo le banche centrali sono facilitate nella scelta della dosatura appropriata degli strumenti di politica monetaria in situazioni in cui è diminuito il grado di affidabilità degli indicatori tradizionali.

L'aspetto più sconcertante della recente evoluzione economica nei paesi industriali è il livello elevato, e in alcuni casi ancora crescente, della disoccupazione. Un interrogativo si pone sempre più insistentemente: in che cosa difettano le politiche economiche, se esse sono incapaci, dapprima, di impedire che si determini una disoccupazione di quest'ordine di grandezza e, in seguito, di porvi rimedio? Non desta sorpresa che la debolezza ciclica della domanda sia da molti giudicata responsabile dell'attuale livello della disoccupazione. I sostenitori di questa tesi ritengono quindi che il rimedio consista principalmente nello stimolare la domanda aggregata, anche a prezzo di un certo aumento dell'inflazione di base.

La disoccupazione ha senza dubbio un'importante componente ciclica. Tuttavia, i risultati di diversi studi considerati in questa Relazione indicano che la tendenza di lungo periodo della disoccupazione non è determinata tanto dalle politiche macroeconomiche volte a contenere l'inflazione, quanto piuttosto dalla presenza di rigidità strutturali che impediscono al mercato del lavoro di operare in modo efficiente. In linea di principio, i mercati del lavoro

dovrebbero essere tali da assicurare un'occupazione a chiunque abbia la capacità e la volontà di lavorare al prezzo corrente delle sue qualifiche professionali. In pratica, tuttavia, varie regolamentazioni legali o di altra natura, intese originariamente a tutelare i lavoratori occupati, si sono rivelate pregiudizievoli per quelli senza impiego. Inoltre, le misure che si proponevano di attenuare gli effetti della disoccupazione temporanea troppo spesso tendono a prolungarla. Si fa sempre più evidente sul piano internazionale la correlazione fra il grado delle rigidità di vario tipo presenti nel mercato del lavoro e il livello della disoccupazione.

Le politiche regolamentative e strutturali sono pertanto poste di fronte a un'ardua sfida. A sfavore della riuscita delle riforme agisce il fatto che gli assetti regolamentari esistenti sono spesso sostenuti da un forte consenso sociale, in quanto rappresentano una larga parte di quel complesso di tutele che sono tuttora considerate importanti conquiste sociali. Raramente essi sono visti dal grande pubblico come ostacoli all'efficace funzionamento del mercato del lavoro i quali sono in ampia misura responsabili di un forte carico fiscale e di asprezze sociali altrimenti evitabili.

Quanto sia difficile riuscire a modificare l'atteggiamento nei confronti della regolamentazione del mercato del lavoro è di tutta evidenza. Paiono esservi ben poche alternative ad una paziente spiegazione dei nessi di causalità economica, così da preparare l'opinione pubblica a quei cambiamenti dell'attuale quadro regolamentativo che sono essenziali per ottenere progressi duraturi nella lotta contro il male della disoccupazione.

Nell'opinione pubblica il problema dell'impiego viene strettamente associato – sebbene non necessariamente in modo corretto – con quello della competitività internazionale. Il dibattito sulle cause e sugli effetti del cambiamento intervenuto nella competitività internazionale è stato fortemente stimolato dalla spettacolare crescita basata sulle esportazioni conseguita da così tanti paesi dell'Estremo Oriente e del Sud-Est asiatico. È evidente che la recente dislocazione dei centri di sviluppo e di attività industriale non è ricollegabile alla dotazione di risorse naturali, quanto piuttosto alle politiche economiche poste in atto sul piano regolamentativo e strutturale, oltre che macroeconomico.

Il successo delle economie dell'Estremo Oriente, e il fatto che per molte linee di prodotti esse abbiano fortemente ampliato la loro quota di mercato nei paesi industriali maturi, hanno contribuito a un risveglio di tendenze protezionistiche. Talvolta tali atteggiamenti sono stati influenzati dalla tesi secondo cui, dato il più basso livello dei salari nei paesi emergenti rispetto all'Europa e all'America del Nord, la concorrenza sarebbe in qualche modo "scorretta". Siffatte asserzioni pongono un'ulteriore sfida ai responsabili politici. Soltanto ad un esame estremamente superficiale può apparire che il diffondersi dell'industrializzazione crei disoccupazione nei "vecchi" paesi industriali giacché, nel complesso, le economie di recente industrializzazione importano tanto quanto esportano. L'espansione della capacità industriale mondiale va quindi potenzialmente a vantaggio di tutti, e ciò in misura tanto maggiore quanto più spazio viene dato alla concorrenza internazionale. L'accordo dell'*Uruguay Round* è di grande importanza a questo riguardo, anche se sono ancora necessari risoluti

sforzi per chiarirne taluni aspetti e per evitare passi a ritroso allorché l'accordo sarà finalizzato. Ovviamente, affinché le opportunità offerte possano tradursi in benefici effettivi bisognerà dar prova di flessibilità, e le economie più adattabili saranno quelle che ritrarranno i vantaggi maggiori.

La disponibilità degli investitori esteri a impegnare fondi in determinati paesi dipende soprattutto dalla presenza di un contesto economico propizio. Grazie a estese riforme di politica economica, vaste aree del mondo in via di sviluppo sono divenute ora attrattive come luogo di destinazione degli investimenti. In effetti, l'ampio afflusso di capitale estero sia in Asia che in America Latina è stato uno degli aspetti salienti di questi primi anni novanta, quantunque a tale riguardo si siano potute osservare importanti differenze fra le due aree. In Asia gli afflussi si sono accompagnati ad un elevato tasso d'investimento, mentre in America Latina la quota degli investimenti è aumentata solo di recente e permane comunque relativamente bassa. Poiché il pericolo di un riflusso dei capitali vincola le autorità a preservare la stabilità macroeconomica e a proseguire sulla via delle riforme microeconomiche, con l'accresciuto ricorso al capitale estero è divenuto più forte l'incentivo dei governi a mantenere in atto politiche riformatrici.

Tuttavia, in un certo numero di paesi in via di sviluppo e di economie in transizione molto resta ancora da fare. La Cina, nonostante i ragguardevoli risultati economici conseguiti negli ultimi anni, deve ancora affrontare i problemi essenziali del controllo macroeconomico, sebbene l'unificazione del cambio della sua moneta costituisca un passo importante in questa direzione. Le autorità del Brasile hanno presentato un ambizioso programma di stabilizzazione, la cui riuscita richiederà però grande determinazione e perseveranza in sede di attuazione. L'India ha intrapreso un corso che segna una cesura rispetto alle passate politiche, adottando una strategia economica orientata verso l'esterno. Ma, anche in questo caso, gli sforzi dovranno essere proseguiti lungo l'arco di più anni affinché questa nuova strategia acquisti la capacità di autosostentarsi.

Nell'Europa orientale, taluni paesi paiono ormai aver superato il peggio, e il loro reddito ha ripreso a crescere. In nessun caso, però, il prodotto nazionale si è riportato ai livelli precedenti, anche se potrebbe essere migliorata la sua qualità. Altri paesi di quest'area stanno ancora lottando per ripristinare la stabilità macroeconomica, mentre nella maggior parte della Comunità di Stati Indipendenti la mancanza di politiche di stabilizzazione continua a ostacolare gli sforzi di riforma, e sia il prodotto che l'occupazione sono ancora in regresso. Molti paesi in via di sviluppo dell'Africa continuano a far registrare redditi pro capite calanti. Alcuni cambiamenti intervenuti di recente, tuttavia, sono di buon auspicio per un migliore andamento negli anni a venire. Il più realistico tasso di cambio del franco CFA dovrebbe contribuire a migliorare le prospettive di esportazione dei paesi dell'area. Anche taluni paesi nordafricani si sono mossi verso l'adozione di tassi di cambio più congrui. Le prime elezioni del Sudafrica a suffragio universale hanno condotto alla formazione di un nuovo governo che ha affermato il suo impegno al libero mercato, oltre che alla riforma politica. Se tale orientamento potrà essere mantenuto, è probabile che i capitali esteri tornino ad affluire verso questo paese dopo molti anni di sanzioni economiche.

L'ultimo argomento trattato in queste Conclusioni concerne la stabilità dei mercati finanziari in un contesto di sempre maggiore libertà di movimento dei capitali, a livello tanto dei flussi fra i diversi paesi, quanto della gamma di strumenti e di istituzioni. La questione non riguarda soltanto le istituzioni private e i mercati, ma anche i regimi di cambio sia in Europa che altrove. In senso più lato, essa è altresì collegata ai problemi di gestione monetaria di cui si è trattato dianzi.

I vantaggi del libero movimento dei capitali sono fuori questione: le risorse finanziarie possono essere allocate laddove esse sono più produttive, e la disciplina così imposta ai poteri pubblici è tutto sommato salutare. Tuttavia, in una prospettiva globale ci si deve domandare quali condizioni sono necessarie affinché una libertà illimitata dei movimenti di capitale sia benefica, e se queste condizioni sono di fatto realizzate. Le recenti esperienze hanno ampiamente dimostrato come sia necessario un quadro di politiche stabili e coerenti acciocché i flussi di capitali non conducano all'instabilità dei tassi di cambio e/o non mettano in pericolo la gestione della liquidità interna. Quanto è accaduto in seno agli Accordi europei di cambio negli ultimi due anni fa ritenere che il perseguimento di politiche credibili incentrate su un obiettivo ben compreso può essere più efficace, nel determinare il desiderato grado di stabilità del cambio, di quanto non lo siano obblighi di intervento definiti in modo stringente, ove questi non ottengano la fiducia degli operatori del mercato. Altrettanto evidente è l'esigenza di politiche stabili nel mondo in via di sviluppo, data la palese sensibilità dei flussi di capitale ai mutamenti di opinione degli investitori esteri.

Gli sviluppi sui mercati dei capitali hanno avuto implicazioni che vanno al di là dei flussi finanziari internazionali e dei tassi di cambio. Vi sono stati vari casi in cui le perturbazioni sui mercati finanziari hanno rischiato di causare difficoltà nelle economie interne dei paesi industriali. Questi mercati sono spesso soggetti a mutamenti di umore difficilmente spiegabili sulla base di variazioni delle condizioni economiche di fondo. La crisi borsistica del 1987 fu il primo grosso evento a richiamare l'attenzione sulla nuova natura dei mercati finanziari derivante dai collegamenti internazionali, dalla nuova tecnologia e dallo sviluppo di strumenti innovativi. Il ritmo degli eventi si è fatto più serrato con le turbolenze sui mercati valutari europei nel settembre 1992, che non si sono placate finché non è stato deciso un sostanziale ampliamento delle fasce di oscillazione, nell'estate dell'anno seguente. Il recente brusco cedimento dei corsi obbligazionari mostra chiaramente come l'intera gamma di contratti finanziari sia esposta a repentini cambiamenti di aspettativa.

Questi sviluppi sollevano vari interrogativi che sono oggetto di crescente dibattito, e non soltanto negli ambienti finanziari: l'innovazione e la liberalizzazione finanziaria hanno contribuito ad una maggiore instabilità dei prezzi delle attività? Ne è minacciata la solidità del sistema finanziario? L'innovazione modifica la risposta dell'economia alla manovra degli strumenti di politica macroeconomica? E che cosa si dovrebbe fare, ammesso che sia opportuno, per regolamentare l'uso dei nuovi strumenti?

Si tratta di questioni cui non è facile dare risposta. Dovranno quanto meno trascorrere alcuni anni prima che emerga un solido consenso. Purtuttavia, è possibile formulare alcune osservazioni. In primo luogo, vi sono senza

dubbio situazioni in cui i nuovi strumenti resi possibili dal processo di innovazione e liberalizzazione possono concorrere all'instabilità dei prezzi delle attività. Ma non vi è alcuna ragione immanente per cui l'accresciuta libertà di transazione sui mercati finanziari debba, in generale, rendere i prezzi più instabili. Semmai, la crescita dei mercati in spessore e liquidità, nonché la maggiore possibilità di disaggregare le esposizioni e di coprirsi dai rischi indesiderati, dovrebbero rafforzare le proprietà stabilizzatrici dei mercati stessi. D'altra parte, l'innovazione implica che i cambiamenti nella valutazione formulata dagli operatori circa l'orientamento delle politiche possono tradursi più rapidamente che nel passato in movimenti dei prezzi. Per tale motivo è ora tanto più necessario che la politica monetaria mostri di mantenere un corso stabile.

Una seconda osservazione concerne le implicazioni dell'innovazione finanziaria per la solidità del sistema bancario. In linea di principio, nella misura in cui i nuovi strumenti inducono a prestare un'accresciuta attenzione alla gestione e alla quantificazione monetaria del rischio e ampliano le possibilità di una sua copertura, ne dovrebbe risultare rafforzata la resilienza delle istituzioni finanziarie. L'esperienza ha tuttavia mostrato che i nuovi strumenti possono essere usati in modo distorto. La crescente dimensione dei mercati dei contratti derivati, unitamente alla complessità delle strategie di controllo del rischio, sottolinea come sia importante assicurare che tutti gli operatori del mercato gestiscano prudentemente i propri portafogli, e che il mercato stesso sia ben premunito contro improvvise turbative.

Una terza osservazione riguarda gli effetti dell'innovazione finanziaria sulle modalità con cui l'economia reagisce ai tradizionali strumenti macroeconomici impiegati dalle banche centrali. Da un lato, non è affatto diminuita la capacità delle banche centrali di controllare i tassi d'interesse a breve del mercato monetario, né vi è alcuna ragione di dubitare che la risposta dell'economia alle variazioni dei tassi d'interesse vada ancor sempre nella direzione tradizionale. Dall'altro, la disponibilità di strumenti nuovi o meno costosi per coprirsi dai rischi del mercato finanziario modifica presumibilmente il comportamento degli operatori, quanto meno in termini marginali. Sarebbe altrimenti difficile spiegare la crescita dei mercati dei prodotti derivati. Non è chiaro in quale misura tali modifiche del comportamento rendano necessario un aggiustamento delle modalità operative delle banche centrali; la questione merita comunque di essere approfondita, come di fatto sta avvenendo, considerata la perdurante espansione di questi mercati.

Infine, come dovrebbero reagire le banche centrali di fronte alla sempre più rapida innovazione finanziaria? È questa, forse, la questione più delicata. Il reagire in modo precipitoso comporta ovvi inconvenienti. Il processo di liberalizzazione e di innovazione nei mercati dei capitali offre enormi vantaggi agli utilizzatori, grazie alla più efficiente allocazione delle risorse finanziarie e alle accresciute opportunità di gestione del rischio. È molto importante che siano preservati questi benefici. Un'eventuale azione da parte delle autorità dovrebbe quindi essere diretta a migliorare la capacità degli operatori di sfruttare i vantaggi offerti dai nuovi strumenti senza pregiudicare la propria solidità finanziaria o, più in generale, la stabilità del sistema. Indubbiamente, vi è ancora del cammino da compiere per potenziare le procedure di controllo delle

istituzioni che fanno uso del mercato e per adeguare i requisiti patrimoniali degli operatori primari. Occorrono altresì ulteriori sforzi per migliorare la trasparenza dei mercati (attraverso la pubblicità dell'informazione) e per accrescere la robustezza della loro infrastruttura (ad esempio, perfezionando i sistemi di regolamento). Sul piano macroeconomico, sarebbe un errore presumere che la conduzione delle politiche risulterebbe più facile ove si potesse limitare l'uso degli strumenti finanziari o controllare i movimenti di capitale. L'integrazione mondiale dei mercati ha raggiunto un grado tale che il sopprimere i sintomi delle preferenze degli investitori in un mercato condurrebbe semplicemente al loro manifestarsi altrove.

In ogni caso, quel che l'innovazione finanziaria dimostra è l'esigenza di politiche monetarie stabili, poste in atto in un quadro di riferimento a medio termine. Se gli operatori economici nel formulare le loro decisioni di investimento possono confidare nel contesto di medio periodo, maggiore è la probabilità che queste decisioni contribuiscano alla stabilità, mentre minore è il rischio che generino effetti dirompenti. E laddove le politiche sono credibili diventa più ampio lo spazio di manovra per una qualche flessibilità a breve termine di fronte alle fluttuazioni cicliche.

Basilea, 26 maggio 1994

ANDREW CROCKETT
Direttore Generale

Bilancio e Conto profitti e perdite

al 31 marzo 1994

Bilancio al 31 marzo 1994

(in franchi oro – si veda la nota 1)

Attivo

Oro		4 338 320 401
Cassa in contanti e conti a vista presso banche		12 021 055
Buoni del Tesoro		3 510 671 575
Depositi vincolati e anticipazioni		
In oro		
Fino a 3 mesi	135 148 834	
Ad oltre 3 mesi	444 626 892	
In valute		
Fino a 3 mesi	34 767 434 706	
Ad oltre 3 mesi	<u>6 603 000 892</u>	
		41 950 211 324
Titoli di Stato e altri titoli		
Fino a 3 mesi	8 801 168 720	
Ad oltre 3 mesi	<u>6 286 751 383</u>	
		15 087 920 103
Partite varie		76 568 984
Terreno, immobili ed arredi		<u>1</u>
		<u>64 975 713 443</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 1994 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 195 074 876 franchi oro.

Prima della Dopo la
ripartizione dell'utile
netto dell'esercizio

Passivo

Capitale

Autorizzato: 600 000 azioni di 2 500 franchi oro

ciascuna 1 500 000 000

Emesso: 473 125 azioni 1 182 812 500

Liberato per il 25% 295 703 125

295 703 125

295 703 125

Riserve

Fondo di riserva legale 30 070 313

Fondo di riserva generale 703 116 157

Fondo speciale di riserva per i dividendi 47 530 055

Fondo di riserva libero 668 766 872

1 449 483 397

30 070 313

732 216 157

50 530 055

733 666 872

1 546 483 397

Depositi (in oro)

Banche centrali

A vista 3 927 133 252

Fino a 3 mesi 44 169 042

Ad oltre 3 mesi 89 808 958

Altri depositanti

A vista 399

4 061 111 651

4 061 111 651

Depositi (in valute)

Banche centrali

A vista 1 184 731 837

Fino a 3 mesi 51 984 873 492

Ad oltre 3 mesi 1 980 595 968

Altri depositanti

A vista 48 571 239

Fino a 3 mesi 1 966 140 984

57 164 913 520

57 164 913 520

Sistema previdenziale del personale 200 202 916

200 202 916

200 202 916

Partite varie 1 666 213 037

1 666 213 037

1 666 213 037

Conto profitti e perdite 138 085 797

138 085 797

—

Dividendo pagabile il 1° luglio 1994 41 085 797

64 975 713 443

64 975 713 443

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 1994, 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, 29 aprile 1994

PRICE WATERHOUSE

Conto Profitti e perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1994
(in franchi oro)

Interessi netti e altri proventi di gestione	195 678 203
--	-------------

meno: Spese di amministrazione

Consiglio di amministrazione	843 122	
Direzione e personale	34 123 436	
Funzionamento degli uffici e altre spese	<u>15 483 844</u>	<u>50 450 402</u>

Risultato netto di gestione	145 227 801
-----------------------------------	-------------

meno: Importi devoluti all'

Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione	3 274 041	
Accantonamento per la modernizzazione degli stabili ed il rinnovamento delle attrezzature	<u>3 867 963</u>	<u>7 142 004</u>

Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1994	138 085 797
---	-------------

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>41 085 797</u>
	97 000 000

Trasferimento al Fondo di riserva generale	<u>29 100 000</u>
	67 900 000

Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi	<u>3 000 000</u>
	64 900 000

Trasferimento al Fondo di riserva libero	<u>64 900 000</u>
	<u> </u>

Variazioni delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1994
(in franchi oro)

I. Evoluzione dei Fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1993/94

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero
Consistenza al 1° aprile 1993, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1992/93	30 070 313	703 116 157	47 530 055	668 766 872
più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1993/94	—	29 100 000	3 000 000	64 900 000
Consistenza al 31 marzo 1994, come da Bilancio	30 070 313	732 216 157	50 530 055	733 666 872

II. Il Capitale versato e i Fondi di riserva al 31 marzo 1994 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:

	Capitale versato	Riserve	Totale
Attività nette in			
Oro	295 703 125	366 206 475	661 909 600
Valute	—	1 180 276 922	1 180 276 922
	295 703 125	1 546 483 397	1 842 186 522

Consiglio di amministrazione

Dott. W. F. Duisenberg, Amsterdam
Presidente del Consiglio di amministrazione,
Presidente della Banca

Dott. Lamberto Dini, Roma
Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Urban Bäckström, Stoccolma
Bernard Clappier, Parigi
Dott. Antonio Fazio, Roma
Edward A. J. George, Londra
The Rt. Hon. Lord Kingsdown, Londra
Dott. Markus Lusser, Zurigo
Prof. Dott. Helmut Schlesinger, Francoforte s/M
Dott. Hans Tietmeyer, Francoforte s/M
Jean-Claude Trichet, Parigi
Alfons Verplaetse, Bruxelles
Philippe Wilmès, Bruxelles

Sostituti

T. A. Clark, Londra, oppure
W. A. Allen, Londra
Hervé Hannoun, Parigi, oppure
André Robert, Parigi
Jean-Jacques Rey, Bruxelles
Dott. Carlo Santini, Roma, oppure
Dott. Stefano Lo Faso, Roma
Helmut Schieber, Francoforte s/M, oppure
Dott. Wolfgang Rieke, Francoforte s/M

Direzione

Andrew Crockett	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
Dott. Gunter D. Baer	Direttore, Segretariato Generale
Guy Noppen	Direttore, Segretariato Generale
Dott. W. R. White	Direttore Dipartimento Monetario ed Economico (a partire dal 1° giugno 1994)
Jean Vallet	Vice Segretario Generale
André Bascoul	Direttore Supplente, Segretariato Generale
Dott. Joseph R. Bisignano	Direttore Supplente, Dipartimento Monetario ed Economico
Jean-Claude Dagassan	Condirettore, Agente di compensazione dell'ECU
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
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

