
BANCA DEI REGOLAMENTI
INTERNAZIONALI

65^a RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1994-31 MARZO 1995

BASILEA, 12 GIUGNO 1995

Banca dei Regolamenti Internazionali

65^a Relazione annuale

1° aprile 1994 – 31 marzo 1995 Basilea, 12 giugno 1995

© Banca dei Regolamenti Internazionali, 1995. Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione e la traduzione di brevi parti del testo purché sia citata la fonte.

ISSN 1021-2507

ISBN 92-9131-495-1

Pubblicata anche in francese, inglese e tedesco.

Indice

	Pagina
Presentazione	1
I. Grandezze fondamentali e mercati finanziari: mutata percezione del rischio	3
La politica monetaria e il problema delle pressioni inflazionistiche	4
Instabilità dei mercati finanziari e problemi radicati nel passato	6
Problemi connessi con gli strumenti e le infrastrutture del mercato	8
II. Gli andamenti nell'economia mondiale	10
Aspetti salienti	10
Andamenti economici nei paesi industriali	11
<i>Caratteristiche principali dell'attuale fase espansiva</i>	11
<i>Il prodotto potenziale nel presente ciclo</i>	19
<i>Vincoli sulla domanda interna</i>	26
Paesi in via di sviluppo e paesi già a economia pianificata	32
<i>Crescita economica e riforme strutturali nei paesi in via di sviluppo</i>	32
<i>Risparmio e investimenti</i>	34
<i>Riforme strutturali e pressioni inflazionistiche</i>	36
<i>Mutamenti strutturali in America latina</i>	37
<i>Pressioni inflazionistiche in Asia</i>	41
<i>Debole crescita in Africa</i>	43
<i>Riforme nei paesi già a economia pianificata</i>	44
III. Il commercio internazionale	49
Aspetti salienti	49
Interscambio mondiale	50
<i>Andamenti</i>	50
<i>Tendenze del mercato petrolifero</i>	52
<i>Mutamenti nella struttura degli scambi dei paesi in via di sviluppo</i>	53
<i>Politiche commerciali: sfide attuali e future</i>	54
Andamenti delle partite correnti: quadro d'insieme	56
Paesi industriali	58
<i>Stati Uniti</i>	58
<i>Giappone</i>	59
<i>Europa occidentale</i>	61
<i>Altri paesi industriali</i>	64
Paesi in transizione	65
Paesi in via di sviluppo	66
<i>Cina</i>	68
<i>NIE e altri paesi dell'Asia</i>	69
<i>America latina</i>	70
Investimenti diretti esteri	71

	Pagina
IV. Politica monetaria nei paesi industriali	75
Aspetti salienti	75
Politica di tasso d'interesse nell'attuale ripresa economica	75
<i>Tempi e dosaggio della manovra dei tassi d'interesse</i>	76
<i>Maggiore trasparenza delle decisioni concernenti gli strumenti di politica monetaria</i> ..	78
<i>Politica di tasso d'interesse e aspettative del mercato</i>	80
Grandezze-guida della politica monetaria e condizioni monetarie	83
<i>Aggregati monetari e creditizi</i>	84
<i>Tassi di cambio</i>	86
<i>Condizioni monetarie</i>	86
Prospettive di inflazione	88
<i>Pressioni inflazionistiche</i>	88
<i>Tassi di cambio e inflazione</i>	90
<i>Previsioni di inflazione del settore privato</i>	91
<i>Tassi d'interesse e aspettative inflazionistiche</i>	93
Politica monetaria e credibilità	95
<i>Rafforzamento della credibilità</i>	95
Obiettivi espliciti di controllo dell'inflazione	97
<i>Specificazione degli obiettivi</i>	98
<i>Attuazione delle strategie basate su obiettivi di inflazione</i>	100
<i>Compatibilità delle altre politiche con gli obiettivi di inflazione</i>	101
V. Turbolenza sui mercati obbligazionari	102
Aspetti salienti	102
Mercati azionari	103
Mercati obbligazionari: tendenze dei rendimenti	106
Mercati obbligazionari: volatilità dei rendimenti	118
Insegnamenti	126
VI. Tassi di cambio e flussi di capitale nei paesi industriali	128
Aspetti salienti	128
Dollaro, yen e marco	129
<i>Shock a breve termine e "notizie"</i>	131
<i>Influsso delle grandezze fondamentali</i>	132
<i>Finanziamento delle bilance dei pagamenti nelle tre maggiori economie</i>	136
<i>Il dollaro agli inizi degli anni ottanta e novanta</i>	140
Altre monete fluttuanti	142
Andamenti in seno agli Accordi europei di cambio (AEC)	145
Tassi di cambio effettivi reali e aggiustamento esterno	149
VII. Flussi di capitale e politiche nei mercati emergenti	152
Aspetti salienti	152
Afflussi di capitale: contesto e natura	153
Mercati finanziari più liberi	158
<i>Liberalizzazione finanziaria</i>	158
<i>Impatto macroeconomico delle riforme finanziarie</i>	159
<i>Impatto delle riforme sul sistema bancario</i>	161
<i>Impatto dello sviluppo dei mercati mobiliari</i>	163
Risposte delle politiche agli afflussi di capitale	164
<i>Limitazioni agli afflussi di capitale</i>	164
<i>Problemi di compatibilità fra obiettivi interni ed esterni di politica monetaria</i>	166

	Pagina
Orientamento della politica monetaria	167
Sterilizzazione	171
La crisi finanziaria messicana: come fronteggiare i deflussi di capitali	172
Ripercussioni su altri mercati emergenti	176
VIII. I mercati internazionali dei capitali	180
Aspetti salienti	180
Il mercato bancario internazionale	182
Andamenti per valute	182
Attività in base ai centri dichiaranti	184
Operazioni con soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante	185
Operazioni con paesi esterni all'area dichiarante	186
Prestiti consorziali internazionali	188
I mercati mobiliari internazionali	189
Il mercato delle euro-notes a breve e a medio termine	189
Il mercato obbligazionario internazionale	191
Tipologia e paese di residenza degli emittenti di titoli internazionali	196
Sviluppi strutturali e normativi	198
Il mercato degli strumenti derivati	199
Strumenti trattati nei mercati organizzati	200
I mercati fuori borsa	202
Gli sviluppi nella struttura del mercato	203
Gli strumenti derivati e il dibattito sul piano regolamentativo	205
Implicazioni macroeconomiche e di politica monetaria dei mercati derivati	208
IX. Attività della Banca	210
La cooperazione tra le banche centrali e le organizzazioni internazionali	210
Le funzioni di Agente e di Fiduciario	213
Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM) – Agente dell'Istituto monetario europeo (IME)	213
Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ECU privati	214
Fiduciario per i prestiti governativi internazionali	214
Depositario fiduciario di garanzie per le obbligazioni brasiliane	215
Assistenza finanziaria multilaterale alle banche centrali	215
Operazioni del Dipartimento Bancario	215
Passivo (composizione delle risorse)	216
Attivo (impiego delle risorse)	219
Utile netto e sua ripartizione	221
Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione	222
Conclusioni	224
La conduzione della politica macroeconomica	225
Il contenimento dei rischi nei mercati finanziari	228
Il rafforzamento della cooperazione finanziaria internazionale	230
Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1995	233
Consiglio di amministrazione	238
Direzione	239
La Relazione è andata in stampa tra il 15 e il 24 maggio 1995	

Elenco dei grafici (*) e delle tabelle

	Pagina
Gli andamenti nell'economia mondiale	
PIL reale nei maggiori paesi industriali*	12
PIL reale, domanda interna, importazioni ed esportazioni	13
Vendite al dettaglio, esportazioni e tasso di cambio in determinati paesi*	15
Dinamica del prodotto e dell'occupazione in periodi di ripresa economica*	16
Inflazione e disoccupazione	17
Prodotto e prezzi in determinati paesi*	18
PIL effettivo e potenziale	20
Costi unitari del lavoro e loro componenti	21
“Wage gap” reale nell'industria manifatturiera*	22
Disoccupazione e inflazione dei salari in determinati paesi*	24
Capacità utilizzata, investimenti e prezzi alla produzione*	26
Reddito reale disponibile, spesa reale per consumi e saggio di risparmio delle famiglie	27
Prezzi nominali e deflazionati degli immobili	28
Indebitamento nel 1993: struttura in base al grado di aggiustabilità dei tassi d'interesse	29
Indebitamento lordo e oneri per interessi nel settore delle famiglie*	30
Fattori di accumulo del debito delle amministrazioni pubbliche	32
Il contesto internazionale*	33
Crescita e inflazione	34
Risparmio e investimenti*	35
Andamenti economici in Messico*	38
Stabilizzazione in Brasile*	40
Pressioni inflazionistiche in Asia	41
Aggiustamenti nell'area del franco CFA	44
Indicatori di trasformazione economica	46
Inflazione e condizioni monetarie nella Federazione russa*	47
Il commercio internazionale	
Indicatori dell'interscambio mondiale*	50
Commercio petrolifero mondiale	52
Raffronti internazionali della struttura del commercio estero*	54
Forza della domanda interna, competitività e quota di mercato delle esportazioni*	57
Posizione netta sull'estero	58
Squilibri commerciali di Giappone e Stati Uniti*	59
Impatto dell'apprezzamento dello yen sull'interscambio di manufatti*	60
Bilancia delle partite correnti dei paesi industriali	62
Tassi di cambio effettivi reali in determinati paesi europei*	63
Crescita del volume dell'interscambio in determinati paesi europei	64
Interscambio dell'Europa orientale	65
Bilancia delle partite correnti dei PVS	67
Commercio estero dei paesi in via di sviluppo	68
Tassi di cambio della Cina*	69
Tassi di cambio, commercio estero e prodotto in America latina*	70
Struttura globale degli investimenti diretti	72
Investimenti diretti esteri ed esportazioni*	73

Politica monetaria nei paesi industriali

Tassi d'interesse ufficiali	77
Tassi d'interesse e cicli dell'inflazione dei prezzi al consumo*	78
Variazioni attese ed effettive dei tassi eurovalutari a un mese*	81
Tassi d'interesse interbancari*	83
Obiettivi pubblicati per gli aggregati monetari	85
Tassi d'interesse e tassi di cambio in termini reali	87
Inflazione nei maggiori paesi industriali*	89
Tassi di cambio e prezzi in determinati paesi*	90
Previsioni inflazionistiche degli operatori di mercato*	92
Tassi a termine impliciti a un anno*	94
Incremento dei rendimenti obbligazionari, inflazione storica e saldo di bilancio*	96
Obiettivi di inflazione pubblicati	98

Turbolenza sui mercati obbligazionari

Rapporto prezzo/utili	103
Differenziali di rendimento fra obbligazioni e azioni, in termini reali	104
Indici azionari	105
Rendimenti obbligazionari*	106
Raffronto tra due mercati obbligazionari ribassisti: sincronismo internazionale	107
Variazione dei rendimenti obbligazionari a seguito di inasprimenti della politica monetaria USA	108
Aumento dei rendimenti obbligazionari e revisione delle aspettative di inflazione e di crescita*	108
Raffronto tra due mercati obbligazionari ribassisti: revisioni delle aspettative	109
Raffronto tra due mercati obbligazionari ribassisti: relazione con l'inflazione	110
Previsioni di crescita degli operatori di mercato*	111
Raffronto tra mercati obbligazionari USA ribassisti: relazione con il tasso-guida*	112
Tassi d'interesse a lungo termine corretti per l'inflazione	113
Rendimenti obbligazionari: relazioni con grandezze economiche fondamentali*	114
Raffronto tra calo e aumento dei rendimenti obbligazionari*	115
Indicatori di leverage nei mercati obbligazionari internazionali	116
Differenziali dei rendimenti obbligazionari fra taluni mercati*	117
Volatilità e livelli dei rendimenti nei mercati europei*	118
Volatilità dei rendimenti obbligazionari dal 1993*	119
Volatilità dei rendimenti in un arco temporale più esteso*	120
Volatilità delle previsioni di crescita e di inflazione degli operatori privati	121
Volatilità dei rendimenti obbligazionari: relazione con la volatilità del mercato monetario*	121
Volatilità dei mercati obbligazionario e monetario nel 1993 e 1994	122
Correlazioni internazionali della volatilità dei rendimenti obbligazionari*	123
Volatilità dei rendimenti obbligazionari nel primo trimestre 1994*	124
Volatilità dei rendimenti obbligazionari e vendite di obbligazioni in Germania da parte di non residenti*	125
Volatilità dei rendimenti obbligazionari e disponibilità in obbligazioni dei non residenti* ...	126

Tassi di cambio e flussi di capitale nei paesi industriali

Dollaro USA: tasso di cambio rispetto a determinate valute e tasso di cambio effettivo nominale*	130
Differenziali di tasso d'interesse in Giappone e Germania*	132
Marco tedesco: tassi di cambio bilaterali e tasso di cambio effettivo nominale*	134

Conti con l'estero di Stati Uniti, Giappone e Germania	137
Riserve valutarie ufficiali	138
Principali flussi di capitali in determinati paesi industriali	139
Dollaro USA: raffronto tra due fasi di ripresa ciclica*	141
Tassi di cambio bilaterali di determinate valute rispetto al marco tedesco*	143
Differenziali del tasso a tre mesi sull'euromercato in determinati paesi*	144
Posizione delle monete partecipanti agli AEC*	146
Tassi di cambio effettivi reali in determinati paesi europei*	147
Differenziali del tasso a tre mesi sull'euromercato rispetto al marco tedesco*	148
Tassi di cambio effettivi reali*	149

Flussi di capitale e politiche nei mercati emergenti

Indicatori macroeconomici nei mercati emergenti*	156
Afflussi di capitale e incremento delle riserve nei PVS	157
Espansione del credito bancario al settore privato in termini reali	160
Indicatori monetari strutturali	161
Cambio nominale in termini di \$USA e cambio effettivo reale*	168
Tassi d'interesse a breve nominali e reali*	169
Aggregati creditizi e monetari	170
Rapporto incrementale tra le attività esterne lorde della banca centrale e la base monetaria	171
Riserve valutarie: copertura delle importazioni ed effetti monetari*	172
Tassi d'interesse in alcuni mercati emergenti*	177
Recenti sviluppi finanziari nei mercati emergenti	178

I mercati internazionali dei capitali

Attività sui mercati finanziari internazionali*	180
Finanziamento netto stimato sui mercati internazionali	181
Aspetti principali dell'attività bancaria internazionale	183
Composizione per valute delle attività sull'estero delle banche	184
Posizioni sull'estero delle banche nei singoli centri dichiaranti	185
Operazioni delle banche con soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante	186
Operazioni delle banche con paesi esterni all'area dichiarante	187
Finanziamento bancario internazionale ed emissioni di titoli*	188
Finanziamento sui mercati mobiliari per tipologia e valuta di emissione	190
Mercato obbligazionario internazionale*	192
Tassi d'interesse internazionali a lungo e a breve termine*	193
Tipologia e struttura per valute delle emissioni obbligazionarie internazionali	195
Finanziamento sui mercati mobiliari per settore e paese di residenza dell'emittente	197
Mercati di alcuni strumenti finanziari derivati	200
Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse organizzate	201
Mercati di alcuni strumenti derivati negoziati fuori borsa	203

Attività della Banca

Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1995	214
BRI: evoluzione del totale di bilancio negli ultimi cinque esercizi	216
BRI: evoluzione delle risorse negli ultimi cinque esercizi	216
BRI: origine delle risorse finanziarie esterne	217
BRI: tipologia e scadenza delle risorse finanziarie esterne	218
BRI: evoluzione degli impieghi e di altre attività, per tipologia	220
BRI: depositi vincolati e anticipazioni, titoli di Stato e altri titoli, suddivisi in base alla vita residua	221

65^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 12 giugno 1995*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la sessantacinquesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1994 e terminato il 31 marzo 1995.

Dopo il trasferimento di franchi oro 3 389 388 all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e di franchi oro 4 741 170 all'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature, l'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 162 408 716 a fronte di franchi oro 138 085 797 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 53 408 716 al pagamento di un dividendo di 250 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 32 700 000 al Fondo di riserva generale, franchi oro 3 000 000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 73 300 000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1994-95 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1995.

I. Grandezze fondamentali e mercati finanziari: mutata percezione del rischio

Durante il 1994 e nei primi mesi di quest'anno i mercati finanziari mondiali hanno subito una serie di drastici aggiustamenti. Particolare sensazione ha destato il brusco aumento dei tassi d'interesse a lungo termine agli inizi del 1994, che aveva interessato in misura analoga i paesi industriali, pur in diversa posizione ciclica. Esso è intervenuto dopo un periodo prolungato di rendimenti calanti e di facili profitti di portafoglio e ha indotto parecchi investitori a riconsiderare gli assunti sottostanti alle loro strategie di investimento globali. La percezione del rischio si è acuita, determinando uno spostamento nelle preferenze in termini di liquidità e di valuta verso attività giudicate meno rischiose. Le successive variazioni nei prezzi delle attività non hanno fatto altro che rafforzare l'esigenza di tenere in maggior conto le grandezze fondamentali nel valutare l'esposizione al rischio. Per quanto siffatti mutamenti repentini possano essere destabilizzanti nel breve periodo, le tendenze manifestatesi di recente potrebbero avere effetti salutari a più lungo termine nella misura in cui indurranno comportamenti più avveduti da parte degli investitori e migliori politiche gestionali da parte dei mutuatari. Queste sono le condizioni essenziali affinché sia preservata la stabilità sui mercati finanziari.

Diversi altri sviluppi intervenuti nell'arco dell'ultimo anno sono di per sé eventi positivi. Il più importante è che l'espansione economica nei maggiori paesi industriali è proseguita e ha acquisito una base più ampia. Di fatto, nel 1994 il saggio di crescita del prodotto nei paesi dell'Europa continentale è risultato sensibilmente superiore alle previsioni formulate a inizio d'anno. Inoltre, sebbene stiano emergendo normali pressioni congiunturali nei paesi industriali più avanzati nel ciclo economico, non si sono avute brusche accelerazioni nella dinamica dei prezzi. Persino nei paesi le cui valute hanno subito un significativo deprezzamento negli ultimi anni – Italia, Regno Unito, Svezia e Canada – gli effetti di tale deprezzamento sui prezzi interni sono stati finora sorprendentemente contenuti.

In breve, sembrerebbe perdurare il trend di più lungo periodo verso una maggiore stabilità dei prezzi, avviato dal riorientamento delle politiche negli ultimi anni settanta. Se l'avvento di un periodo di inflazione relativamente bassa può porre alcune difficili questioni – come quella, in particolare, del livello qualificabile come sufficientemente basso – sono in pochi comunque a negare l'opportunità che vadano preservati i progressi compiuti verso prezzi stabili.

I risultati economici conseguiti dai paesi non industriali nel 1994 sono per molti versi parimenti lusinghieri. Pur avendo subito talora i contraccolpi degli sviluppi finanziari internazionali, molti paesi del Sud-Est asiatico e dell'America latina hanno fatto registrare un'ulteriore rapida crescita. Anche un certo numero di paesi est-europei ha realizzato un incremento del prodotto dopo anni di

contrazione. Benché diminuita rispetto al 1993, lo scorso anno un'ingente quantità di capitali internazionali, in larga misura sotto forma di investimenti diretti, ha continuato ad affluire verso molti paesi in via di sviluppo. Ciò sembra indicare il convincimento che le prospettive a medio-lungo termine restano generalmente favorevoli per i paesi che perseguono politiche orientate al mercato.

Sottolineare gli aspetti positivi degli andamenti economici globali nel 1994 non significa disconoscere che sussistono varie fonti di preoccupazione. Invero, la Relazione pone un accento particolare su tali aspetti critici. Alcuni dei problemi di politica economica emersi sono essenzialmente di natura ciclica e hanno comportato difficoltà di tipo tradizionale. Altri hanno invece radici ben più profonde, come l'accumulo di debito in molti paesi, l'alta disoccupazione in Europa, squilibri tuttora ampi e un'inflazione persistente in numerosi paesi in via di sviluppo. Altri ancora possono essere definiti atipici o peculiari del 1994, come il modo drastico in cui è mutato l'atteggiamento degli operatori di mercato nei confronti del rischio.

Gli andamenti recenti indicano che la maggior parte dei paesi industriali e molte economie in via di sviluppo stanno procedendo sulla strada giusta per conseguire una crescita sostenibile e più elevati livelli di vita, sebbene il cammino sia stato un po' più accidentato di quanto si potesse prevedere uno o due anni fa. Invero, il sistema finanziario globale si è dimostrato quanto mai resistente di fronte ai numerosi shock di varia natura che hanno caratterizzato quest'ultimo anno, e ciò è incoraggiante. Nondimeno, sarà necessaria una vigile e costante attenzione, da parte sia degli operatori sia delle autorità, se si vorrà preservare tale stabilità sistemica.

La politica monetaria e il problema delle pressioni inflazionistiche

In alcune economie industriali pare stiano effettivamente crescendo le spinte sui prezzi di natura ciclica. La protratta discesa del tasso medio d'inflazione nei paesi del Gruppo dei Dieci si è arrestata verso la metà del 1994, e da allora gli indici dei prezzi al consumo stanno slittando verso l'alto. Se si considerano i corsi delle materie prime, i costi di fabbricazione e i prezzi alla produzione, l'inversione di tendenza è ancora più evidente. Questo andamento non desta molta sorpresa. In numerosi paesi l'inflazione era calata negli ultimi anni in un contesto di eccesso di capacità produttiva, mentre più di recente essa si è stabilizzata con l'approssimarsi dei limiti di capacità, almeno in alcuni paesi. Nonostante indicazioni aneddotiche in senso contrario, dall'evidenza econometrica non sono facilmente desumibili significativi cambiamenti nelle consuete relazioni strutturali concernenti l'inflazione.

Ciò può apparire rassicurante per le autorità alla ricerca di stabili indicatori economici per orientare la conduzione futura della politica monetaria; lo è meno se si considera che, durante gli ultimi anni, possono aver agito sull'inflazione più fattori di segno opposto che si sono neutralizzati a vicenda. E non è garantito che tale equilibrio di forze si realizzi anche in futuro. Da un lato, in alcuni paesi la concorrenza internazionale, la più rapida crescita della produttività e i notevoli miglioramenti nella rete di distribuzione al dettaglio possono senz'altro aver

contribuito ad abbassare l'inflazione nel 1994. Dall'altro, è possibile che in certe economie le spinte inflazionistiche siano state esacerbate da un aumento della disoccupazione strutturale. Una questione che si pone per l'Europa continentale concerne appunto la misura in cui le perdite di posti di lavoro collegate al ciclo si trasformano con il tempo in disoccupazione strutturale. Un'ulteriore complicazione si presenta per Italia, Regno Unito, Svezia e Canada, che recentemente hanno subito un forte deprezzamento esterno delle rispettive monete. Ciò ha stimolato una rapida crescita del settore dei beni esportabili, determinando probabilmente strozzature settoriali di capacità produttiva. Infine, vi è il problema dell'aggiustamento strutturale connesso all'innovazione tecnologica e alla globalizzazione del commercio. Si tratta di un processo continuo che distrugge una parte dello stock di capitale e nel contempo agisce, per altre vie, da stimolo ad accrescere la capacità. È quindi tutt'altro che facile valutare l'impatto netto sul "potenziale" produttivo e sulle pressioni inflazionistiche.

Di fronte a tali difficoltà, nel 1994 le autorità hanno proseguito nella ricerca di altri schemi operativi e indicatori sia per guidare la politica monetaria sia per attestare agli operatori di mercato il loro impegno di lungo periodo alla stabilità dei prezzi. Quest'ultimo aspetto, l'affermazione e il mantenimento della "credibilità", è particolarmente importante in quanto esso può abbassare le aspettative di inflazione e di conseguenza mitigare le perdite di prodotto che si accompagnano normalmente a una politica antinflazionistica. Lo scorso anno in Germania e in Svizzera è stato riaffermato il tradizionale impegno a specificare l'indirizzo di politica monetaria in termini di una data misura dell'espansione monetaria. Nonostante alcuni notevoli problemi sorti in Germania durante il 1994 in relazione a M3, nel corso degli anni tale approccio ha dato buona prova in entrambi i paesi. In molti altri l'accento è stato posto in misura crescente su traguardi annunciati di inflazione in termini di valore puntuale o di fascia-obiettivo. Sebbene sia evidentemente ancora presto per giudicare se questo nuovo approccio saprà colmare una lacuna e accrescere in misura significativa la credibilità dei responsabili delle politiche, il momento della verifica pare si stia avvicinando rapidamente, dato che le pressioni cicliche sulla dinamica dei prezzi stanno aumentando.

Quel che non è mai stato messo in discussione è che la credibilità delle politiche dipende più dalle azioni che dalle parole. Consapevoli di ciò, e determinate a non ripetere passati errori, le autorità degli Stati Uniti e del Regno Unito hanno inasprito la politica monetaria nel corso del 1994, ben prima che gli indicatori oggettivi dell'inflazione iniziassero a salire. Questa mossa, tanto inconsueta quanto opportuna, accresce le probabilità di un'espansione durevole in tali paesi. In Germania, la decisione di interrompere l'abbassamento dei tassi a breve nell'estate dello scorso anno, allorché la ripresa era appena agli inizi, è stata successivamente validata dalla crescita del prodotto e dei tassi di utilizzo della capacità, nonché dalle connesse spinte salariali. La decisione della Bundesbank di abbassare ulteriormente i tassi a breve nella primavera di quest'anno va vista essenzialmente come una risposta all'attenuazione delle spinte inflazionistiche in Germania, conseguente alla più lenta crescita monetaria e alle forti pressioni al rialzo sul marco. In Giappone, la decisione di ridurre i tassi d'interesse nell'aprile di quest'anno è stata presa unicamente in presenza dell'ulteriore forte ascesa del

valore effettivo dello yen. In vari paesi europei, gli sforzi per mantenere i legami fra la propria moneta e il marco tedesco, sebbene non sempre coronati da successo, hanno sottolineato l'impegno antinflazionistico delle autorità monetarie.

Instabilità dei mercati finanziari e problemi radicati nel passato

Il progressivo inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti a partire dal febbraio 1994 ha contribuito a moderare la crescita dell'economia statunitense nei primi mesi del 1995 e, di conseguenza, a ridurre in certa misura i timori di una ripresa dell'inflazione. Meno chiaro è invece il suo effetto immediato sulle aspettative a tale riguardo. I rendimenti obbligazionari sono infatti fortemente saliti a seguito della prima manovra restrittiva e in genere hanno continuato a reagire in modo analogo fin verso l'ultima parte dell'anno. Inoltre, il rialzo dei rendimenti USA è stato accompagnato da aumenti simili, o addirittura superiori, negli altri paesi industriali, compresi quelli meno avanzati nel ciclo economico. Si è infine osservato un incremento particolarmente forte e durevole della volatilità dei tassi d'interesse europei. Nel complesso, si è trattato di un anno difficile per i detentori di obbligazioni, e alcuni investitori con un elevato grado di leva finanziaria hanno subito perdite ingenti e ben pubblicizzate.

In retrospettiva, le variazioni dei rendimenti obbligazionari appaiono ora molto meno preoccupanti di quanto lo fossero nella primavera del 1994. Almeno in parte, l'aumento iniziale pare aver rappresentato una correzione di eccessi speculativi sviluppatasi verso la fine del 1993, che in parecchi casi avevano fatto scendere i rendimenti corretti per l'inflazione (ex post) ben al disotto dei valori medi osservati dagli inizi degli anni ottanta. Tuttavia, tale ascesa potrebbe essere anche dovuta alle aspettative, successivamente avvalorate, di una più rapida crescita economica nel 1994. Poiché i tassi reali alla fine dell'anno non superavano i livelli osservati normalmente in analoghe fasi espansive di cicli economici precedenti, sarebbe stato semmai più sorprendente se essi non fossero saliti in misura sensibile.

I recenti sviluppi sono altresì indicativi di una rinnovata capacità da parte dei mercati finanziari di discriminare fra i paesi con differenti condizioni economiche di fondo. Una comparazione internazionale dei movimenti dei tassi d'interesse evidenzia come il loro rialzo sia stato particolarmente pronunciato nei paesi con precedenti mediocri in termini di inflazione, e come quindi il trascorso storico sembri avere assunto maggiore peso che non i risultati più recenti. Inoltre, gli investitori sono parsi mostrare un'avversione nei confronti dei paesi con un elevato indebitamento pubblico, specie quando appariva che le incertezze politiche interne avrebbero potuto ostacolare gli sforzi di risanamento. Nei paesi come Italia, Svezia, Canada e Australia, dove era in atto una combinazione di questi fattori, gli effetti sui differenziali d'interesse sono stati talora alquanto marcati, con il rischio che si determinassero una spirale di maggiori oneri per il servizio del debito e ulteriori aumenti dei tassi d'interesse ove non fossero stati affrontati in modo adeguato i problemi di fondo.

Il forte e persistente aumento della volatilità dei tassi d'interesse, specie in Europa, è sembrato deludere le speranze che la bassa inflazione avrebbe

condotto infine a una maggiore stabilità dei mercati. Tuttavia, da talune indicazioni preliminari emerge che i paesi con un passato di elevata inflazione e ampi disavanzi di bilancio sperimentano effettivamente una maggiore variabilità dei tassi d'interesse. Inoltre, l'aumento della volatilità è stato più marcato nei paesi europei in cui un'ampia quota del debito pubblico è detenuta da residenti esteri, e le maggiori variazioni di prezzo sono intervenute nei mesi in cui i compratori esteri con una forte esposizione debitoria sono stati indotti a vendere. Tutto ciò dà motivo di sperare che, allorché saranno superati i temporanei problemi di liquidità e i disavanzi pubblici saranno maggiormente sotto controllo, la minore inflazione si tradurrà effettivamente in rendimenti obbligazionari più bassi e meno volatili.

Nel periodo sotto rassegna si è assistito a una serie di fenomeni analoghi e correlati nei principali mercati dei cambi. Agli inizi del 1994 molti osservatori prevedevano un apprezzamento del dollaro USA, date le aspettative di una crescita relativamente più forte dell'economia statunitense con le connesse variazioni nei differenziali d'interesse. In realtà, il dollaro USA ha subito costanti pressioni al ribasso nei confronti dello yen e del marco tedesco, sebbene i differenziali d'interesse (sia a breve che a lungo termine) si siano generalmente mossi in favore della moneta americana. Così come per i trascorsi storici in termini di inflazione, di cui si è parlato dianzi, il mercato pare attribuire un'importanza crescente alla lunga tradizione di disavanzi correnti USA, al conseguente accumulo di debito esterno e ai timori circa le prospettive di una tempestiva e congrua stretta fiscale. La debolezza del dollaro contrasta nettamente con quanto osservato in passato, allorché sia il debito pubblico sia il disavanzo esterno erano molto più contenuti.

La maggiore importanza nuovamente attribuita dal mercato ai precedenti storici di lungo periodo trova rispondenza anche nella perdurante forza dello yen, del marco tedesco e del franco svizzero, e nella corrispondente debolezza delle valute italiana, svedese e canadese. Per la detenzione di attività denominate in queste ultime valute il mercato pretende un premio di rischio maggiore, sotto forma di più elevati tassi d'interesse o di un più basso tasso di cambio. Tuttavia, è altresì possibile che i recenti sviluppi rispecchino un certo grado di "overshooting" sui mercati dei cambi. Ad esempio, la crescente riluttanza degli investitori privati giapponesi ad acquisire attività in dollari in contropartita dell'avanzo corrente, dopo vari anni di perdite in questa valuta, potrebbe essere considerata come una forma potenzialmente destabilizzante di comportamento estrapolativo. Siffatto comportamento andrebbe comunque visto come una deviazione dalla tendenza, sostanzialmente desiderabile, verso una maggiore considerazione del mercato per le grandezze economiche fondamentali.

Un analogo, ma ancor più drastico, spostamento del mercato verso considerazioni di lungo periodo è osservabile per gli investimenti nelle economie emergenti. Nelle valutazioni degli operatori pesano in misura crescente le forti differenze esistenti fra i vari paesi, in particolare per quanto concerne le politiche governative e la sottostante configurazione risparmio-investimento. Nel corso del 1994 i flussi di capitali verso i paesi in via di sviluppo avevano già rispecchiato queste considerazioni, ma la crisi messicana scoppiata verso la fine dell'anno ha posto molti dei problemi in cruda evidenza. Ciò tanto più in quanto

negli ultimi anni il Messico aveva acquisito una reputazione molto solida in virtù dell'azione di riforma perseguita con coerenza per quasi un decennio. L'esperienza messicana ha mostrato che una situazione di bilancio equilibrata non basta ad assicurare la stabilizzazione macroeconomica; anche la posizione sull'estero e altri aspetti hanno un'incidenza. In Messico, la deregolamentazione del sistema bancario combinata con ingenti afflussi di capitali aveva condotto a una rapidissima espansione del credito bancario, consentendo una riduzione del risparmio interno. Ciò si è tradotto in un sensibile incremento del tasso di cambio reale e in un disavanzo sempre più ampio, e alla fine insostenibile, della bilancia dei pagamenti correnti.

Sebbene la causa della crisi vada ricercata nella debolezza di taluni fattori economici fondamentali, il fatto che essa sia potuta avvenire in modo così improvviso è nondimeno inquietante. L'innescò è provenuto da una serie di shock politici che ha finito per mettere le autorità messicane nell'impossibilità di rifinanziare le passività a breve collegate al dollaro, detenute da non residenti. La repentinità della crisi mette in evidenza i pericoli insiti in un forte apprezzamento del tasso di cambio reale, generato da flussi di capitali facilmente reversibili. Infine, le susseguenti difficoltà accusate dal sistema finanziario messicano sottolineano come sia importante per i paesi emergenti disporre di sane strutture bancarie, normative e di vigilanza, e quanto sia auspicabile che venga regolarmente valutata la capacità dei sistemi finanziari di assorbire forti e inattesi movimenti nelle variabili macroeconomiche.

Problemi connessi con gli strumenti e le infrastrutture del mercato

Come si è detto, il sistema finanziario mondiale è stato colpito da parecchi shock nel corso dell'ultimo anno. A quelli già menzionati si aggiungono il fallimento della Baring Brothers e la rivelazione di pesanti perdite subite nel 1994 da altri intermediari finanziari e utilizzatori finali su transazioni in strumenti derivati. È tuttavia rimarchevole il fatto che il sistema nel suo complesso abbia funzionato senza interruzione. Sebbene spreads di rischio di vario tipo siano cresciuti o diminuiti a seconda delle circostanze, i fondi hanno continuato in genere a fluire ordinatamente dai prestatori ai mutuatari finali, e in tale contesto il sistema bancario internazionale ha mantenuto un importante ruolo di intermediazione. Questa stabilità è motivo di soddisfazione e riflette in parte i notevoli sforzi compiuti negli ultimi anni per migliorare le procedure di gestione del rischio, da parte sia delle istituzioni sia degli organi di vigilanza, sul piano nazionale e internazionale.

Per quanto concerne la migliore gestione del rischio a livello delle singole imprese, la constatazione che alcune istituzioni hanno subito ampie perdite avrà un importante effetto salutare sulle altre. Nello stesso senso agirà la decisione delle autorità britanniche di non finanziare il salvataggio della Baring Brothers. Nel corso dell'anno si è in effetti osservato uno spostamento in favore dei contratti derivati tradizionali, a scapito delle forme più complesse. Il più cauto atteggiamento degli investitori trova riflesso anche nella preferenza per attività a più breve termine e in una tendenza a orientare i collocamenti verso istituzioni finanziarie ben capitalizzate.

Vari rapporti pubblicati nel 1994 hanno parimenti sottolineato l'utilità della disciplina di mercato per regolare l'impiego degli strumenti derivati, rilevando che per consentire al mercato di assolvere tale funzione era necessaria una maggiore trasparenza da parte delle istituzioni nel loro atteggiamento generale verso l'assunzione dei rischi. Con il tempo questo approccio potrebbe dimostrarsi un opportuno complemento alle più tradizionali pratiche di vigilanza, le quali comunque si stanno progressivamente evolvendo. Nell'aprile 1995 il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha pubblicato una proposta di supplemento all'Accordo del 1988 sui requisiti patrimoniali al fine di incorporare i rischi di mercato, unitamente a un documento in cui sono analizzate le questioni inerenti all'impiego di modelli di misurazione del rischio, elaborati dalle banche per uso interno come base per calcolare i coefficienti patrimoniali a fronte del rischio di mercato. In tutte queste iniziative il Comitato di Basilea e le autorità preposte alla supervisione delle altre istituzioni finanziarie operanti a livello internazionale si sono adoperate attivamente per approfondire lo scambio di conoscenze e intensificare la cooperazione.

Nell'ambito del controllo dei rischi sistemici, durante lo scorso anno sono stati compiuti importanti passi per migliorare l'affidabilità dei sistemi di compensazione e regolamento interni e transnazionali dinanzi alla costante espansione delle transazioni sui mercati finanziari. La globalizzazione dei mercati finanziari implica che la cooperazione internazionale fra le banche centrali, cui compete la responsabilità in questo ambito, ha assunto un'accresciuta importanza. Nel marzo 1995 il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento dei paesi del Gruppo dei Dieci ha pubblicato un rapporto analitico sui regolamenti delle transazioni internazionali in titoli e ha attualmente allo studio vari provvedimenti che potrebbero essere adottati al fine di ridurre il rischio in quest'area. È inutile dire che, nonostante le recenti iniziative e le esperienze generalmente favorevoli, molto resta ancora da fare per adeguare le infrastrutture finanziarie a un contesto globalizzato e sempre più deregolamentato.

II. Gli andamenti nell'economia mondiale

Aspetti salienti

Allo sfasamento del ciclo fra le principali aree dell'economia mondiale, riscontrabile dagli inizi degli anni novanta, è subentrata nel 1994 una crescita più equilibrata e più uniformemente distribuita. La continua forte espansione dell'attività economica negli Stati Uniti e nei paesi del Sud-Est asiatico ha fornito nella maggior parte dei paesi europei solide basi per una ripresa trainata dalle esportazioni, che è risultata più forte del previsto. Il vigore dell'economia statunitense, in aggiunta all'attuazione di programmi interni di liberalizzazione e stabilizzazione, ha altresì sorretto la crescita nei paesi dell'America latina, mentre grazie alla ripresa nell'Europa occidentale diverse economie est-europee hanno potuto cogliere i frutti di strategie di rapida trasformazione, facendo registrare tassi di crescita positivi per la prima volta negli anni novanta. Anche il continente africano ha beneficiato del rafforzamento della domanda mondiale e del rincaro dei prezzi delle materie prime.

L'aumento della domanda globale nel 1994 è intervenuto in un contesto di inflazione stabile nei paesi industriali. Tale stabilità non è peraltro eccezionale per paesi che si trovano allo stadio iniziale della ripresa ciclica, giacché i prezzi risentono ancora dello scarto negativo fra prodotto effettivo e potenziale. L'inflazione insolitamente bassa registrata in diversi paesi nell'attuale congiuntura trova una spiegazione nella gravità e nella durata della recente recessione, in parte riconducibili alla deflazione dei prezzi delle attività e a livelli di indebitamento eccessivi.

In prospettiva, il quesito che si pone è se la fase espansiva e il processo inflazionistico nei paesi industriali si differenzieranno da quanto osservato in cicli precedenti. Negli Stati Uniti la dinamica delle retribuzioni nominali è stata finora moderata, nonostante una disoccupazione relativamente bassa ed elevati tassi di utilizzo della capacità produttiva. In molti paesi la ristrutturazione industriale ha toccato vasti settori, dando luogo a cospicui guadagni di produttività e a riduzioni dei costi unitari del lavoro. Tuttavia, in altri paesi vi sono già indicazioni di un'inversione di tendenza nella contenuta dinamica delle retribuzioni nominali, malgrado livelli di disoccupazione relativamente alti. Inoltre, la rapida espansione delle esportazioni in diversi paesi le cui monete si erano deprezzate, ha accresciuto sensibilmente il grado di utilizzo della capacità e le tensioni sui prezzi nell'industria manifatturiera.

Nei paesi industriali sembrano destinati a persistere anche diversi problemi strutturali. L'alta disoccupazione è una preoccupazione costante per molti paesi europei, e ciò fa ritenere che le iniziative intraprese dai governi per accrescere la flessibilità del mercato del lavoro siano state finora insufficienti. I tassi d'interesse reali relativamente elevati continuano a rispecchiare quote di risparmio modeste, in gran parte imputabili ai disavanzi pubblici. Lo scorso anno, nei paesi

industriali l'incidenza del debito netto delle amministrazioni pubbliche è aumentata ulteriormente, portandone la crescita cumulativa dalla fine degli anni ottanta a oltre il 10% del PIL.

In altre aree il quadro si presenta più composito, con una forte crescita della domanda che spesso ha comportato spinte sui prezzi e squilibri esterni. In molti paesi dell'America latina il calo dell'inflazione si è associato a un apprezzamento del cambio reale e al deterioramento dei pagamenti correnti. La crisi di liquidità e la successiva impennata dei prezzi in Messico agli inizi di quest'anno fanno ritenere che il miglioramento di fondo nella dinamica dell'inflazione sia stato minore di quanto risultasse dai dati precedenti. Tali sviluppi sono indicativi del difficile esercizio di equilibrio che molti paesi in corso di trasformazione, comprese le ex economie pianificate, si trovano a dover affrontare, stretti tra l'esigenza di rafforzare la competitività esterna per consentire l'aggiustamento del settore aperto al nuovo regime di liberalizzazione degli scambi e di concorrenza delle importazioni, e il desiderio di impiegare il cambio nominale come ancora di stabilizzazione interna.

In molti paesi asiatici i disavanzi dei pagamenti correnti hanno potuto essere limitati dall'ingente risparmio interno, favorito in parte dal clima di stabilità macroeconomica e da incentivi pubblici selettivi. Sebbene l'inflazione resti su valori contenuti, in alcuni paesi si configura effettivamente un pericolo di surriscaldamento, a causa di tensioni a livello di capacità e infrastrutture e di una progressione dei salari che continua a ritmo sostenuto.

Nei paesi già a economia pianificata l'esperienza maturata in questi sei anni con il processo di trasformazione, espressosi in una vasta gamma di strategie riformatrici, sta a dimostrare che una liberalizzazione e stabilizzazione realizzate in tempi brevi non sono in contrasto con il fatto che la trasformazione strutturale è necessariamente un processo di lunga durata. Risolute politiche macroeconomiche hanno svolto un ruolo importante nel promuovere il cambiamento microeconomico e il risveglio dell'iniziativa privata. Ma al tempo stesso, nella maggior parte di questi paesi l'inflazione si è rivelata tenace, non di rado in conseguenza di disavanzi di bilancio relativamente ampi.

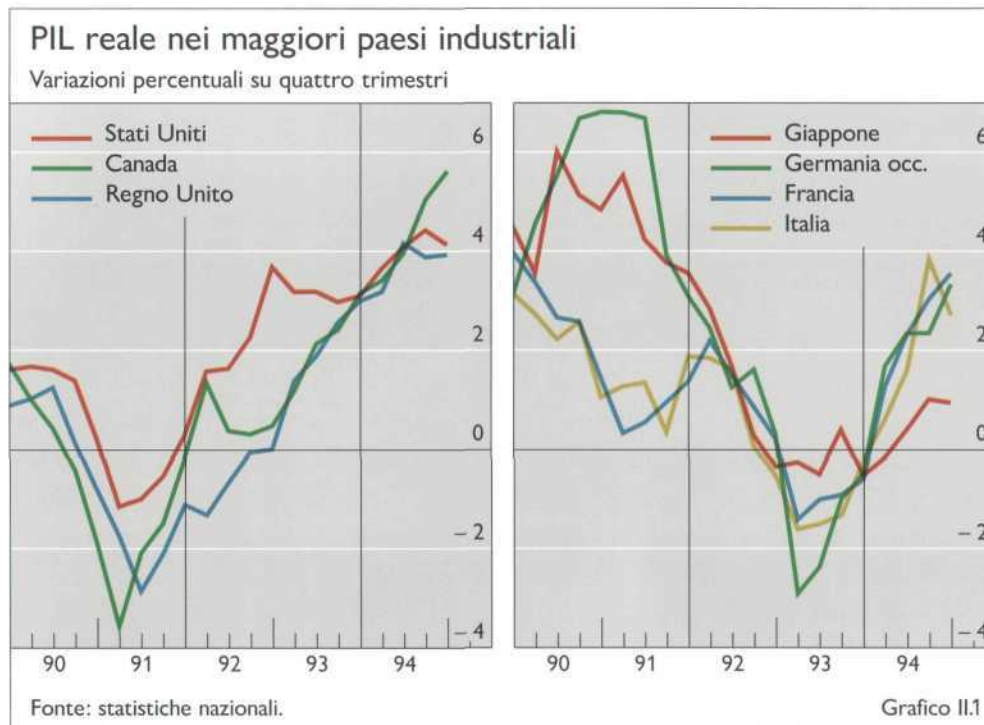
Andamenti economici nei paesi industriali

Caratteristiche principali dell'attuale fase espansiva

Nel 1994 si è assistito a una ripresa economica generalizzata nei paesi industriali. Il tasso di crescita del 3,0% è risultato considerevolmente più alto di quanto si prevedesse un anno fa. Questo inatteso vigore ha caratterizzato non solo i paesi che nel 1993 si trovavano in recessione, ma anche le economie già in una fase avanzata del ciclo. Negli Stati Uniti il prodotto è cresciuto a un tasso del 4,1%, il più alto degli ultimi dieci anni. Al tempo stesso, nell'insieme dei paesi industriali l'inflazione media, misurata sui prezzi al consumo, è scesa ulteriormente, situandosi al 2,4%.

Accanto alle analogie che accomunano i paesi industriali non mancano le disparità. Il grafico 11.1 mostra come il ciclo attuale nei paesi dell'Europa continentale e in Giappone continui a essere sfasato rispetto a quello dei paesi anglofoni. In effetti, si può stimare che le maggiori economie dell'Europa continentale siano

Crescita sorprendentemente vigorosa con inflazione stabile



ora in ritardo di oltre sei trimestri sul ciclo statunitense, rispetto a uno sfasamento medio di uno-due trimestri circa negli anni settanta e agli inizi degli anni ottanta. L'asincronismo risulta soprattutto evidente dal raffronto dei due casi-limite, gli Stati Uniti e il Giappone. L'economia statunitense è ben avviata nel quarto anno di espansione economica. Per contro, l'economia giapponese sta emergendo solo gradatamente da una profonda e lunga recessione, mentre permangono incertezze circa il ritmo della ripresa, in seguito all'apprezzamento dello yen, alle perduranti ristrutturazioni dei bilanci delle banche e delle imprese, nonché alle conseguenze del terremoto di Kobe.

Sia in Giappone che negli Stati Uniti la domanda interna ha costituito lo scorso anno il fattore propulsivo della crescita, poiché è risultato negativo il contributo delle esportazioni nette. Diverse sono state tuttavia le fonti di espansione della domanda interna. Negli Stati Uniti un sostegno fondamentale è provenuto dalla continua forte espansione degli investimenti fissi delle imprese, specie in macchinari e attrezzature, in risposta a saggi elevati di utilizzo della capacità e a esigenze di ristrutturazione di fronte alla crescente concorrenza dei paesi di recente industrializzazione. Anche la spesa privata per consumi ha continuato ad aumentare sensibilmente nel 1994, riportando il saggio di risparmio delle famiglie al basso livello pre-recessione di circa il 4%. Sebbene le esportazioni siano aumentate alquanto rapidamente lo scorso anno, stimolate dalla perdurante debolezza del dollaro, esse sono state sopravanzate dalle importazioni, a riprova di uno stadio relativamente avanzato del ciclo economico statunitense.

Diversamente dagli Stati Uniti, lo scorso anno in Giappone gli investimenti privati sono rimasti depressi, dopo il boom e la susseguente contrazione della fine degli anni ottanta e la connessa "bolla" speculativa dei prezzi delle attività. Per il terzo anno consecutivo, fatto senza precedenti, il loro contributo alla crescita è stato negativo. La domanda interna è stata alimentata soprattutto dai

La domanda interna è il fattore propulsivo ...

... negli Stati Uniti ...

... e in Giappone

consumi, grazie a un ulteriore miglioramento delle ragioni di scambio e alle conseguenti pressioni al ribasso sui prezzi interni, nonché a un alleggerimento temporaneo delle imposte. Un migliorato clima di fiducia dei consumatori si è espresso anche in un aumento degli investimenti in abitazioni, in calo da diversi anni.

Segni di un'espansione "dualistica" nei paesi con deprezzamento della moneta

Una caratteristica comune nell'attuale situazione economica di molti paesi è la forte espansione delle esportazioni e delle importazioni, dovuta al fatto che il rafforzamento della domanda si è concentrato nei settori produttivi esposti alla concorrenza internazionale (tabella II.1 e Capitolo III). Invero, nei paesi che hanno registrato forti deprezzamenti delle rispettive valute nel presente ciclo – Canada, Italia, Finlandia, Svezia, Spagna e Regno Unito – vi sono indicazioni di un'espansione squilibrata, ovvero "dualistica", in cui al vigore del settore manifatturiero si contrappone una perdurante debolezza del settore terziario, dopo i precedenti eccessi. Il grafico II.2 evidenzia la dinamica assai differenziata delle vendite al dettaglio e all'esportazione in alcuni di questi paesi. Aumentando il prezzo relativo dei tradables, il deprezzamento nominale del cambio dovrebbe

PIL reale, domanda interna, importazioni ed esportazioni									
Paesi	PIL reale			Domanda interna		Importazioni		Esportazioni	
	1983-92	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994
Variazioni percentuali annue									
Stati Uniti	2,8	3,1	4,1	3,9	4,7	10,7	13,4	4,1	9,0
Giappone	4,0	-0,2	0,5	-0,1	1,1	-0,3	6,7	-1,1	3,3
Germania occidentale	3,0	-1,7	2,4	-1,6	2,7	-3,0	8,0	-3,0	6,3
Francia	2,2	-1,5	2,7	-2,3	2,9	-3,4	6,6	-0,4	5,8
Italia	2,3	-1,2	2,2	-5,5	1,9	-7,8	9,8	9,4	10,9
Regno Unito	2,4	2,3	3,7	2,2	3,0	2,8	5,9	3,3	8,9
Canada	2,7	2,2	4,5	1,8	3,0	8,8	9,6	10,4	14,4
<i>Gruppo dei Sette</i> ¹	2,9	1,2	3,0	1,2	3,3	4,1	10,1	2,7	7,8
Australia	3,0	3,9	5,4	3,5	6,5	5,2	14,7	7,4	8,4
Austria	2,6	-0,1	2,7	0,1	4,1	-0,6	7,8	-1,0	4,9
Belgio	2,3	-1,7	2,3	-1,7	1,6	1,6	5,4	1,6	6,2
Danimarca	2,0	1,5	4,4	1,0	5,5	-4,1	10,5	-2,0	6,9
Finlandia	1,5	-1,5	3,9	-5,9	3,3	0,7	12,6	16,7	12,5
Grecia	1,8	-0,5	1,0	0,4	1,3	2,3	3,7	-0,7	4,0
Irlanda	3,9	4,0	5,5	0,2	4,0	5,9	9,0	9,6	9,8
Norvegia	2,8	2,4	5,1	3,2	4,7	3,2	7,2	1,6	7,6
Nuova Zelanda ²	1,4	5,3	3,8	6,2	7,2	11,9	19,1	8,4	7,4
Paesi Bassi	2,6	0,4	2,4	-0,6	2,0	0,2	5,2	1,7	5,6
Portogallo	2,6	-1,2	1,0	-0,9	0,5	-3,2	-0,2	-5,1	1,1
Spagna	3,2	-1,1	2,0	-4,1	0,7	-5,1	11,0	8,3	17,7
Svezia	1,6	-2,6	2,2	-5,6	1,4	-2,8	13,2	7,6	13,8
Svizzera	2,0	-0,9	2,1	-1,8	4,4	-1,0	8,8	1,3	3,9
<i>Altri paesi industriali</i> ¹	2,5	0,1	2,9	-1,2	2,9	-0,3	9,4	4,5	9,4
Totale paesi industriali ¹	2,9	1,1	3,0	0,9	3,2	3,5	10,0	2,9	8,0

¹ Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 1990. ² Esercizi fiscali iniziati il 1° aprile.
 Fonti: OCSE; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella II.1

contribuire a indirizzare risorse verso il settore aperto dell'economia. Tuttavia, nella misura in cui tale riallocazione di fattori della produzione richiede tempo, è possibile che l'attuale disoccupazione nel settore protetto non diminuisca rapidamente, mentre potrebbero svilupparsi spinte inflazionistiche in quello aperto. Con il diffondersi della ripresa ad altri settori, il primo problema potrebbe attenuarsi, ma a rischio di aggravare il secondo.

In alcuni di questi paesi pare aver preso avvio un'espansione più equilibrata della domanda, grazie al fatto che gli accresciuti profitti e l'elevato utilizzo di capacità produttiva nel settore aperto non solo determinano maggiori investimenti, ma si traducono anche in un aumento della domanda di beni del mercato interno. Questo processo è particolarmente avanzato in Canada e nel Regno Unito, dove la ripresa è ormai consolidata, ma è anche evidente in un certo numero di altri paesi.

In Canada gli investimenti in macchinari e attrezzature registrano un andamento molto sostenuto dalla seconda metà del 1993, e lo scorso anno sono tornate ad aumentare anche le costruzioni non residenziali. Un certo recupero nel 1994 ha parimenti segnato la spesa per consumi, benché questa resti ancora frenata dalla forte disoccupazione e da una crescita solo modesta del reddito reale disponibile. Nel Regno Unito una vigorosa espansione degli investimenti si è manifestata soltanto nel secondo trimestre del 1994, suscitando timori di spinte inflazionistiche generate da incipienti tensioni a livello di capacità produttiva. La spesa per consumi è rimasta relativamente sostenuta nel 1994, nonostante la compressione dei redditi reali dovuta alla lenta progressione dei salari reali, a inasprimenti fiscali e a perdite nelle ragioni di scambio in seguito al deprezzamento della sterlina. Anche nella maggior parte degli altri paesi industriali europei con ampi deprezzamenti nominali del cambio gli investimenti in macchinari e attrezzature si sono accresciuti decisamente nella seconda metà del 1994, contribuendo a un rapido aumento delle importazioni. Un recupero di fiducia dei consumatori e la recente accelerazione delle vendite al dettaglio lasciano supporre che anche in tali paesi la ripresa si stia estendendo ai consumi privati. In Italia, per esempio, la spesa in consumi è risalita vigorosamente dopo la forte contrazione del 1993.

Anche nei paesi europei con valute relativamente forti è ravvisabile una tradizionale ripresa trainata dalle esportazioni. Nella Germania occidentale la domanda di esportazioni ha cominciato a rafforzarsi nel 1993 e a ciò è seguito un risveglio dell'attività d'investimento con l'accrescersi dei livelli di utilizzo della capacità. Per contro, la domanda di consumi è rimasta debole, poiché gli inasprimenti fiscali, l'alta disoccupazione e la lenta dinamica delle retribuzioni reali hanno frenato la crescita del reddito reale disponibile delle famiglie. Nella Germania orientale la già elevata crescita è ulteriormente salita a oltre il 9%, stimolata da una vigorosa domanda sia di investimenti che di consumi. In Francia, per contro, gli investimenti hanno tardato a riprendere slancio, nonostante l'alto livello di cash flow aziendale. La domanda di beni di consumo durevoli è aumentata soprattutto per effetto degli incentivi fiscali all'acquisto di nuove autovetture.

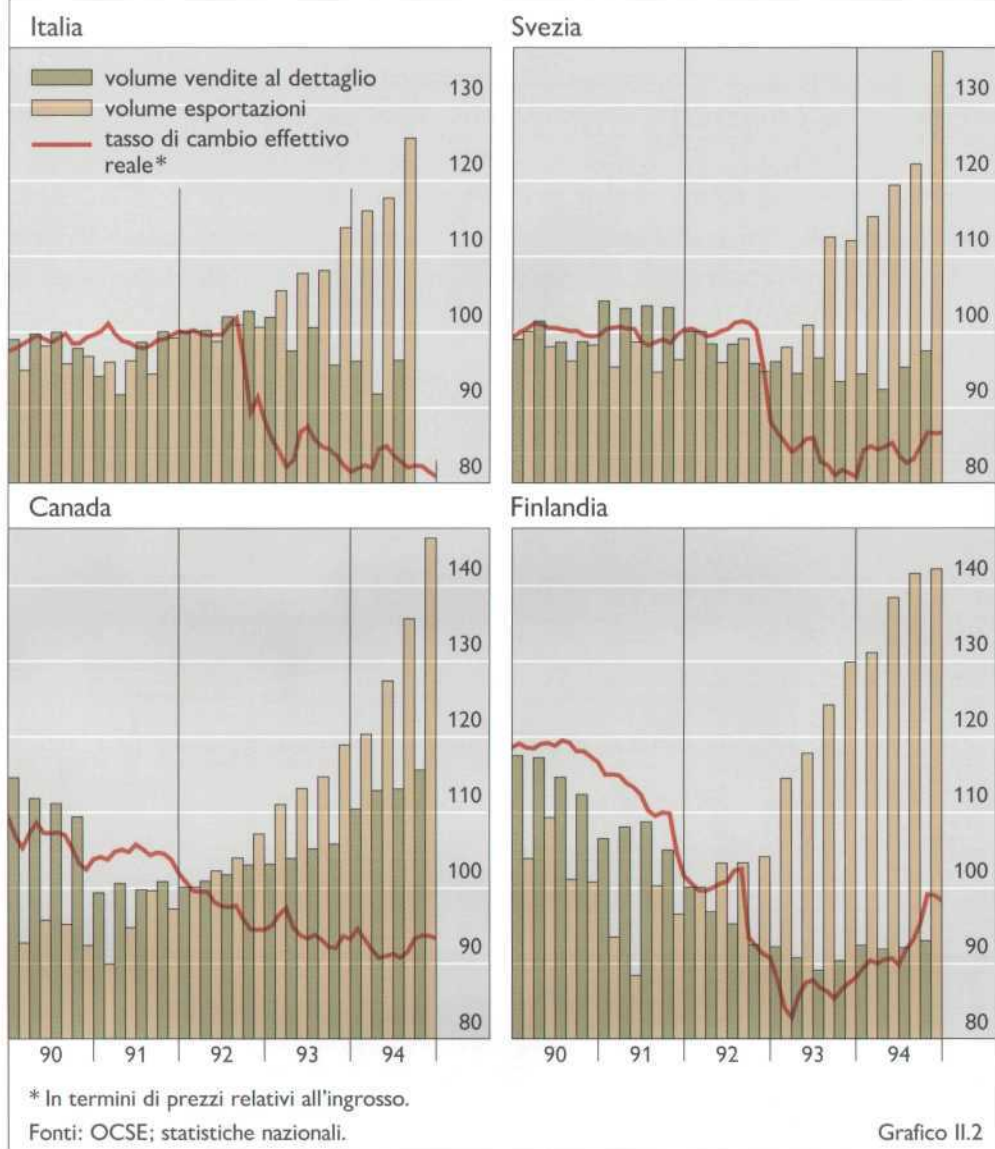
Fatta eccezione per il Regno Unito, le economie maggiormente progredite nel ciclo hanno beneficiato anche di una forte accelerazione nella crescita dei

Ripresa trainata dalle esportazioni in Germania...

... e in Francia

Vendite al dettaglio, esportazioni e tasso di cambio in determinati paesi

1° trimestre 1992 = 100

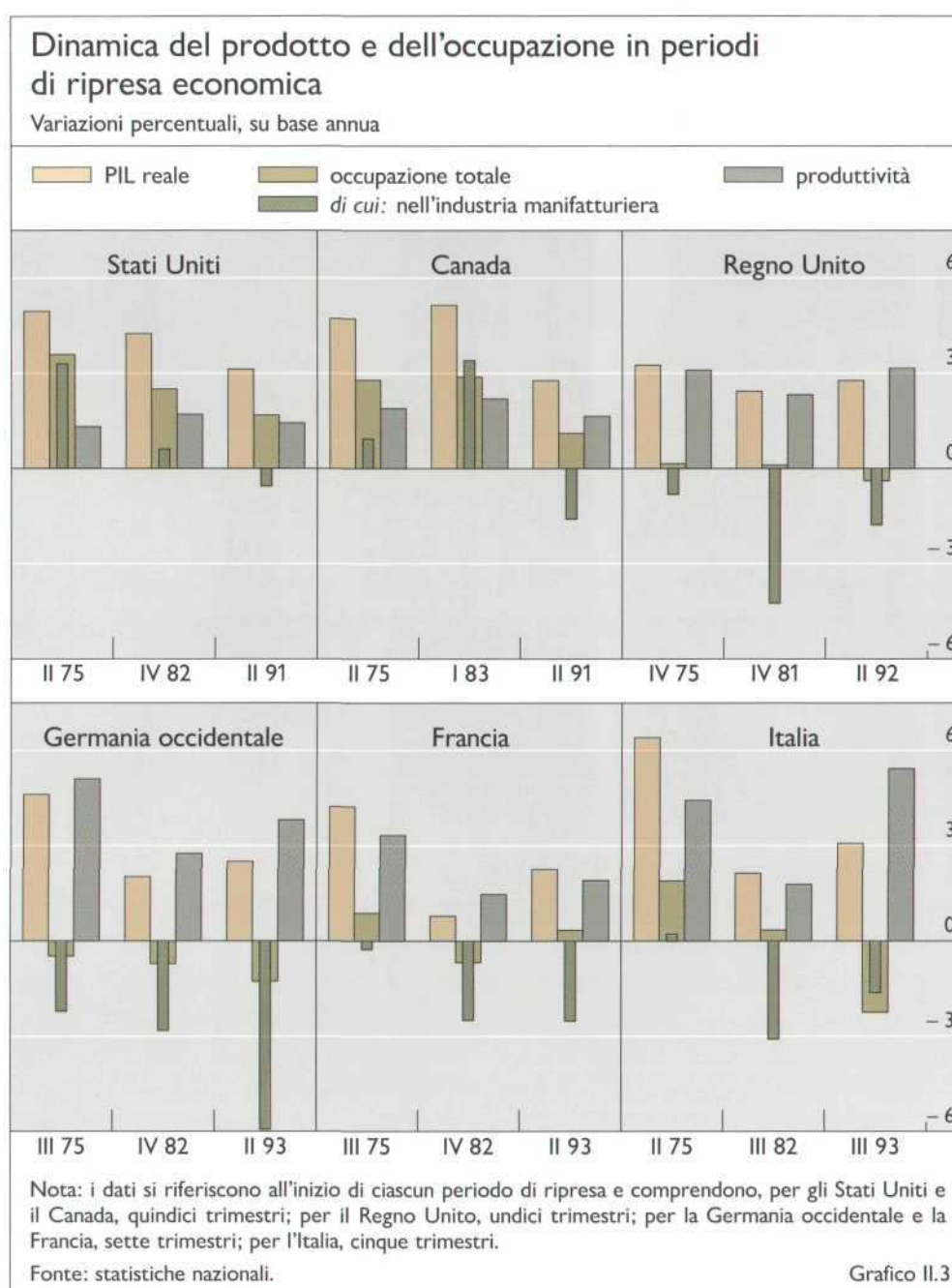


L'occupazione accelera nelle economie in fase ciclica avanzata...

posti di lavoro. Di conseguenza, i tassi di disoccupazione sono calati sensibilmente rispetto ai precedenti massimi, con flessioni particolarmente rapide in Canada, Nuova Zelanda e Australia (tabella II.2). È risultato pertanto eccessivo il timore che i diffusi interventi di ridimensionamento e ristrutturazione avrebbero comportato una ripresa senza creazione di posti di lavoro. Come si può rilevare dal grafico II.3, nei paesi anglofoni la crescita della produttività aggregata del lavoro è stata analoga a quella osservata in precedenti fasi di ripresa. Sebbene l'occupazione totale nel Regno Unito sia tuttora inferiore al livello raggiunto nel punto di minimo del ciclo tre anni or sono, questo andamento non si differenzia molto da quanto osservato in cicli precedenti. Il calo della disoccupazione è principalmente il risultato di una contrazione dell'offerta di lavoro, da ricondurre a fattori demografici e al cosiddetto effetto del "lavoratore scoraggiato".

La crescita negativa o assai lenta dell'occupazione dopo il superamento del minimo ciclico nei paesi dell'Europa continentale può essere attribuita allo stadio iniziale della ripresa, allorché è normale che la produttività aumenti più rapidamente per effetto del riassorbimento di manodopera sottoimpiegata o della riluttanza delle imprese ad assumere nuovi effettivi finché la ripresa rimane incerta. Resta da vedere se la creazione di posti di lavoro in Europa aumenterà con il progredire della crescita. Le indicazioni provenienti dai paesi europei con tassi di espansione elevati nel 1994 sono incoraggianti: in Danimarca, Irlanda e Norvegia si stima che l'occupazione nel settore privato sia aumentata di circa il 2% lo scorso anno. In altri paesi, come l'Italia, la dismissione di manodopera è stata particolarmente pronunciata nel ciclo attuale. Mentre ciò ha dato luogo a eccezionali guadagni di produttività nella fase iniziale della ripresa, uno stadio

... ma non migliora ancora nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale



Inflazione e disoccupazione								
Paesi	Prezzi al consumo				Tasso di disoccupazione			
	1983-92	1993	1994	1995 1° trim.	1983-92	1993	1994	1995 1° trim.
	Variazioni percentuali annue				in percentuale			
Stati Uniti	3,8	3,0	2,6	2,8	6,8	6,8	6,1	5,5
Giappone	1,8	1,3	0,7	0,1	2,5	2,5	2,9	3,0
Germania occidentale	2,2	4,1	3,0	2,3	8,2	8,3	9,2	9,1
Francia	4,4	2,1	1,7	1,7	9,7	11,7	12,5	12,3
Italia	7,4	4,2	3,9	4,4	9,5	10,4	11,5	12,1
Regno Unito	5,5	1,6	2,5	3,4	9,1	10,3	9,3	8,4
Canada	4,3	1,8	0,2	1,6	9,7	11,3	10,4	9,7
<i>Gruppo dei Sette</i> ¹	3,7	2,6	2,2	2,3	6,8	7,3	7,1	6,9
Australia	6,4	1,8	1,9	3,9	8,4	10,9	9,7	8,9
Austria	3,0	3,6	3,0	2,5	5,2	6,8	6,6	6,3
Belgio	3,5	2,8	2,4	1,8	10,2	9,4	10,0	10,0
Danimarca	4,2	1,3	2,0	2,4	9,3	12,3	12,1	10,7
Finlandia	5,3	2,2	1,1	1,8	5,8	17,9	18,4	16,9
Grecia	18,0	14,4	10,9	10,6	6,1	7,1	7,2	6,9
Irlanda	4,7	1,4	2,3	2,5	15,5	15,6	14,8	14,4
Norvegia	5,7	2,3	1,4	2,6	3,3	5,5	5,2	5,0
Nuova Zelanda	7,9	1,3	1,8	4,0	6,4	9,5	8,2	7,5 ²
Paesi Bassi	1,8	2,6	2,8	2,4	7,9	6,4	7,5	7,4
Portogallo	14,9	6,5	5,2	4,5	6,4	5,5	6,8	6,8 ²
Spagna	7,6	4,6	4,7	4,8	18,9	22,7	24,2	23,8 ²
Svezia	6,7	4,6	2,2	2,6	2,6	8,2	8,0	7,6
Svizzera	3,2	3,3	0,9	1,4	1,0	4,5	4,7	4,2
<i>Altri paesi industriali</i> ¹	6,1	3,7	3,1	3,4	9,5	11,9	12,3	11,9
Totale paesi industriali ¹	4,1	2,8	2,4	2,5	7,3	8,1	8,0	7,7

¹ Per i prezzi al consumo, media ponderata in base al PIL e alle PPA del 1990; per il tasso di disoccupazione, media calcolata sulla base delle forze di lavoro nel 1990. ² Quarto trimestre 1994.

Fonte: statistiche nazionali. Tabella II.2

successivo potrebbe anche condurre a una certa accelerazione nella crescita dei posti di lavoro.

Differente dinamica occupazionale a livello di settori

La dinamica dell'occupazione mostra differenze anche a livello settoriale, con un aumento dei posti di lavoro generalmente maggiore nei servizi rispetto all'industria. Lo scorso anno Stati Uniti e Canada hanno registrato miglioramenti ragguardevoli nei settori manifatturiero e delle costruzioni, sebbene in nessuno dei due paesi l'occupazione sia tornata al livello raggiunto all'epoca del minimo ciclico. Nei servizi la creazione di posti di lavoro è stata invece ingente, anche per effetto dell'accresciuta incidenza del lavoro a tempo parziale. In ambito europeo, gli andamenti si sono differenziati anche a causa della diversa evoluzione dei tassi di cambio. Nella Germania occidentale uno straordinario ridimensionamento dell'occupazione ha avuto luogo nell'industria manifatturiera, con un calo di oltre il 10% dopo il minimo ciclico del prodotto agli inizi del 1993. In Italia la contrazione è stata più pronunciata nel settore dei servizi, a causa degli effetti del deprezzamento reale del cambio e di riforme strutturali che hanno

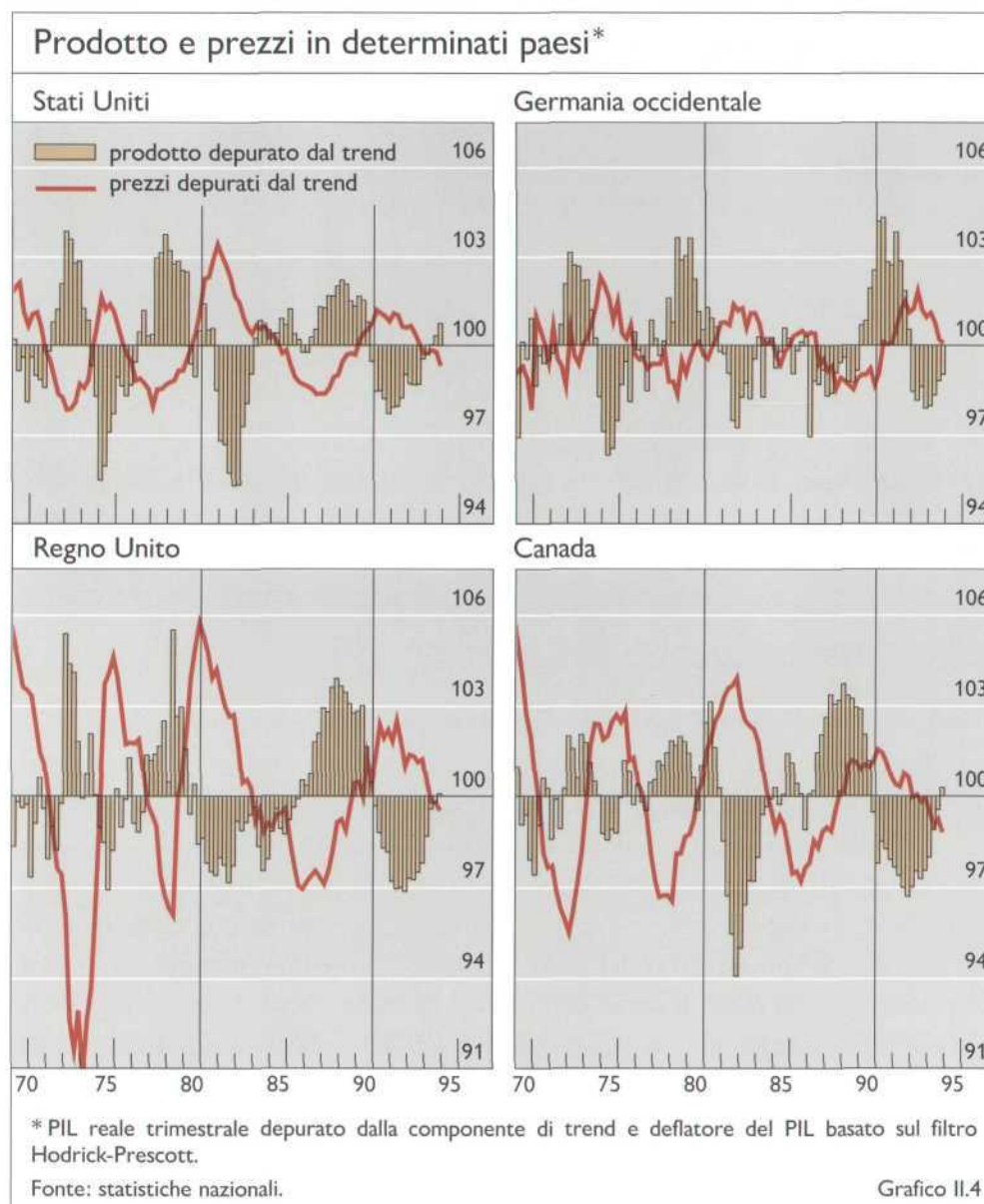
introdotto maggiore competitività nei settori protetti. Nondimeno, gli sviluppi recenti confermano generalmente la tendenza di più lungo periodo verso una creazione relativamente più rapida di posti di lavoro nei servizi. In certa misura essi potrebbero però riflettere anche un fenomeno statistico, giacché molte industrie manifatturiere hanno cominciato ad acquistare sul mercato servizi precedentemente prodotti all'interno.

La crescita superiore alle attese, registrata lo scorso anno nei paesi industriali, si è iscritta in un contesto di inflazione relativamente bassa e in molti casi ancora decrescente (tabella II.2). Il calo dell'inflazione tendenziale dagli inizi degli anni ottanta è comune a tutti i paesi industriali ed è coerente con la deliberata strategia delle autorità monetarie volta a contenere l'inflazione a livelli bassi e stabili al fine di promuovere la crescita e gli investimenti nel lungo periodo.

Il fatto che nella maggior parte dei paesi l'inflazione sia rimasta contenuta nella presente fase congiunturale non desta eccessiva sorpresa, ove si consideri che i prezzi risentono tuttora del sottoimpiego di risorse creatosi durante la

Inflazione stabile o decrescente ...

... in risposta al sottoimpiego di risorse produttive



recessione. Il grafico II.4 mostra come la dinamica ascendente dell'inflazione si sia arrestata e invertita agli inizi degli anni novanta, allorché il prodotto reale è sceso al disotto di quello tendenziale. Tuttavia, con l'assottigliarsi dei margini di sottoimpiego di capitale e lavoro, il tasso di espansione dell'economia viene a essere sempre più vincolato dalla crescita del prodotto potenziale, determinata a sua volta da quella dei fattori lavoro e capitale, nonché dall'aumento della produttività di questi ultimi. Se, in assenza di offerta eccedente sui mercati del lavoro e dei beni, l'aumento della domanda aggregata supera la crescita del prodotto potenziale, è probabile che si sviluppino pressioni al rialzo su salari e prezzi. E invero, il "prodotto potenziale" è definito talora come il limite al disopra del quale cominciano a emergere tali spinte.

Un'analisi delle implicazioni per la politica monetaria derivanti dall'assorbimento di "output gaps" e da vari altri indicatori di tensioni inflazionistiche è presentata nel Capitolo IV. In vista di tale analisi è utile considerare in che modo potrebbe essere cambiato nel presente ciclo il profilo di crescita del prodotto potenziale e quali conseguenze potrebbero derivarne per la futura dinamica dei prezzi. Ciò è altresì utile a chiarire se i recenti andamenti dell'inflazione si iscrivono nel normale processo congiunturale oppure sono indicativi di cambiamenti strutturali di fondo. Tuttavia, non tutti i rischi si situano dal lato espansivo. Vari problemi strutturali, come la persistenza di un'elevata disoccupazione e di disavanzi pubblici, potrebbero ostacolare la ripresa nei paesi meno avanzati nel ciclo, specie se rallentasse la domanda di esportazioni.

Il prodotto potenziale nel presente ciclo

Il livello del prodotto potenziale non è direttamente osservabile e, quindi, non lo è neppure l'ampiezza del divario tra esso e il prodotto effettivo. La tabella II.3 mostra due stime di tale scarto per il 1994, riprese da un recente studio dell'OCSE. Appare evidente che, sebbene la maggior parte delle economie industriali al di fuori degli Stati Uniti stia tuttora operando al disotto del potenziale, in molte di esse il divario si sta colmando rapidamente. Nei paesi più avanzati nel ciclo – Australia, Canada, Regno Unito e Stati Uniti – nel 1994 i tassi di espansione hanno sopravanzato la crescita stimata del prodotto potenziale di un margine alquanto ampio. Per contro, nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale quest'ultima non è stata superata in misura significativa. Nondimeno, in molti di essi lo scostamento dal prodotto potenziale è alquanto modesto, spesso a causa di recessioni relativamente moderate.

Crescita della produttività e aggiustamento nel mercato del lavoro

Una spiegazione della dinamica contenuta finora mostrata dall'inflazione va ricercata nel comportamento dei costi di lavoro interni. Come si può osservare nella tabella II.4, in molti paesi i costi unitari del lavoro sono diminuiti lo scorso anno, per effetto sia di una progressione salariale relativamente lenta sia di una forte crescita della produttività rispetto agli inizi degli anni novanta. Per quanto sia normale che la produttività cresca rapidamente all'inizio di una fase espansiva, è possibile che ampie ristrutturazioni e riduzioni dei costi nel settore manifatturiero abbiano contribuito a un miglioramento strutturale della

Costi unitari
del lavoro in
diminuzione

PIL effettivo e potenziale									
Paesi	Crescita del PIL effettivo			Crescita del prodotto potenziale ¹				Divario ²	
	1971-80	1981-90	1994	Totale	Occupazione ³	Capitale ³	Produttività ^{3,4}	A	B
				1994				1994	
	Variazioni percentuali annue							in percentuale	
Stati Uniti	2,8	2,6	4,1	2,7	1,0	0,9	0,7	1,0	0,4
Giappone	4,5	4,1	0,5	3,5	1,0 ⁵	3,8 ⁵	2,4 ⁵	-2,3	-2,0
Germania occidentale	2,7	2,3	2,4	2,5	0,0	0,7	1,7	-1,2	-1,1
Francia	3,3	2,4	2,7	2,2	0,2	0,6	1,4	-3,5	-2,3
Italia	3,7	2,2	2,2	2,2	0,2	0,4	1,7	-2,0	-1,7
Regno Unito	2,0	2,6	3,7	2,3	0,3	0,2	1,8	-3,9	-2,0
Canada	4,6	2,9	4,5	2,7	1,2	1,0	0,5	-2,9	-2,8
Australia	3,4	3,2	5,4	2,9	1,2	0,7	1,0	-1,4	-0,6
Austria	3,6	2,1	2,7	2,2	0,4	1,1	0,8	-1,7	-1,2
Belgio	3,2	1,9	2,3	2,3	0,4	0,7	1,2	-2,1	-1,7
Danimarca	2,2	2,0	4,4	2,4	0,2	0,6	1,5	-1,9	0,0
Finlandia	3,5	3,2	3,9	3,3	1,1	0,0	2,2	-5,0	-4,1
Grecia	4,7	1,5	1,0	1,5	0,3	0,9	0,3	-2,3	-1,2
Irlanda	4,7	3,7	5,5	4,9	1,1	0,4	3,3	-0,1	0,1
Norvegia ⁶	4,8	2,5	3,9	1,2	0,0	0,4	0,8	-2,1	-0,2
Paesi Bassi	2,9	2,0	2,4	2,4	0,6	0,8	1,0	-2,1	-1,1
Spagna	3,5	3,0	2,0	2,1	0,0	0,6	1,5	-3,2	-2,3
Svezia	2,0	2,0	2,2	2,1	0,5	0,4	1,3	-3,9	-1,9

¹ Settore delle imprese. ² Il divario A è basato su una funzione della produzione, il divario B su serie temporali univariate usando un filtro Hodrick-Prescott (per maggiori dettagli si rimanda alla fonte sotto indicata). ³ Contributo in punti percentuali alla crescita del prodotto potenziale (tranne che per il Giappone). ⁴ Produttività tendenziale totale dei fattori. ⁵ Tassi annui di crescita; essendo stata impiegata una funzione della produzione CES, non è disponibile una composizione raffrontabile del potenziale. ⁶ Norvegia continentale, fatta eccezione per le prime due colonne.

Fonti: OCSE, "Working paper No. 152"; statistiche nazionali. Tabella II.3

produttività, riducendo la domanda di manodopera e contenendo gli effetti di spinta dei salari.

Un raffronto tra la crescita della produttività nell'industria manifatturiera statunitense durante il ciclo attuale e in quello precedente non evidenzia un siffatto miglioramento di natura inconsueta. Viceversa, in alcuni paesi, come Canada, Italia, Regno Unito e fors'anche Germania, la crescita della produttività è stata alquanto atipica. In tali paesi uno scarto positivo dei salari reali si era prodotto durante il boom precedente, quando le retribuzioni reali alla produzione (ossia le retribuzioni nominali in rapporto ai prezzi alla produzione) erano cresciute più rapidamente della produttività, con una conseguente contrazione dei margini di profitto nell'industria di trasformazione. Questa crescita era risultata dall'effetto congiunto di un rialzo delle retribuzioni nominali, dovuto al surriscaldamento del settore interno, e da vincoli sui prezzi alla produzione che avevano impedito alle imprese di trasferire integralmente alla clientela tali pressioni salariali. La traslazione dei salari ai prezzi di produzione era stata frenata non solo dalla crescente concorrenza internazionale delle economie di recente industrializzazione, ma anche dai vincoli posti dal cambio nominale. In Germania, Italia e nel Regno Unito, le parità nominali erano fisse all'interno dello

Ampie ristrutturazioni nel settore manifatturiero a seguito della compressione dei margini di profitto...

SME, e in Canada la politica monetaria restrittiva messa in atto verso la fine degli anni ottanta si era tradotta in un apprezzamento del cambio. Di conseguenza, i margini di profitto nel settore aperto avevano subito una compressione.

...determinano forti guadagni di produttività, un aggravamento della disoccupazione...

La debole posizione del settore manifatturiero di questi paesi, aggravata dal rallentamento economico a livello mondiale, ha accresciuto l'incentivo ad accelerare la dinamica della produttività. E in effetti, l'incremento della produttività in questo settore si è ridotto molto meno nella recessione recente, con il risultato che i guadagni cumulativi di produttività dall'inizio di tale recessione sono stati sensibilmente maggiori che durante l'espansione dei primi anni ottanta. All'origine di ciò vi sono massicce dismissioni di manodopera nell'industria, le quali hanno prodotto un notevole aumento della disoccupazione.

... e un calo dell'inflazione dei salari

La contrazione dei tassi di crescita salariale a partire dagli inizi degli anni novanta può spiegarsi in gran parte come risposta dei salari all'aumento della disoccupazione. L'accelerazione nella crescita della produttività e il calo dei salari reali alla produzione hanno entrambi agito nel senso di migliorare i margini di profitto. La rapidità con cui questi sono stati ricostituiti è dipesa anche dall'andamento dei tassi di cambio. Il deprezzamento della valuta in diversi paesi ha consentito alle imprese manifatturiere di ridurre i salari reali alla produzione e di accrescere i margini di profitto in misura alquanto sostanziale (Capitolo IV). In

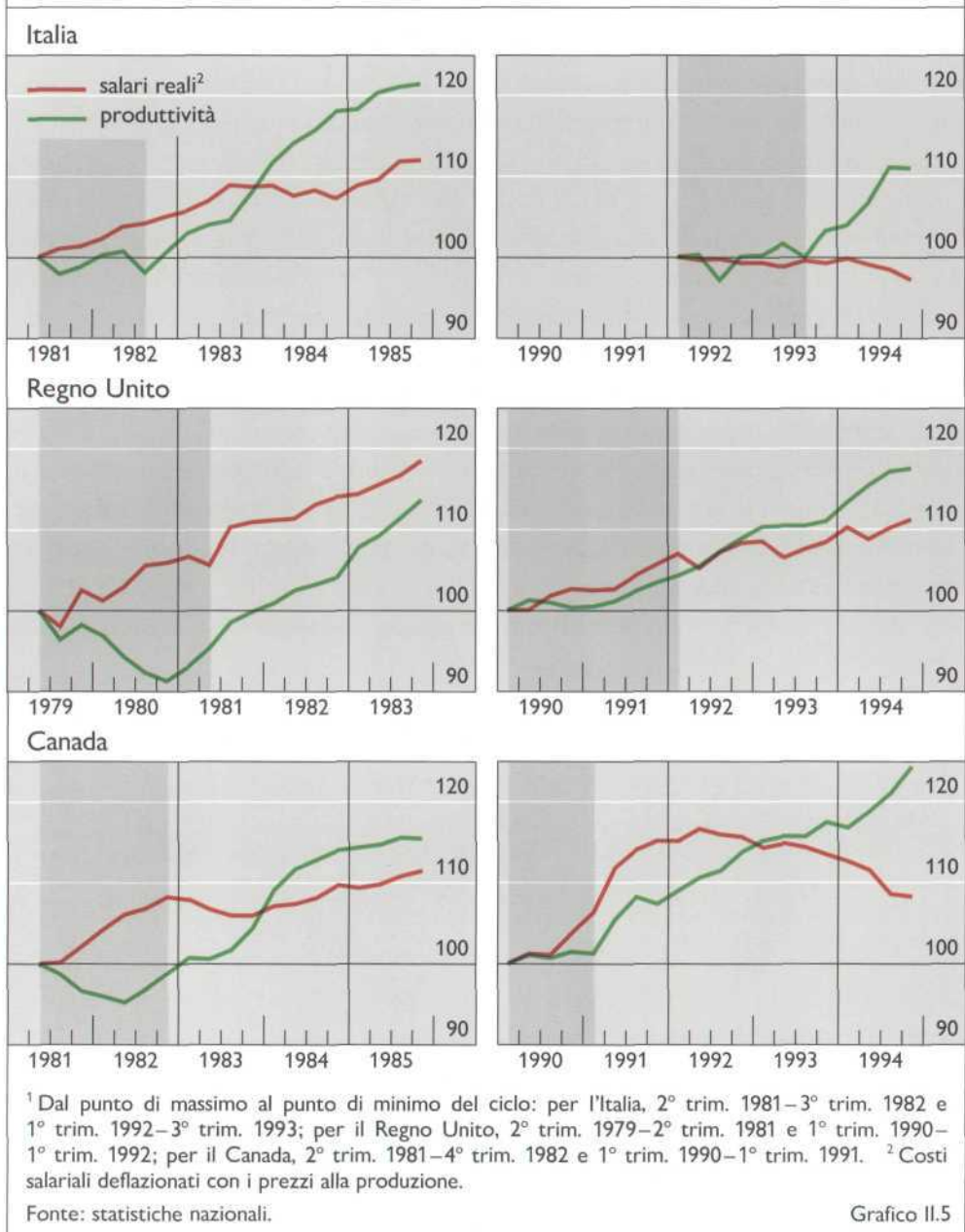
Costi unitari del lavoro e loro componenti*										
Paesi	Costi unitari del lavoro	Prezzi alla produzione	Salari nominali	Prezzi al consumo	Produttività	Costi unitari del lavoro	Prezzi alla produzione	Salari nominali	Prezzi al consumo	Produttività
	1990-93					1994				
	Variazioni percentuali annue									
Stati Uniti	2,2	2,4	4,5	3,9	2,3	-1,9	0,6	2,9	2,6	4,9
Giappone	5,0	-0,7	4,9	2,3	-0,1	-0,4	-2,0	2,5	0,7	2,9
Germania occidentale	3,9	1,3	6,5	3,6	2,5	-6,1	0,7	1,6	3,0	8,3
Francia	2,6	-1,7	4,5	2,8	1,8	-3,6	1,4	3,0	1,7	7,0
Italia	4,9	3,6	7,4	5,5	2,4	-2,7	3,8	3,9	3,9	6,8
Regno Unito	4,2	4,6	7,2	5,1	2,9	-0,1	2,5	4,7	2,5	4,8
Canada	1,0	0,7	5,5	3,4	4,5	-1,5	5,7	2,0	0,2	3,6
Australia	0,1	2,7	4,1	3,3	3,9	-3,2	0,8	2,8	1,9	6,1
Austria	2,1	2,0	6,1	3,6	4,0	-3,6	2,5	3,9	3,0	7,8
Belgio	1,7	-0,6	4,1	3,0	2,4	..	1,7	2,4	2,4	..
Danimarca	1,2	0,2	3,7	2,1	2,5	-7,1	1,1	3,3	2,0	11,3
Finlandia	-1,2	1,8	4,8	3,9	6,1	-5,9	1,6	4,2	1,1	10,5
Grecia	12,0	13,9	15,0	17,5	2,7	11,1	8,7	13,1	10,9	1,9
Irlanda	0,0	1,4	5,1	2,8	5,2	-2,5	1,1	2,7	2,3	5,4
Norvegia	3,3	1,5	4,2	3,0	0,8	0,5	1,4	2,9	1,4	2,4
Paesi Bassi	3,0	1,2	3,9	2,8	0,9	-5,7	0,5	2,3	2,8	8,5
Spagna	6,6	3,2	8,0	5,8	1,2	-5,0	4,4	4,7	4,7	10,2
Svezia	0,7	2,6	4,9	6,6	4,2	-0,7	4,2	4,7	2,2	5,3
Svizzera	1,8	1,8	5,2	4,6	3,4	-9,5	-0,3	1,9	0,9	12,5

* Nel settore manifatturiero. Le definizioni delle serie variano a seconda dei paesi.
 Fonti: statistiche nazionali; stime BRL.

Tabella II.4

“Wage gap” reale nell’industria manifatturiera

Medie trimestrali, picchi del ciclo precedente e di quello attuale¹ = 100



Giappone, per contro, l'apprezzamento reale dello yen, e con esso la maggiore penetrazione delle importazioni, si sono tradotti in una deflazione dei prezzi alla produzione, che ha più che compensato l'effetto sui profitti del recente calo dei costi unitari del lavoro.

La possibilità che il processo di ristrutturazione nel settore manifatturiero abbia accresciuto il prodotto potenziale e quindi smorzato le attuali pressioni inflazionistiche dipende anche dalla misura in cui l'effetto esercitato dall'aumento della produttività sia stato neutralizzato da un innalzamento del tasso di disoccupazione non generatore di spinte inflazionistiche (“non-accelerating inflation rate of unemployment” – NAIRU) dopo la recessione. Nel corso del presente ciclo, diversi fattori hanno esercitato sul NAIRU tali effetti potenzialmente

Fattori influenti sul NAIRU:

spostamenti
settoriali;

tendenze
demografiche;

isteresi;

e politiche
governative

Debole progres-
sione dei salari ...

... ma svolta
ascendente in
alcuni paesi,
nonostante l'alta
disoccupazione

compensativi. Innanzitutto, i grandi spostamenti settoriali nell'occupazione, menzionati in precedenza, possono aver contribuito a innalzare il NAIRU nella misura in cui le qualifiche professionali della manodopera nei settori in declino differiscono da quelle richieste nel terziario. E, com'è noto, il riaddestramento del personale è lungo e costoso. In secondo luogo, anche le tendenze demografiche possono aver agito in tal senso: con l'invecchiamento della generazione del "baby boom", il NAIRU potrebbe aumentare per il fatto che i lavoratori più anziani tendono a rimanere disoccupati più a lungo di quelli giovani. Infine, in molti paesi la soglia del NAIRU sembra innalzarsi con il crescere della disoccupazione di natura congiunturale. Una combinazione di fattori diversi, come i sussidi di disoccupazione relativamente elevati, la perdita di competenze professionali durante i periodi di disoccupazione, la forza dei sindacati e rigide normative sull'assunzione e dismissione di manodopera, ha reso più difficile e meno attraente per i disoccupati il rientro tra le forze di lavoro attive. Come sta a indicare la quota relativa dei disoccupati di lungo periodo, questo fenomeno è particolarmente pronunciato in Europa.

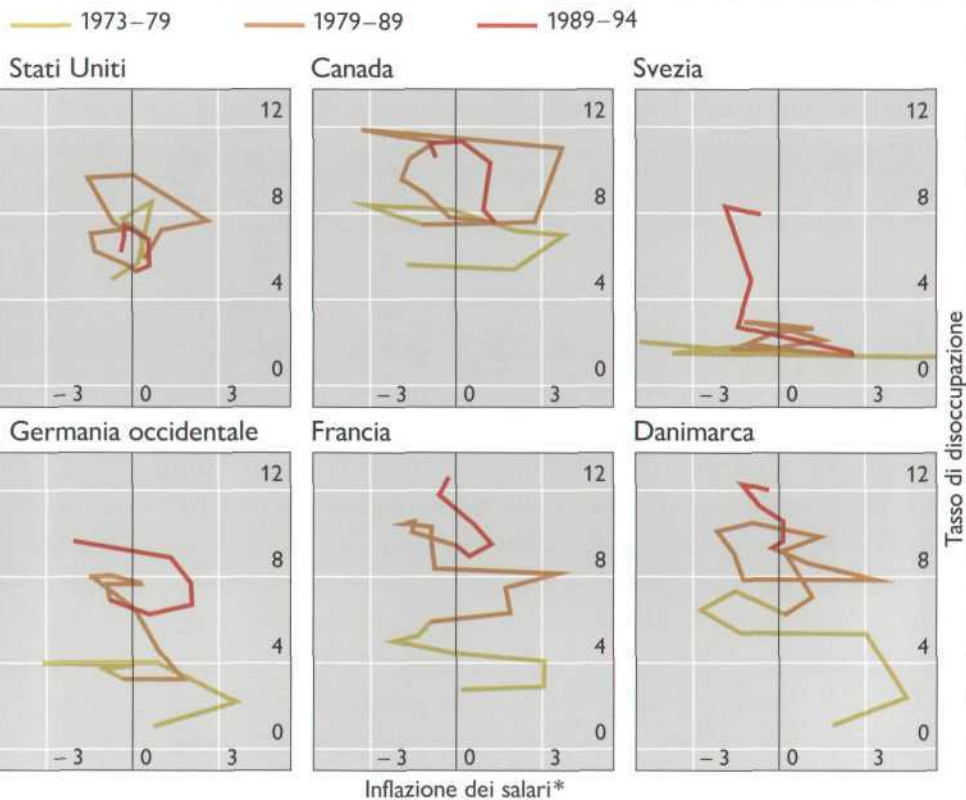
Di fronte alle preoccupazioni destinate da un'alta disoccupazione strutturale, molti Governi hanno intrapreso un'azione volta ad affrontare alcuni dei fattori che ostacolano la flessibilità del mercato del lavoro. Con il tempo tali iniziative dovrebbero contribuire ad abbassare il NAIRU. Ad esempio, importanti riforme del mercato del lavoro in Italia e Spagna potrebbero aver accresciuto la reattività dei salari alla disoccupazione attraverso le modifiche apportate al sistema di contrattazione salariale e l'allentamento delle restrizioni sulle condizioni di impiego. Altri paesi, fra cui il Canada, hanno modificato il sistema di assicurazione contro la disoccupazione, aumentando l'incentivo per gli inoccupati a ricercare attivamente un impiego. Altri ancora, come Belgio e Francia, hanno abbassato taluni oneri sociali, così da ridurre il costo della manodopera e da stimolare la crescita dell'occupazione.

Un modo per cercare di stabilire se queste misure hanno accresciuto la flessibilità del mercato del lavoro consiste nell'osservare direttamente l'interazione recente tra salari e disoccupazione (grafico II.6). Negli Stati Uniti il tasso di disoccupazione era sceso al 5,4% alla fine del 1994, un livello che tradizionalmente sarebbe stato considerato inferiore al NAIRU. Tuttavia, osservando il riquadro superiore sinistro del grafico parrebbe che rispetto a cicli precedenti il NAIRU sia diminuito. Stime econometriche della relazione media tra tasso di disoccupazione e tasso di crescita dei guadagni orari indicano parimenti che l'aumento effettivo delle retribuzioni è stato minore di quanto ci si potesse attendere. Per Australia, Canada e Regno Unito, d'altra parte, non vi sono indicazioni che il NAIRU si sia mosso verso il basso. In risposta al rapido calo della disoccupazione, l'inflazione dei salari ha superato il punto di minimo e nel 1994 è tornata ad aumentare.

Nei paesi dell'Europa continentale, a ogni ciclo economico degli ultimi venti anni il NAIRU si è posizionato a un livello più alto. Sebbene non vada trascurato l'impatto delle riforme strutturali, è probabile che prevalga tale dinamica. Nonostante i livelli assai elevati di disoccupazione, vi sono indicazioni che la crescita salariale sta nuovamente accelerando in Europa. Ciò vale in particolare per i paesi nordici, dove la svolta è avvenuta nell'estate del 1993, ma è ravvisabile anche dall'esito delle recenti contrattazioni salariali in Francia e Germania.

Disoccupazione e inflazione dei salari in determinati paesi

In percentuale e punti percentuali



* Misurata come scostamento dal trend.

Fonti: OCSE; stime BRI.

Grafico II.6

Date tutte le incertezze insite nella precedente analisi, occorre cautela nel considerare le recenti tendenze dei costi unitari del lavoro come un fattore permanente, atto a proteggere da una ripresa dell'inflazione. Dopo anni di saggi di incremento dei salari reali negativi o molto bassi, esiste il pericolo di un processo di recupero accompagnato da rivendicazioni salariali che potrebbero sfociare in crescenti costi unitari del lavoro allorché la crescita della produttività si sarà normalizzata. Per giunta in alcuni paesi, come Australia, Finlandia, Italia, Norvegia, Spagna, Svezia e Svizzera, il livello misurato dell'inflazione sta già salendo quest'anno per effetto di inasprimenti dell'imposizione indiretta, con il pericolo che si metta in moto una spirale salari/prezzi qualora i lavoratori ricercassero una compensazione a tali maggiori oneri.

Investimenti e stock di capitale

Durante l'ultima recessione, così come in precedenti fasi di contrazione ciclica, il livello degli investimenti è calato nella maggior parte dei paesi. In alcuni di essi, fra cui Francia, Regno Unito e Belgio, l'attività di investimento ha stentato a prendere slancio anche nel corso della ripresa. Inoltre, in vari casi è stata data preminenza agli investimenti di ristrutturazione (ad esempio, in attrezzature informatiche) a scapito di quelli di tipo estensivo. Sebbene i primi riducano i costi e contribuiscano a contenere i prezzi, essi potrebbero non

accrescere significativamente la capacità produttiva totale dell'economia. Di conseguenza, vi è il timore che possano manifestarsi strozzature dal lato dell'offerta e spinte sui prezzi a causa di una formazione netta di capitale relativamente debole durante l'ultima recessione. Le indicazioni non sono peraltro univoche.

Crescita calante della formazione netta di capitale...

Nel corso degli anni novanta il tasso di crescita stimato dello stock di capitale netto nel settore delle imprese è effettivamente diminuito in molti paesi, sebbene vada precisato che tali stime implicano criteri presuntivi intrinsecamente incerti per l'ammortamento e in taluni casi potrebbero risultare distorte per difetto, in quanto non è tenuto adeguatamente conto del ribasso dei prezzi di molti beni d'investimento. In Giappone, Regno Unito e Canada il tasso di crescita dello stock di capitale è sceso di circa 2 punti percentuali dagli inizi del decennio, mentre in Francia e Italia il rallentamento si è limitato a 1 punto percentuale. Nella Germania occidentale, grazie alla riunificazione, tale crescita ha potuto essere mantenuta ai livelli precedenti, e negli Stati Uniti una vigorosa attività d'investimento dal 1992 ha fatto sì che essa superasse il precedente massimo toccato nel 1989.

... pur senza seri problemi di scarsità di capitale?

Laddove sono intervenute flessioni nell'investimento netto, esse non sono necessariamente indicative di un particolare problema di scarsità di capitale. Un calo tendenziale nella formazione di capitale è evidente dagli inizi degli anni settanta. Nei due cicli precedenti il tasso di espansione dello stock di capitale nei sette maggiori paesi si era mediamente ridotto di circa 1 punto percentuale. Inoltre, in Canada, Regno Unito e Giappone la maggiore contrazione registrata nel ciclo attuale è stata preceduta da un più pronunciato boom degli investimenti verso la fine degli anni ottanta. Infine, come in occasione di precedenti recessioni, nella maggior parte dei paesi il rapporto capitale/lavoro è tornato ad aumentare sensibilmente.

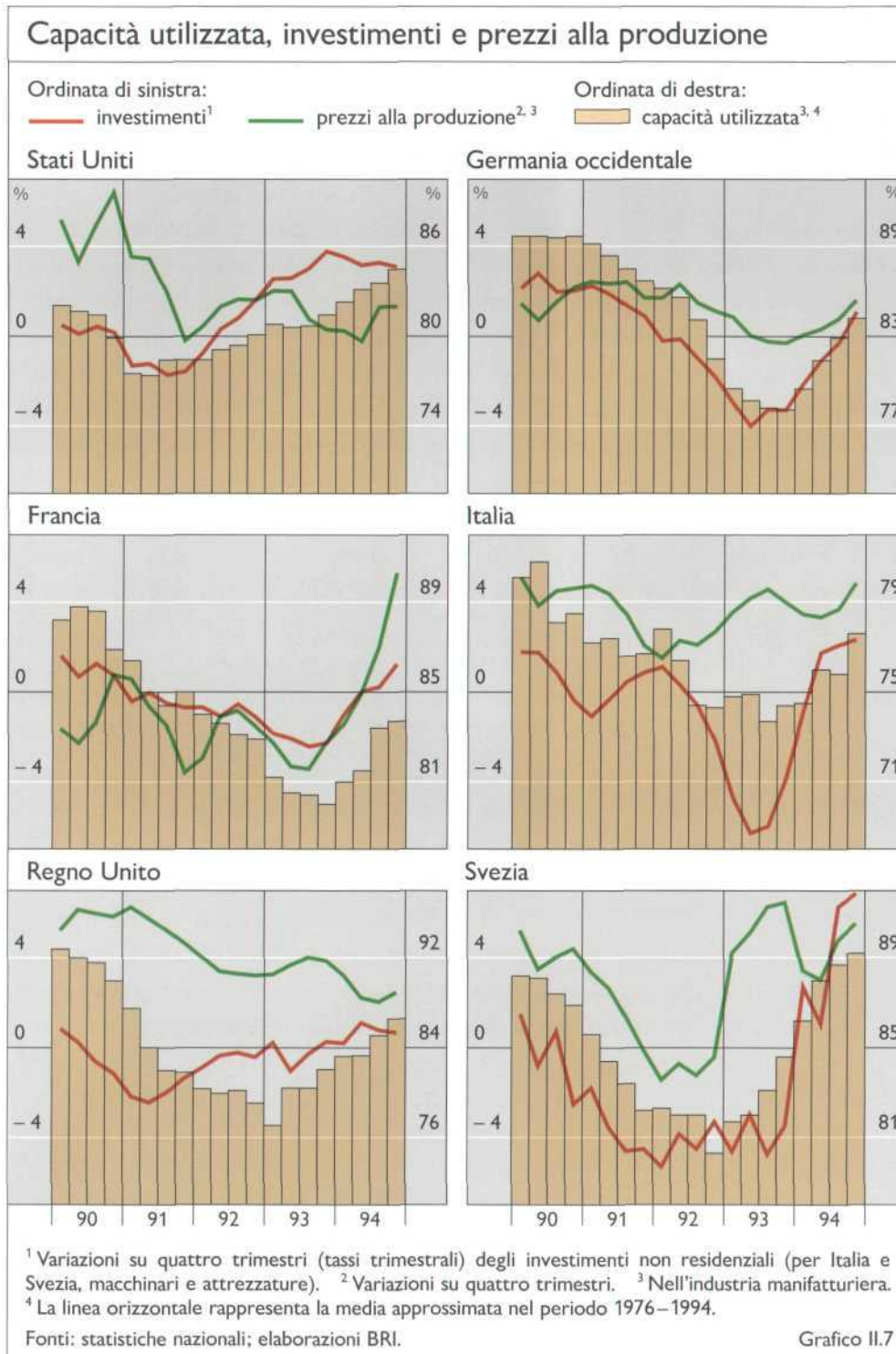
Il crescente utilizzo della capacità nel settore manifatturiero...

Nondimeno, poiché in molti paesi l'espansione della domanda si è concentrata nell'industria manifatturiera, la situazione quale si presenta per l'intero settore delle imprese potrebbe dissimulare possibili strozzature dal lato dell'offerta. Ad esempio, nei paesi le cui valute hanno registrato un forte deprezzamento la crescita della domanda di esportazioni viene soddisfatta principalmente dal settore manifatturiero, dove il grado di utilizzo della capacità sta salendo molto rapidamente. Inoltre, in diversi paesi dell'Europa continentale una combinazione di fattori, quali la lenta crescita della capacità nell'industria di trasformazione (Belgio, Francia), una recessione relativamente moderata (Danimarca, Paesi Bassi) e una ripresa eccezionalmente rapida della produzione industriale (Austria, Germania), ha parimenti portato la capacità utilizzata a livelli elevati già in una fase precoce della ripresa. Desti una certa inquietudine il fatto che l'andamento calante dell'inflazione dei prezzi alla produzione si sia arrestato relativamente presto nel presente ciclo e che le aspettative di prezzo nell'industria manifatturiera siano chiaramente al rialzo. Nello stesso tempo, come mostra il grafico II.7, gli elevati livelli di capacità utilizzata hanno recentemente promosso un'intensa attività di investimento. La possibilità che si manifestino strozzature dipende dalla rapidità con cui il nuovo capitale potrà essere installato e reso operativo. A breve termine, è probabile che l'investimento vada ad accrescere maggiormente la domanda che l'offerta.

... determina aspettative di prezzi al rialzo e massicci investimenti

Vincoli sulla domanda interna

Nei paesi in cui il sottoimpiego di risorse produttive si sta rapidamente riducendo, la sostenibilità della crescita economica dipenderà dalla misura in cui gli attuali tassi di espansione si riporteranno su valori più moderati. Di pari passo con tale moderazione nei paesi che stanno raggiungendo il pieno impiego della capacità, la domanda interna dovrà rafforzarsi in altri paesi che fanno attualmente affidamento sulle esportazioni per sostenere la crescita del prodotto e



l'occupazione. Il permanere di una serie di problemi strutturali potrebbe peraltro pregiudicare la possibilità che si realizzi una ripresa equilibrata e durevole.

Disoccupazione e spesa per consumi delle famiglie

Dinamica sostenuta dei redditi delle famiglie nei paesi avanzati nel ciclo...

La tabella II.5 mostra che nei paesi più avanzati nel ciclo, l'espansione della domanda interna è stata sorretta da un forte aumento del reddito reale disponibile delle famiglie. In Australia, ad esempio, lo scorso anno il monte-salari è cresciuto di oltre il 5% in termini reali. Buona parte di tale incremento in questi paesi può essere attribuita al calo della disoccupazione, giacché le retribuzioni reali di per sé sono rimaste relativamente stagnanti.

... ma crescita modesta in molti altri...

Per contro, in molti paesi europei per il secondo anno consecutivo la crescita del potere d'acquisto delle famiglie è stata modesta o nulla. Fanno eccezione Irlanda e Norvegia, che hanno beneficiato di un miglioramento alquanto rapido dell'occupazione, nonché Austria e Danimarca, dove l'aumento del reddito reale disponibile è principalmente derivato da sgravi d'imposta e maggiori trasferimenti. Di conseguenza, la crescita moderata della spesa reale per consumi, registrata nei maggiori paesi europei durante il 1994, va attribuita essenzialmente a un calo del saggio di risparmio. Si tratta di un fenomeno non inconsueto per una fase di post-recessione, allorché i consumatori cercano di

... con conseguente calo del saggio di risparmio

Reddito reale disponibile, spesa reale per consumi e saggio di risparmio delle famiglie									
Paesi	Reddito disponibile			Spesa per consumi			Saggio di risparmio*		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994
	Variazioni percentuali annue						in percentuale		
Stati Uniti	3,1	1,5	3,5	2,8	3,3	3,5	5,5	4,1	4,1
Giappone	0,8	2,3	3,5	1,7	1,0	2,2	14,4	15,6	16,6
Germania occidentale	1,7	-0,5	-0,3	2,0	0,2	0,8	13,9	13,3	12,3
Francia	2,0	0,4	1,1	1,4	0,2	1,5	13,7	13,8	13,5
Italia	1,5	-3,4	0,5	1,1	-2,5	1,6	17,4	16,8	15,5
Regno Unito	2,7	1,4	1,2	0,0	2,7	2,6	12,8	11,7	10,4
Canada	1,0	0,8	1,3	1,3	1,6	3,1	9,6	9,1	7,6
Australia	2,2	1,6	3,7	3,3	2,0	4,0	5,1	4,7	4,4
Austria	0,3	-0,7	3,2	2,0	0,2	2,3	12,5	11,7	12,5
Belgio	3,2	1,1	1,1	2,6	-1,0	0,7	20,4	22,0	20,7
Danimarca	0,4	3,8	3,9	1,1	2,3	7,1	15,9	16,8	11,8
Finlandia	-2,8	-4,3	-1,2	-4,9	-3,9	2,0	7,1	6,6	3,7
Grecia	-0,5	3,0	1,9	1,8	0,2	1,5	19,1	21,3	21,6
Irlanda	3,6	4,9	2,8	2,9	1,2	5,3	12,6	14,8	13,1
Norvegia	4,3	1,6	4,2	1,8	2,2	4,5	4,8	4,8	4,0
Paesi Bassi	2,8	-0,1	1,0	2,5	0,7	1,6	13,0	12,3	12,3
Portogallo	1,9	1,6	1,0	3,7	0,4	0,3	18,0	18,3	18,2
Spagna	0,7	0,5	-0,4	2,2	-2,0	0,9	9,7	12,5	12,0
Svezia	3,5	-3,1	1,2	-1,4	-3,7	0,5	6,2	7,1	7,8
Svizzera	-0,5	-1,6	0,3	-0,1	-0,8	1,3	12,7	12,0	11,1

* Risparmio netto delle famiglie (per Francia, Italia e Regno Unito, risparmio lordo) in percentuale del reddito disponibile di questo settore.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella II.5

mantenere invariata la spesa anche a livelli di reddito più bassi, ma questo effetto dovrebbe presumibilmente essere neutralizzato da un aumento della quota di risparmio con l'accrescersi del reddito reale disponibile. È anche possibile che si manifestino due fattori eccezionali di freno alla spesa per consumi. Anzitutto, in molti paesi europei la ripresa dell'attività economica non si è ancora tradotta in un calo apprezzabile della disoccupazione. Se questa situazione dovesse persistere o se il numero dei disoccupati salisse ulteriormente a seguito di perduranti ristrutturazioni nell'industria europea, la fiducia dei consumatori potrebbe risentirne e con essa la spesa per consumi. In secondo luogo, in alcuni paesi e in modo particolare in Germania e nel Regno Unito, gli aumenti d'imposta stanno producendo effetti negativi sul reddito disponibile nel 1995, deprimendo così i consumi. Ma anche nei paesi che non rientrano in questo ambito, è possibile che il timore di inasprimenti tributari resi inevitabili dai crescenti oneri per il servizio del debito accresca il risparmio a titolo precauzionale.

Prezzi nominali e deflazionati degli immobili								
Paesi e città	Prezzi nominali				Prezzi deflazionati			
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994
Indici, 1986 = 100								
Immobili residenziali								
Stati Uniti	130	133	136	138	105	104	103	102
Giappone	165	151	143	141	150	135	127	124
Regno Unito	172	166	162	164	126	117	112	111
Canada	156	159	161	166	123	124	124	127
Australia	180	182	186	201	130	130	130	138
Germania occidentale ¹	138	150	150	152	125	131	125	123
Francia ²	206	183	173	171	176	153	141	137
Svezia	189	171	153	159	133	118	101	103
Norvegia	94	90	91	103	72	67	67	74
Finlandia	149	122	113	120	115	92	83	88
Immobili non residenziali: maggiori città								
Stati Uniti ³	83	72	67	64	67	56	51	48
Tokyo	169	137	112	94	154	122	99	83
Londra	99	69	73	92	73	49	51	62
Toronto ⁴	119	103	84	73	94	80	64	56
Sydney	119	83	79	94	86	60	56	65
Francoforte	262	199	182	166	236	173	152	134
Parigi	146	120	105	99	125	100	86	79
Milano	234	201	170	145	177	144	117	96
Madrid	245	177	112	114	184	125	76	74
Bruxelles	173	166	144	135	153	144	121	111
Stoccolma	108	95	76	81	76	65	50	52
Oslo	71	60	67	67	55	49	49	48
Helsinki	155	122	118	135	120	91	87	98

¹ Quattro città maggiori. ² Soltanto Parigi, abitazioni già esistenti. ³ Nord-Est. ⁴ Indice dei prezzi degli uffici nell'Ontario.

Fonti: National Association of Realtors; Frank Russell; Jones Lang Wootton; varie altre associazioni immobiliari private; statistiche nazionali.

Tabella II.6

Indebitamento nel 1993 ¹ : struttura in base al grado di aggiustabilità dei tassi d'interesse				
Paesi	A breve termine ²	A medio-lungo termine aggiustabile ³	Prevalentemente a tasso fisso	Per memoria: indebitamento totale in percentuale del PIL
	in percentuale dell'indebitamento totale			
Stati Uniti	14	20	66	114
Giappone	35 ⁴	–	65	202
Germania	16	23	62	125
Francia	17	27	57	90
Italia	51	≤22	≥26	64
Regno Unito	73 ⁴	–	27	117
Canada	19	40	41	108
Australia	40	26	34	98
Austria	27	> 0	<73	88
Belgio	23	21	56	86
Paesi Bassi	17	8	75	115
Spagna	40	3	57	79
Svezia ⁵	29	6	65	143
Svizzera ⁵	22	8	69	179 ⁶

¹ Passività del settore non statale: prestiti ottenuti da banche e altre istituzioni finanziarie, nonché titoli in essere; esclusi i crediti commerciali. ² Fino a un anno (per l'Italia, fino a diciotto mesi; per i Paesi Bassi, fino a due anni). ³ Aggiustabile a intervalli fino a un anno e in linea con i tassi a breve. ⁴ Comprende l'indebitamento a medio-lungo termine a tasso aggiustabile. ⁵ 1992. ⁶ Mutui di fondi pensione e assicurazioni del ramo vita, in parte stimati.

Fonti: banche centrali; stime BRI. Tabella II.7

Alti tassi d'interesse reali

I crescenti tassi d'interesse reali...

Il brusco rialzo dei tassi d'interesse a lungo termine nel 1994 ha riportato i loro valori corretti per l'inflazione sui livelli relativamente elevati registrati per gran parte degli anni ottanta. Mentre le cause che sono all'origine di questo andamento sono analizzate nel Capitolo V, qui l'accento è posto sui rischi che i più alti tassi d'interesse comportano per la ripresa. Benché l'aumento dei tassi reali possa essere visto come un meccanismo di riequilibrio, salutare per paesi in cui il sottoimpiego di potenziale produttivo va rapidamente scomparendo, vi è altresì il pericolo che esso possa minacciare la ripresa economica nei paesi in posizione ciclica più arretrata.

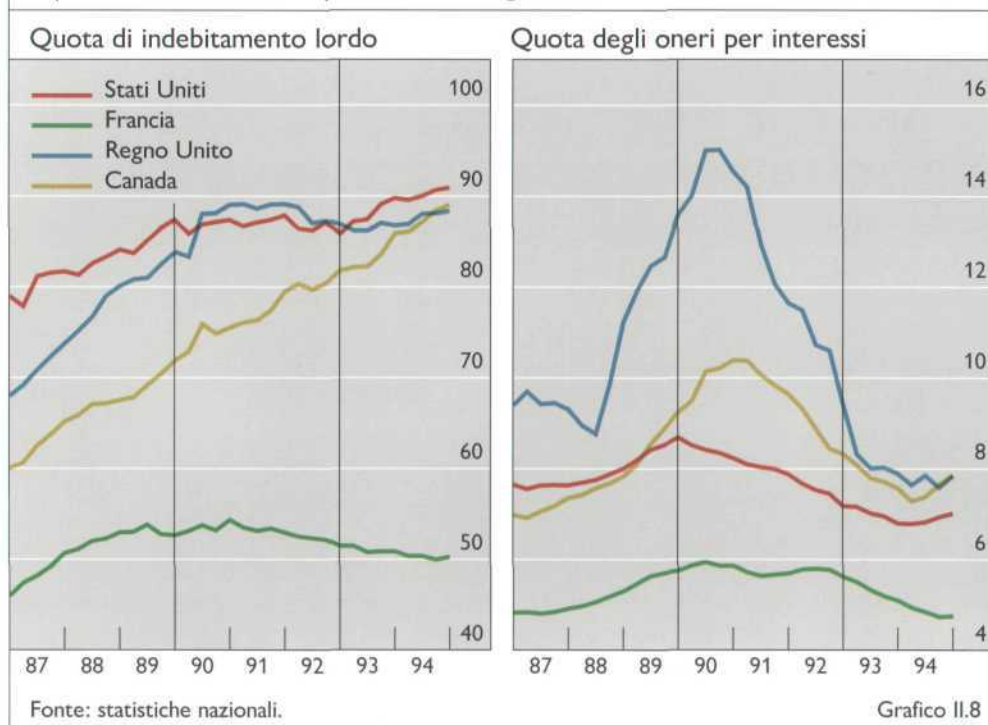
... non frenano ancora l'attività di investimento...

L'impatto dei crescenti tassi d'interesse sugli investimenti non residenziali potrebbe essere facilmente compensato da altri influssi più favorevoli. Come notato in precedenza, nei paesi più avanzati nel ciclo gli investimenti stanno crescendo alquanto vigorosamente a seguito dell'aumento della capacità utilizzata. In quelli appena usciti dalla recessione, l'elevata redditività nell'industria manifatturiera e le buone prospettive di domanda avranno un peso maggiore del rialzo dei tassi reali. Inoltre, in molti paesi il protratto periodo di debole attività d'investimento ha permesso alle imprese di ridurre gli oneri debitori accumulati verso la fine degli anni ottanta, dotandole inizialmente di fondi interni sufficienti a finanziare nuove spese in conto capitale.

Le componenti della domanda delle famiglie più sensibili ai tassi d'interesse potrebbero essere colpite maggiormente. In molti paesi i tassi ipotecari a lungo

Indebitamento lordo e oneri per interessi nel settore delle famiglie

In percentuale del reddito disponibile delle famiglie



termine sono aumentati in misura variante da 1 a 2 punti percentuali dall'inizio dello scorso anno, determinando un indebolimento del settore delle abitazioni. Per gli Stati Uniti si tratta di uno sviluppo recente, ma nel Regno Unito e in Canada esso accentua gli effetti frenanti su un settore già depresso. Per contro, in Germania la crescita degli investimenti in abitazioni, stimolata dalla riunificazione e dalle agevolazioni fiscali sugli interessi ipotecari, non ha dato finora segni di cedimento, anche se ciò potrebbe verificarsi con il venir meno degli sgravi fiscali.

... tranne che nel settore delle abitazioni

Più importanti dei tradizionali effetti di sostituzione potrebbero rivelarsi gli effetti di ricchezza e cash flow indotti dalle variazioni dei tassi d'interesse. Con riferimento all'effetto ricchezza, come si vedrà nel Capitolo V, i corsi azionari non hanno risentito in modo particolare del brusco calo dei prezzi delle obbligazioni iniziato nel febbraio 1994. Inoltre, nonostante gli accresciuti tassi d'interesse, nei paesi più avanzati nel ciclo i prezzi delle abitazioni sono saliti leggermente lo scorso anno, mentre in altri il loro andamento calante si è arrestato. I prezzi degli immobili non residenziali continuano generalmente a essere assai depressi.

Effetti di ricchezza

L'effetto cash-flow dei più alti tassi d'interesse dipende anzitutto dalla misura in cui le famiglie e le imprese hanno vincoli di liquidità, nonché dalla consistenza e dalla struttura per scadenze delle loro posizioni attive e passive. L'ascesa dei tassi d'interesse dovrebbe avere un impatto solo modesto sul cash-flow nei paesi in cui sia le famiglie che le imprese fanno prevalentemente ricorso al finanziamento a lungo termine a tasso fisso. Tuttavia, come si può osservare nella tabella II.7, nei paesi anglofoni, a eccezione degli Stati Uniti, la quota di indebitamento a tasso aggiustabile è relativamente alta, e ciò implica un adeguamento

Maggiori effetti di cash-flow nei paesi anglofoni

rapido degli oneri finanziari ai più alti tassi a breve. Benché gli esborsi per interessi come quota del reddito disponibile delle famiglie siano diminuiti sensibilmente dopo l'allentamento della politica monetaria iniziato nei primi anni novanta, l'indebitamento lordo è rimasto molto elevato, superando persino i livelli toccati durante la recessione. Poiché le autorità monetarie hanno cominciato a innalzare i tassi a breve per contrastare le spinte inflazionistiche, gli oneri per interessi sono destinati a salire, e ciò potrebbe porre un freno alla crescita della domanda.

Elevato debito pubblico

Ulteriore aumento
del rapporto
debito/PIL...

Nonostante la crescita economica più forte del previsto e il miglioramento strutturale dei disavanzi di bilancio primari di diversi paesi, il rapporto medio debito/PIL dei paesi riportati nella tabella II.8 è salito ulteriormente lo scorso anno, portando a oltre 10 punti percentuali l'aumento cumulativo dalla fine degli anni ottanta. Sebbene nei paesi considerati il disavanzo primario sia calato in media dello 0,9% del PIL, un miglioramento addizionale dell'1,7% sarebbe stato necessario per evitare che nel 1994 il rapporto debito/PIL si accrescesse. Questi valori medi celano ovviamente situazioni assai diverse tra i vari paesi; a un estremo si colloca la Svezia, che ha nuovamente registrato un aumento del debito netto di circa il 6% del PIL e all'altro l'Irlanda, che è riuscita a ridurre di quasi il 5% rispetto al PIL le dimensioni del proprio debito. Con l'eccezione degli Stati Uniti, lo scorso anno tutti i maggiori paesi industriali hanno visto ampliarsi di oltre il 2% il rapporto debito/PIL.

... nonostante
l'accelerazione
della crescita

L'ulteriore accumulo di debito pubblico è intervenuto nonostante il fatto che l'accelerazione della crescita nel 1994 abbia più che compensato l'impatto negativo dei più alti tassi d'interesse. Una crescita più sostenuta non solo riduce direttamente il rapporto di indebitamento in quanto agisce sul denominatore, ma consente al tempo stesso di arginare i disavanzi di bilancio, in quanto accresce le entrate fiscali e diminuisce la spesa pubblica per sussidi di disoccupazione e altre forme di assistenza. Lo scorso anno questi effetti erano evidenti soprattutto nei paesi relativamente avanzati nel ciclo. In Canada, per esempio, si stima che l'accelerazione della crescita abbia contribuito a un miglioramento congiunturale del bilancio primario nella misura dello 0,9% del PIL. Della stessa entità, per contro, è stato il peggioramento del disavanzo primario fatto registrare dal Giappone. Anche se un rafforzamento della crescita economica in futuro potrebbe alleviare in parte l'onere del risanamento nei paesi dell'Europa continentale, in molti casi sarà comunque necessario un ulteriore consistente miglioramento strutturale del saldo primario. In Francia e in Spagna, ad esempio, per stabilizzare l'incidenza del debito al livello del 1994 si stima che tale miglioramento dovrebbe collocarsi a oltre il 4% del PIL. Si tratta di un contributo che va ben al di là di quanto ci si possa attendere da un rafforzamento ciclico del bilancio primario.

L'impatto sul rapporto di indebitamento di un rialzo dei tassi d'interesse dipende dalle dimensioni e dalla struttura per scadenze del debito in essere. La concomitanza di un debito pubblico ingente e di una struttura per scadenze incentrata sul segmento a breve termine può rendere la situazione della finanza pubblica estremamente vulnerabile di fronte a un'ascesa dei tassi a breve. Tale eventualità sottolinea l'esigenza di un ulteriore risanamento dei bilanci pubblici,

Fattori di accumulo del debito delle amministrazioni pubbliche										
Paesi	Esborsi netti per interessi	Disavanzo primario		Effetto crescita	Debito netto	Esborsi netti per interessi	Disavanzo primario		Effetto crescita	Debito netto
		Totale	Ciclico				Totale	Ciclico		
	1993					1994				
in percentuale del PIL										
Stati Uniti	1,9	1,5	0,1	- 1,9	38,1	1,9	0,1	-0,4	- 2,2	37,7
Giappone	0,4	1,0	0,1	0,0	7,7	0,5	2,9	1,0	- 0,1	11,0
Germania	2,6	0,7	0,6	- 0,7	35,2	2,8	-0,4	0,5	- 1,7	37,9
Francia	3,1	2,7	2,3	- 0,3	27,2	3,3	2,3	2,0	- 1,0	31,8
Italia	11,5	2,0	1,2	- 3,9	117,9	10,3	-1,1	1,1	- 6,3	120,8
Regno Unito	2,2	5,5	1,9	- 1,8	40,7	2,5	3,8	1,3	- 2,3	44,8
Canada	4,9	2,2	2,5	- 1,9	61,8	5,0	0,3	1,6	- 3,1	64,0
Australia	1,1	2,6	1,1	- 0,7	19,7	2,1	2,7	0,3	- 1,2	23,9
Austria	3,6	0,5	0,8	- 1,9	58,4	3,4	0,6	0,5	- 3,3	59,1
Belgio	9,6	-3,0	1,3	- 3,2	129,9	9,4	-4,0	1,2	- 5,7	129,5
Danimarca	3,8	0,7	2,4	- 0,8	33,7	3,8	0,4	1,2	- 2,1	35,8
Finlandia	-0,5	8,4	3,6	0,0	-11,0	0,7	4,9	2,6	0,7	- 9,0
Grecia	12,7	0,7	1,1	-10,2	117,2	14,0	-0,9	1,3	-12,7	120,8
Irlanda	4,8	-2,5	0,1	- 6,6	92,7	3,8	-1,7	0,0	- 6,7	87,9
Norvegia	-0,8	3,5	1,8	0,8	-14,7	-0,2	1,0	0,8	0,8	-13,1
Paesi Bassi	4,7	-1,6	1,7	- 1,1	59,7	4,5	-1,5	1,5	- 2,5	60,2
Portogallo	6,8	0,6	0,6	- 3,6	67,0	5,6	0,2	1,1	- 3,8	69,9
Spagna	4,9	2,7	1,2	- 1,1	42,8	5,7	1,1	1,3	- 2,6	47,1
Svezia	1,5	11,9	3,1	0,0	18,8	3,0	8,2	2,4	- 0,9	25,1
Media*	2,9	1,8	0,8	- 1,5	40,1	2,9	0,9	0,6	- 2,1	41,9

Nota: la variazione nel rapporto del debito netto comprende l'indice degli esborsi netti per interessi, il disavanzo primario e l'effetto crescita (le discrepanze riflettono variazioni di valutazione del debito e differenze contabili); una cifra con segno positivo indica un aumento del rapporto di debito. La somma delle prime due componenti è uguale al rapporto fabbisogno netto/PIL delle amministrazioni pubbliche. 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.

* Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 1990.

Fonti: OCSE; stime BRI.

Tabella II.8

specie nei paesi con debito elevato. Un rafforzamento della situazione delle finanze non solo favorirà la discesa dei tassi d'interesse reali, accrescendo la massa del risparmio; esso è altresì necessario se si vuole che i governi siano in grado di affrontare pressanti problemi futuri, come le tensioni sulla spesa pensionistica e sanitaria derivanti dall'invecchiamento della popolazione e l'accresciuto fabbisogno di investimenti in infrastrutture. Un'energica azione di riequilibrio potrebbe indurre un circolo virtuoso di decrescenti oneri per interessi e quindi di più bassi livelli di debito.

Paesi in via di sviluppo e paesi già a economia pianificata

Crescita economica e riforme strutturali nei paesi in via di sviluppo

Lo scorso anno nei PVS il prodotto è aumentato del 6%, ossia più rapidamente che in ciascuno dei quattro anni precedenti. In America latina il tasso di crescita è passato dal 3% nel 1993 al 4,5% nel 1994, mentre in Asia per il terzo anno

Più rapida crescita del prodotto...

consecutivo l'espansione è stata superiore all'8%. Sebbene in molti paesi asiatici si sia verificata un'accelerazione della crescita, l'economia cinese ha segnato un leggero rallentamento rispetto al rapido ritmo di sviluppo degli anni precedenti. Il tasso di espansione dei paesi africani è stato piuttosto modesto (tabella II.9).

... dovuta a favorevoli fattori esterni...

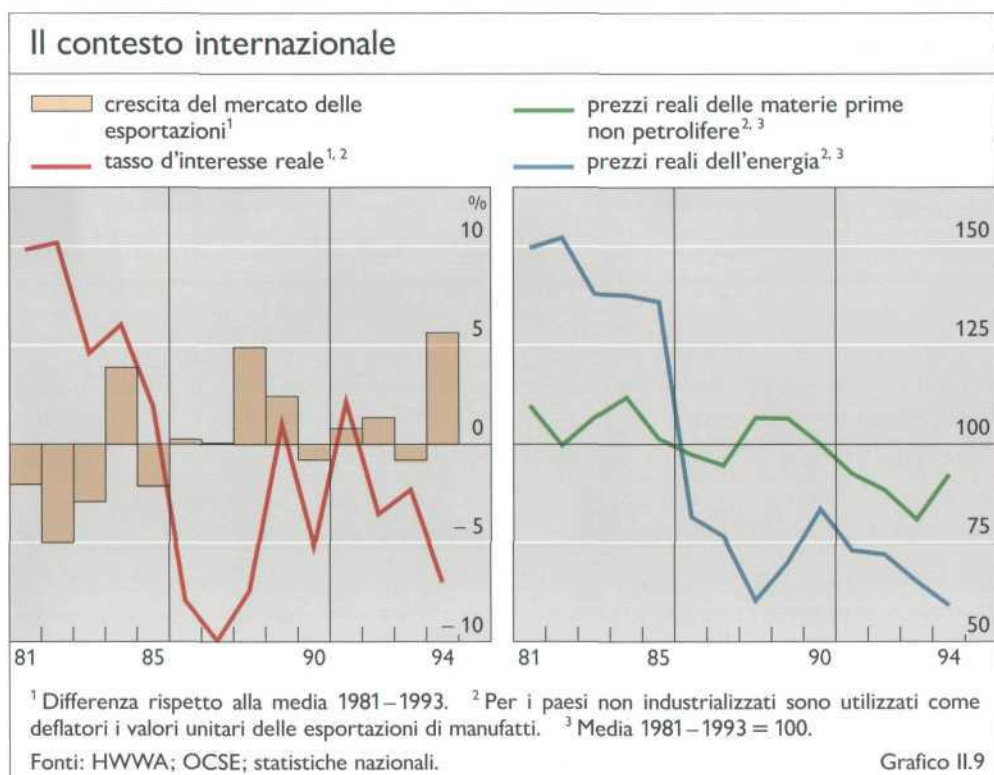
Il più favorevole contesto internazionale dello scorso anno ha indubbiamente contribuito alla migliorata prestazione economica dei PVS. Un fattore rilevante in tal senso è stato l'impulso fornito alle esportazioni dall'accelerazione del ritmo di sviluppo nei paesi industriali. Inoltre, nel 1994 i corsi delle materie prime non petrolifere sono aumentati decisamente, mentre il prezzo reale dell'energia ha mantenuto la tendenza al ribasso, cosicché molti paesi hanno beneficiato di guadagni nelle ragioni di scambio. Infine, nonostante l'inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti, i tassi d'interesse reali a breve sono rimasti relativamente bassi, mantenendo a livelli contenuti gli oneri per il servizio del debito (grafico II.9).

... e a riforme strutturali

Le energiche riforme strutturali realizzate in numerosi paesi sono state ancor più determinanti nel migliorare sia il potenziale di crescita sia i risultati effettivi. Pare oggi generalmente accettata la tesi secondo cui l'espansione economica è incoraggiata nel modo migliore dall'azione delle forze di mercato in uno stabile contesto di bassa inflazione. In America latina i cronici disavanzi di bilancio sono stati in gran parte eliminati. Anche in India la liberalizzazione dell'attività economica ha compiuto notevoli progressi, e in Africa diversi paesi hanno concesso maggiore spazio ai meccanismi di mercato.

Turbolenze sui mercati finanziari...

Questo quadro sostanzialmente favorevole ai PVS è stato però offuscato dai numerosi episodi di turbolenza verificatisi sui mercati finanziari. Gli effetti scaturiti dapprima dall'aumento dei tassi d'interesse statunitensi e quindi, con ben maggiore forza, dalla crisi di liquidità che ha colpito il Messico, sono stati altresì



Crescita e inflazione								
Paesi e regioni	PIL reale				Prezzi al consumo			
	1982-91	1992	1993	1994	1982-91	1992	1993	1994
Variazioni annue percentuali								
Asia ¹	7,0	8,1	8,3	8,3	7,9	8,6	10,4	10,8
Cina	9,3	12,8	13,4	11,8	7,6	8,6	19,8	24,9
India	5,2	4,0	3,8	5,3	8,9	11,8	6,4	9,8
Indonesia	5,4	6,5	6,5	7,3	8,3	7,3	9,5	8,4
Corea	9,5	5,1	5,8	8,4	5,2	6,2	4,8	6,3
Thailandia	8,1	7,6	8,2	8,5	3,7	4,1	3,6	6,3
Taiwan	7,8	6,5	6,3	6,5	1,8	4,7	2,9	4,1
Filippine	1,1	0,6	2,1	4,3	14,5	8,9	7,6	9,1
Malaysia	6,1	7,8	8,3	8,7	2,7	4,8	3,6	3,7
Hong Kong	6,1	6,3	5,8	5,5	7,8	9,6	8,7	8,6
Singapore	6,8	6,0	10,1	10,1	1,8	2,3	2,4	3,6
America latina ¹	1,7	2,5	3,0	4,5	214,8	384,0	736,8	792,6
Brasile	2,0	- 0,8	4,1	5,7	377,2	982,2	1 933,5	2 084,8
Messico	1,2	2,8	0,7	3,5	64,4	15,5	9,8	7,0
Argentina	0,5	8,7	6,0	7,1	453,1	25,0	10,6	4,2
Venezuela	1,9	6,8	- 0,4	- 3,3	25,1	31,4	38,1	60,8
Cile	3,2	11,1	6,2	4,2	20,5	15,4	12,7	11,4
Economie in trasformazione ¹	0,3	- 14,7	- 9,6	- 10,8	24,9	956,5 ²	1 097,4 ²	600,1 ²
Europa orientale ¹	- 1,8	- 6,7	- 2,2	3,5	59,9	117,8 ²	142,0 ²	49,0 ²
Polonia	0,1	2,6	3,8	5,1	77,7	43,0	35,3	32,2
Repubblica Ceca	- 1,2 ³	- 6,4	- 0,9	2,6	9,9 ³	11,1	20,8	10,0
Ungheria	- 0,4	- 4,3	- 2,3	2,0	13,6	23,0	22,5	18,8
Stati baltici ¹	- 3,0 ⁴	- 31,5	- 17,0	0,1	24,3 ³	1 007,6	210,2	51,8
Federazione russa	- 0,4 ³	- 19,0	- 12,0	- 15,0	19,6 ³	1 533,2	883,3	302,9
Ucraina	- 4,0 ⁴	- 17,0	- 17,1	- 23,0	46,6 ⁴	925,6	3 849,7	894,6
Africa ¹	2,5	0,4	0,4	2,3	18,8	44,9	37,2	60,5
Africa sub-sahariana ¹	2,3	0,0	0,5	1,6	23,7	42,9	34,3	49,3
Sudafrica	0,9	- 2,2	1,1	2,3	14,7	13,9	9,7	9,0
Medio Oriente ¹	1,8	5,1	2,8	1,5	16,7	11,4	11,2	12,5
Arabia Saudita	1,3	2,2	0,5	- 2,0	0,0	- 0,1	1,0	0,6

Nota: i dati relativi al 1994 sono parzialmente stimati.
¹ Dati ponderati in base al PIL e alle PPA del 1990. ² A esclusione di Bosnia-Erzegovina e di Serbia e Montenegro.
³ 1986-1991. ⁴ 1989-1991.

Fonti: FMI; OCSE; UN Economic Commission for Europe; statistiche nazionali.

Tabella II.9

percepiti in altri mercati emergenti. In un primo momento anche nei paesi con più solide grandezze economiche fondamentali si sono avute pressioni al ribasso sui mercati azionari e valutari. Nondimeno, con il passare del tempo i mercati finanziari hanno mostrato una maggiore capacità di discernere fra le diverse economie in base alle rispettive politiche e ai fattori che determinano i livelli di risparmio e di investimento.

Risparmio e investimenti

Le turbolenze finanziarie dello scorso anno hanno indotto gli investitori a esaminare con maggiore attenzione i mercati in cui essi stavano collocando i propri

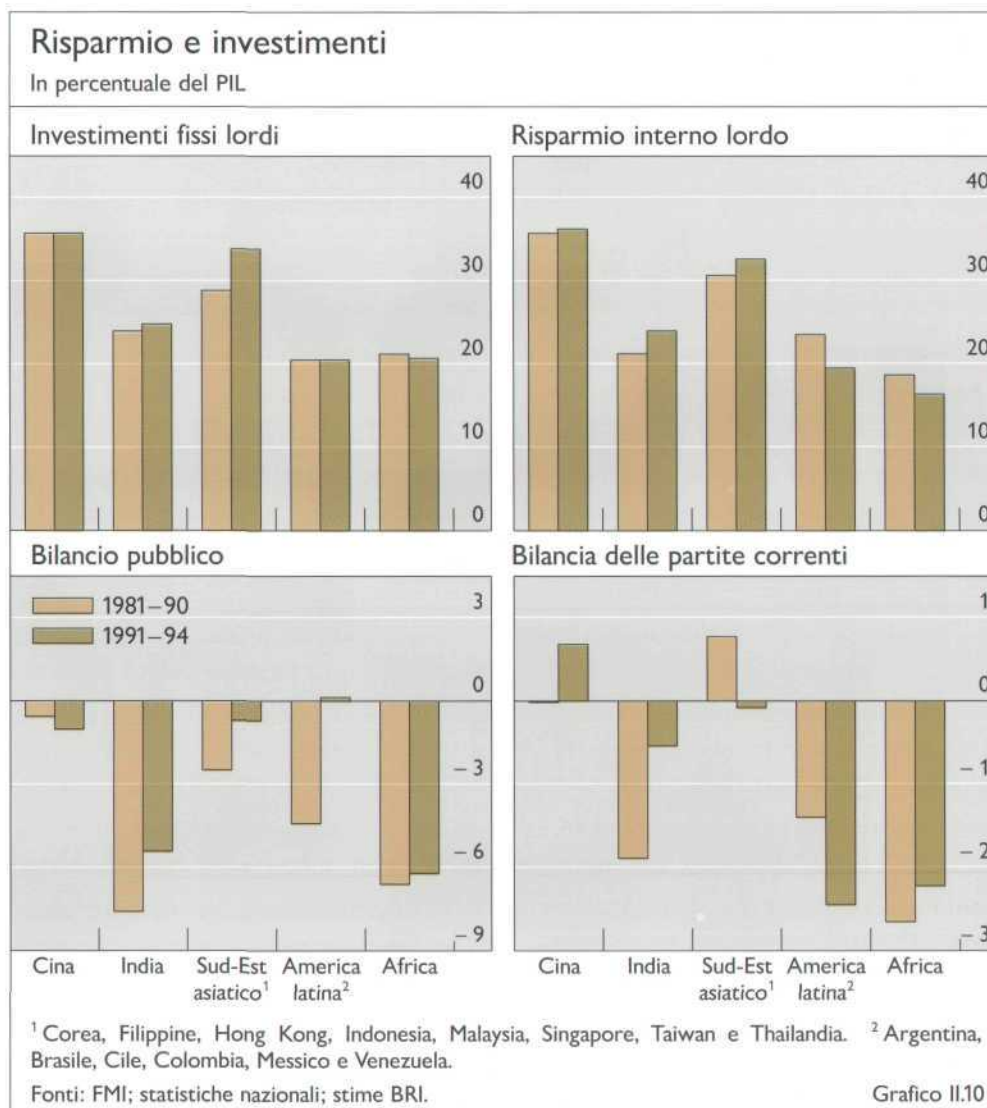
...collegate a squilibri delle partite correnti...

...e agli andamenti di fondo del risparmio e degli investimenti

capitali e a riconsiderare di conseguenza le proprie strategie di portafoglio. In questo contesto vengono diffusamente utilizzati come indicatori le posizioni della bilancia dei pagamenti e della finanza pubblica, ma anche i concetti più generali di risparmio e di investimento interno. Tali indicatori, aggregati per regioni, evidenziano alcune differenze interregionali, ma ovviamente celano rilevanti divergenze fra i paesi appartenenti a una stessa regione (grafico II.10).

Tra il 1991 e il 1994 nel Sud-Est asiatico gli investimenti sono saliti nella media al 34% del PIL, in gran parte sotto la spinta di un incremento record della domanda aggregata. Il risparmio, benché elevato, non è cresciuto nella stessa misura, nonostante la forte riduzione dei disavanzi di bilancio; di conseguenza, il saldo positivo dei pagamenti correnti registrato negli anni ottanta si è tramutato in un lieve deficit. Lo scorso anno le crescenti pressioni della domanda nei paesi del Sud-Est asiatico si sono tradotte in un aumento dell'inflazione più che in un deterioramento della bilancia corrente, in quanto esse derivavano principalmente da un boom delle esportazioni innescato da favorevoli circostanze esterne.

L'azione di aggiustamento avviata in India a partire dal 1991 risulta chiaramente visibile nel grafico. Il disavanzo di bilancio, malgrado sia ancora fonte di



preoccupazione, è stato ridotto nella misura del 2% del PIL rispetto allo scorso decennio. Anche il risparmio del settore privato è leggermente cresciuto sulla scia di importanti riforme strutturali, cosicché il disavanzo esterno corrente è calato in media a meno dell'1% del PIL nel periodo 1991-94. In Cina, la già elevata quota di risparmio interno è ulteriormente aumentata fino a toccare il 36% del PIL negli ultimi quattro anni, con ogni probabilità grazie all'accelerazione dello sviluppo economico. Ciò si è tradotto in un miglioramento dei pagamenti correnti, poiché il volume degli investimenti è rimasto sostanzialmente invariato.

L'America latina presenta un quadro alquanto differente. Gli investimenti complessivi sono rimasti al livello relativamente basso del 20% del PIL registrato negli anni ottanta. Tale stabilità nasconde un'espansione degli investimenti privati controbilanciata da tagli nei programmi di investimento del settore pubblico. Ma nonostante l'eliminazione degli ampi disavanzi di bilancio, nell'ordine del 5% del PIL durante gli anni ottanta, il saldo negativo dei pagamenti correnti si è ampliato per effetto della diminuita propensione al risparmio nel settore privato. Ciò può in parte essere attribuito all'aspettativa di un più elevato reddito permanente conseguente alle riforme orientate al mercato, aspettativa che ha determinato un aumento dei consumi prima che il prodotto e il reddito effettivi si fossero portati in linea con il potenziale. Un ulteriore fattore comune a diversi paesi latino-americani è il rapido aumento del credito da parte di istituzioni creditizie e banche di proprietà statale non sottoposte ad adeguata vigilanza.

In Africa, in complesso gli ampi deficit di bilancio e i bassi saggi di risparmio continuano a rappresentare un problema e contribuiscono tuttora ai persistenti disavanzi di parte corrente.

Riforme strutturali e pressioni inflazionistiche

Gli andamenti del risparmio e degli investimenti fanno ritenere che in numerosi paesi il tallone d'Achille delle riforme orientate al mercato sia stato l'emergere di pressioni da eccesso di domanda. Spesso il successo di una stabilizzazione macroeconomica migliora il clima di fiducia, accrescendo la domanda aggregata e gli afflussi di capitale, mentre il potenziale di offerta delle economie in questione necessita di tempo per adeguarsi alla liberalizzazione dei mercati e alla maggiore concorrenza internazionale. In realtà, è perfino possibile che esso diminuisca immediatamente dopo lo shock della liberalizzazione. In molti paesi il conseguente eccesso di domanda ha determinato un'inflazione palese o nascosta. Sebbene in America latina il tasso d'inflazione sia stato ridotto a partire da livelli oltremodo elevati, tale risultato si è accompagnato per lo più a un apprezzamento reale dei cambi e al deterioramento della bilancia corrente. La recente impennata dei prezzi in Messico è il segno più evidente del fatto che il miglioramento di fondo era più modesto di quanto facessero ritenere i dati pubblicati sull'inflazione. In Asia, benché l'inflazione rimanga generalmente bassa, vi è un serio rischio di surriscaldamento, e in alcune economie si sono già manifestate spinte inflazionistiche. Nel continente africano la svalutazione del franco CFA ha alimentato la crescita dei prezzi, anche se la maggior parte dei paesi dell'area è riuscita in certa misura a impedire una piena traslazione sui salari.

Pressioni
da eccesso
di domanda

Mutamenti strutturali in America latina

Messico

Le riforme
economiche ...

Sebbene le decisioni di politica economica abbiano avuto un certo ruolo nella crisi messicana, le modalità con cui essa si è sviluppata sollevano questioni di fondo riguardo alla possibilità di conciliare cambiamenti strutturali di ampia portata con la stabilità macroeconomica. Tali questioni concernono i tempi delle riforme, la capacità di adeguamento del sistema economico e l'opportuna combinazione delle politiche macroeconomiche. Esse sono pertinenti non solo per il Messico, ma anche per gli altri grandi paesi della regione che più di recente hanno avviato azioni di riforma, come l'Argentina, il Brasile e il Venezuela.

... hanno comportato una vigorosa ristrutturazione e un forte incremento della produttività

Il processo di riforma intrapreso alla fine degli anni ottanta ha trasformato radicalmente l'economia messicana. La deregolamentazione dell'attività economica e la privatizzazione di imprese statali hanno fornito al settore privato maggiori opportunità di reagire agli incentivi economici. La riduzione dei dazi doganali da una media del 25% nella prima metà degli anni ottanta a un livello inferiore al 10% nel 1994, nonché l'abolizione dei contingenti e la liberalizzazione dei prezzi, hanno intensificato la concorrenza. I disavanzi di bilancio sono stati eliminati e i tassi d'interesse sono diventati positivi in termini reali. Il sistema ha reagito con vigore al nuovo contesto economico. L'incremento degli investimenti privati, rispecchiato da un aumento della quota di beni strumentali sulle importazioni, e la maggiore esposizione alla concorrenza esterna hanno chiaramente avuto effetti benefici. Il sistema economico ha subito una ristrutturazione su vasta scala: alcuni settori, quali il calzaturiero o il tessile, sono stati ridimensionati mentre altri, come il comparto macchine e attrezzature, hanno segnato una rapida espansione. Di conseguenza, la produttività ha iniziato a crescere a un tasso annuo medio superiore al 5% e le esportazioni non petrolifere sono aumentate lo scorso anno di più del 20%.

Ma l'aggiustamento dal lato dell'offerta necessita di tempo ...

Benché molti fattori segnalassero il buon esito della trasformazione del sistema economico, altri costituivano motivo di preoccupazione. L'ampia ristrutturazione ha temporaneamente ridotto il potenziale di offerta dell'economia messicana. Nonostante i rapidi incrementi di produttività e l'aumento degli investimenti privati, l'economia non è tornata a crescere a ritmo sostenuto, l'occupazione è calata e i salari reali sono rimasti bassi. La capacità del sistema di adattarsi alla concorrenza delle importazioni e a un contesto economico deregolamentato è stata sollecitata fino al punto di rottura. I settori dei tradables necessitavano di misure di razionalizzazione e di investimenti per poter diventare competitivi, e pertanto si è verificato un peggioramento della bilancia corrente. L'aumento delle esportazioni, sebbene sia infine risultato vigoroso, è stato inizialmente debole, laddove le importazioni sono aumentate.

... mentre la domanda cresce rapidamente ...

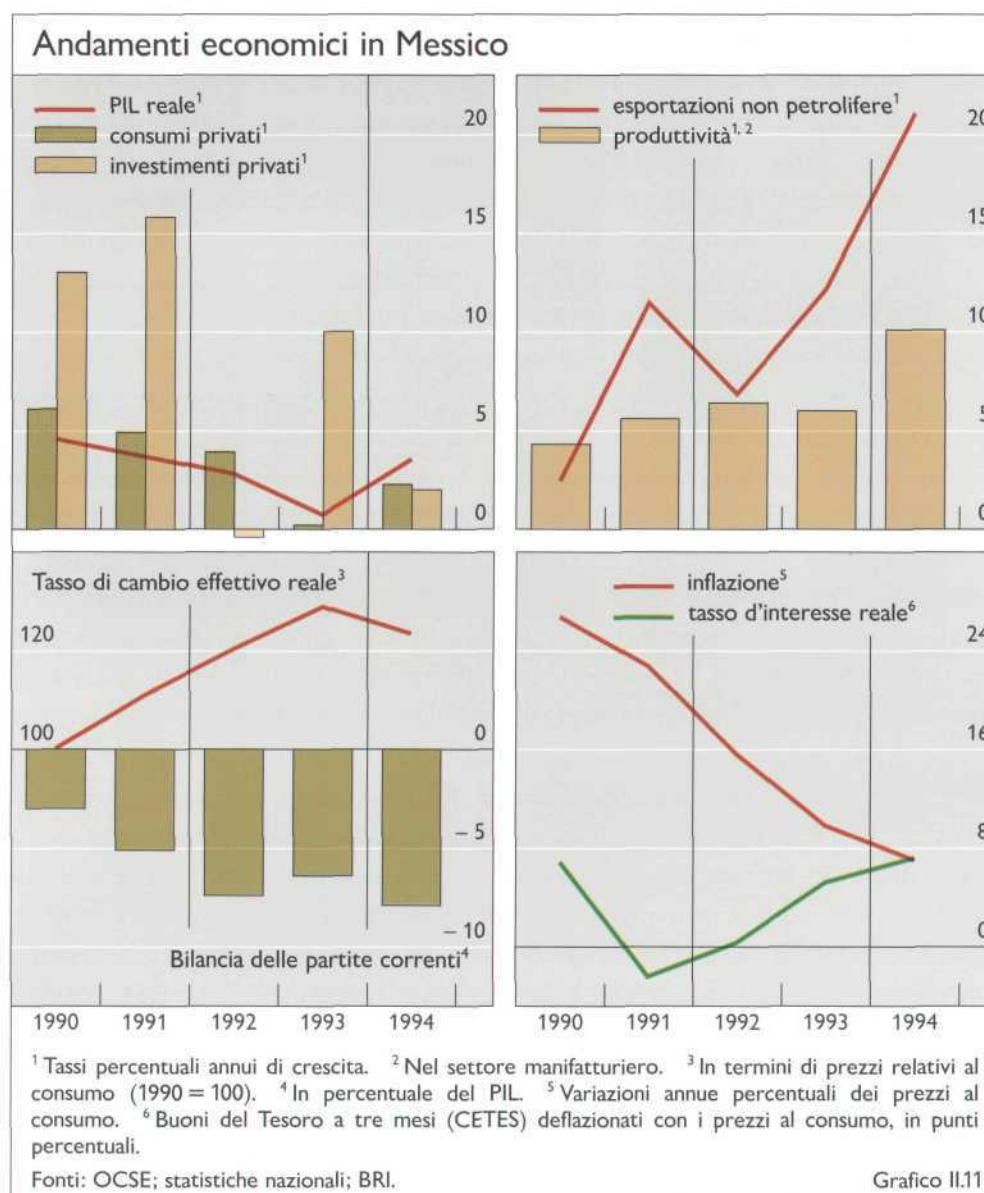
Il deterioramento delle partite correnti è stato aggravato dall'aumento della domanda aggregata seguito alle riforme strutturali e alla maggiore stabilità macroeconomica. Mentre gli investimenti pubblici sono diminuiti, quelli privati sono cresciuti velocemente in risposta alle nuove opportunità economiche e alla più intensa pressione competitiva. La convinzione che il reddito permanente fosse aumentato per effetto delle riforme e della minore "tassa da inflazione" sui saldi monetari ha indotto un'espansione del consumo privato, la quale ha più che

compensato gli effetti disinflazionistici dell'accresciuta domanda di moneta. Il consumo è stato probabilmente incoraggiato anche dall'improvvisa disponibilità di beni importati e dal timore che tale disponibilità potesse rivelarsi solo temporanea. Ne è conseguita una bassa e decrescente propensione al risparmio, il cui saggio è caduto dal 19% nel 1990 a solo il 15% nel 1994. Una causa ulteriore di tale decremento va individuata nella rapida espansione del credito che si è verificata a dispetto di elevati tassi d'interesse reali. Gli squilibri creati dalla diminuzione del risparmio interno e dalla forte dipendenza dagli afflussi di capitale si sono tradotti in un apprezzamento reale del peso di oltre il 20% fra il 1990 e il 1994 e in un aumento del disavanzo corrente, che negli ultimi anni ha raggiunto l'8%.

L'esperienza messicana fa ritenere probabile che una strategia di rapida trasformazione economica e di stabilizzazione basata sul cambio generi una fase di peggioramento del disavanzo corrente e di apprezzamento dei cambi reali, durante la quale l'economia risulta particolarmente vulnerabile di fronte a una perdita di fiducia da parte degli investitori, anche se le politiche perseguite sono

... determinando squilibri nella bilancia delle partite correnti...

... e vulnerabilità dinanzi alla perdita di fiducia degli investitori



fondamentalmente valide. Nel corso di tale periodo i rischi potrebbero essere ridimensionati mediante la creazione di un contrappeso all'apprezzamento reale dei cambi e al deterioramento della bilancia corrente. Una possibilità è quella di portare temporaneamente in attivo il bilancio, poiché la semplice eliminazione del disavanzo può non essere sufficiente a pilotare l'economia attraverso questo delicato passaggio. Una seconda consisterebbe nel mirare a un tasso di cambio reale che faciliti la ristrutturazione dell'economia, benché non sempre ciò risulti di facile attuazione (si veda il Capitolo VII).

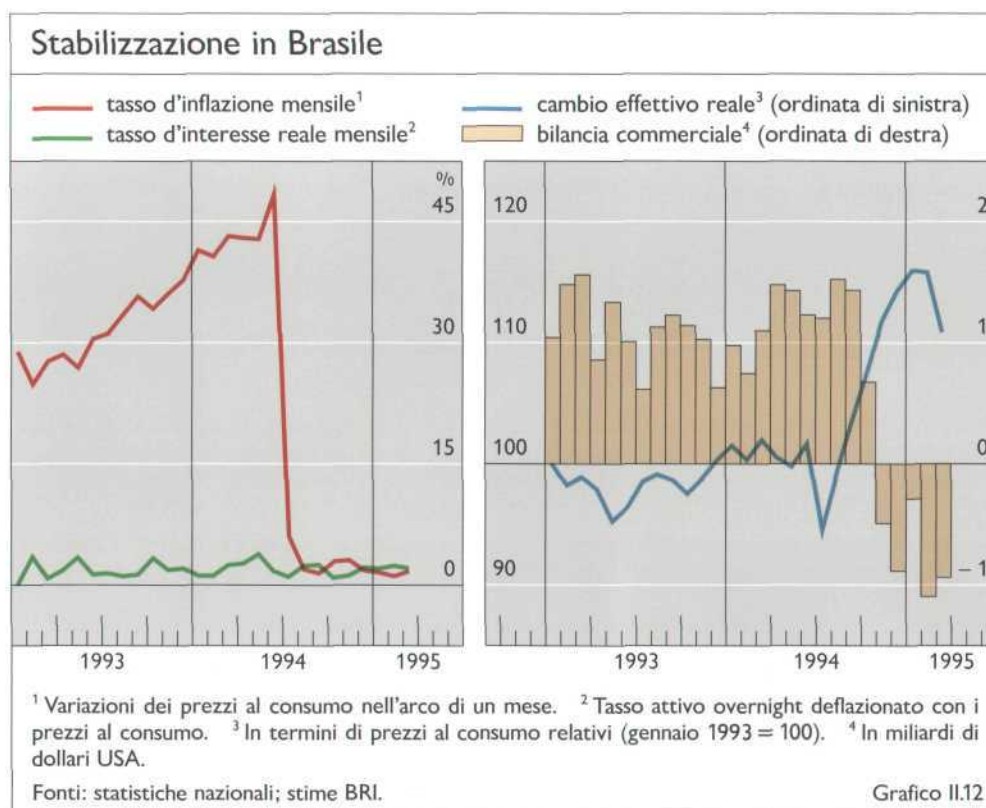
Analogie e
differenze in Cile

Il Cile, che ha liberalizzato la propria economia molto tempo prima ed è talvolta considerato come un modello per la gestione delle riforme, ha in effetti dovuto affrontare per molti anni problemi di natura analoga. Fino alla metà degli anni ottanta il suo saggio di risparmio era basso e decrescente e i disavanzi di parte corrente erano ampi, tali da superare in un determinato momento il 10% del PIL. Inoltre, la crescita del prodotto e dell'occupazione nel settore manifatturiero era debole. L'esperienza cilena è stata peraltro diversa sotto molti aspetti, che si sono rivelati in seguito decisivi per il successo delle riforme. In primo luogo, il tasso di risparmio è aumentato rapidamente dopo l'introduzione di un sistema pensionistico privato. Ciò sottolinea l'importanza dei meccanismi istituzionali nel determinare un incremento della propensione al risparmio dell'economia. In secondo luogo, il Cile ha mantenuto un cambio reale pressoché costante al fine di sostenere la ristrutturazione del settore manifatturiero e lo sviluppo delle esportazioni attraverso aggiustamenti del tasso di cambio nominale. In terzo luogo, la liberalizzazione dei flussi di capitale è proceduta a un ritmo cauto, facilitando in tal modo la manovra del tasso di cambio.

Brasile e Argentina

Nuovo programma
di stabilizzazione
in Brasile...

Le pressioni da eccesso di domanda hanno parimenti caratterizzato la recente esperienza delle riforme in Brasile e in Argentina. Dopo numerosi tentativi falliti durante gli anni ottanta, nel luglio 1994 il Brasile ha avviato un nuovo programma di stabilizzazione. Nei primi mesi dell'anno i prezzi e i salari erano stati progressivamente indicizzati a una unità di conto con parità di cambio costante nei confronti del dollaro USA. Ciò significa che di fatto i prezzi e i salari venivano fissati in dollari statunitensi. Nel mese di luglio questa unità di conto è stata trasformata in una valuta a pieno titolo, il cruzeiro real, il che ha portato a una rapida caduta del tasso d'inflazione mensile dal 40% e oltre a circa l'11/2%. Sebbene si trattasse di un valore basso secondo i parametri brasiliani, esso era ancora molto più elevato dei livelli di inflazione dei principali partner commerciali del paese. Così come in Messico, la diminuita "tassa da inflazione" e il più facile accesso al credito al consumo hanno provocato un boom dei consumi, che insieme all'accresciuta fiducia e ai più cospicui afflussi di capitali, ha contribuito a un apprezzamento del cambio reale di oltre il 20% fra il luglio 1994 e il febbraio 1995. Ne è risultato un rapido deterioramento della bilancia commerciale, ancora una volta in analogia con quanto successo in Messico alcuni anni prima. Malgrado l'introduzione di restrizioni creditizie, la domanda di consumi e le importazioni hanno seguito a crescere vigorosamente ed è apparso sempre più evidente che la fissità del tasso di cambio nominale sarebbe alla fine divenuta insostenibile. Il regime valutario è stato modificato nel marzo 1995, con



l'adozione di una fascia esplicita di oscillazione del cambio, consentendo così di riassorbire parte dell'apprezzamento. Inoltre, le condizioni di accesso al credito al consumo sono state ulteriormente irrigidite e le tariffe doganali sulle importazioni hanno subito un considerevole aumento.

Diversamente dal Messico, dove si è verificato un netto miglioramento dei conti pubblici, in Brasile gli irrisolti problemi di bilancio costituiscono ancora un importante ostacolo a un durevole calo dell'inflazione. Lo scorso anno misure transitorie hanno consentito di riequilibrare il bilancio operativo (ossia corretto per l'inflazione), ma il disavanzo strutturale rimane ampio. Una fondamentale redistribuzione dei poteri impositivi e delle competenze di spesa tra il Governo federale e le autorità dei singoli Stati è necessaria per porre la finanza pubblica su solide basi. Un'altra difficile questione è rappresentata dalla riforma delle banche controllate dallo Stato, che in passato sono servite da principale fonte di finanziamento dei disavanzi parafiscali. Provvedimenti di riforma in quest'area contribuirebbero a eliminare la deriva inflazionistica dell'economia.

Al contrario del Messico, l'Argentina ha registrato una rapida crescita, di oltre il 7% annuo, da quando nel 1991 sono state avviate energiche riforme strutturali. Lo scorso anno l'inflazione è stata ridotta al 4% grazie all'adozione di un sistema di "currency board" e all'eliminazione dei disavanzi di bilancio. Ma anche in Argentina la domanda di investimenti e di consumi ha temporaneamente ecceduto il potenziale di offerta. Dal lato esterno, l'aumentata fiducia si è tradotta in un incremento dei flussi di capitale in entrata, in un apprezzamento reale del peso di circa il 30% dall'entrata in vigore della "Legge sulla convertibilità" nel marzo 1991, e in un ampliamento del disavanzo corrente dallo 0,5 al 4% del PIL tra il 1991 e il 1994. I settori economici più dinamici sono stati quelli

... ma restano irrisolti i problemi di bilancio

Rapida espansione in Argentina...

... ma l'ampliamento del disavanzo corrente porta all'adozione di misure restrittive

delle costruzioni, dei trasporti e dei servizi di pubblica utilità, che per loro natura non risultano esposti alla concorrenza delle importazioni. Anche gli investimenti si sono concentrati in questi comparti. All'indomani della crisi messicana il Governo ha drasticamente ridimensionato la spesa nel tentativo di ridurre l'assorbimento interno e il disavanzo corrente, mantenendo nel contempo una parità di cambio fissa nei confronti del dollaro USA. È stato avviato un vasto programma di finanziamento, che ha incrementato le riserve e ha fornito in tal modo un ammortizzatore addizionale al sistema di "currency board".

Pressioni inflazionistiche in Asia

Surriscaldamento in Asia...

Le ragioni di fondo della straordinaria espansione registrata lo scorso decennio nella maggior parte dei paesi asiatici sono state analizzate in dettaglio nell'ultima Relazione annuale. Sebbene l'importanza relativa dei diversi fattori rimanga controversa, è evidente che un ruolo determinante è stato svolto dagli elevati saggi di risparmio e da una ponderata combinazione di stabilità macroeconomica (bassa inflazione e bilanci in pareggio), incentivi economici (interessi reali positivi e apertura verso l'esterno) e interventi pubblici selettivi. Nel 1994 la crescita, già elevata, ha registrato un'ulteriore accelerazione in gran parte dei paesi in esame, sottoponendo a forti sollecitazioni la capacità industriale e le infrastrutture. I salari sono aumentati a ritmo sostenuto e la crescente inflazione è diventata il pericolo maggiore.

... dovuto alla forte domanda...

Tre fattori principali spiegano il surriscaldamento di molte economie asiatiche. In primo luogo, la rapida crescita delle esportazioni – determinata dal dinamismo del commercio intraregionale, dal consolidamento della ripresa nei paesi industriali e dall'apprezzamento dello yen – ha sottoposto a ulteriore

Pressioni inflazionistiche in Asia					
Paesi	Crescita ¹	Inflazione ²	Tasso d'interesse reale a breve nel 1994		Tasso di cambio effettivo reale ⁴
			Variazione ³	Livello	
Cina	0	+	-2,6	-11,1	13,1
India	++	+	-5,8	- 3,6	8,5
Sud-Est asiatico	++	+	-1,5	1,8	1,2
Indonesia	++	-	-1,7	3,3	-1,0
Corea	+	+	-1,5	2,1	0,6
Thailandia	++	+	-2,4	0,4	0,7
Taiwan	+	+	-1,2	2,2	-1,5
Filippine	++	+	-1,2	3,3	6,9
Malaysia	++	+	-2,2	1,2	-3,8
Hong Kong	-	-	1,0	- 3,9	3,3
Singapore	++	+	-0,1	0,0	4,1

¹ Crescita del PIL reale nel 1994: ++ = superiore sia a quella del 1993, sia alla media 1983-1993; + = superiore a quella del 1993 e inferiore alla media 1983-1993; 0 = inferiore a quella del 1993 e superiore alla media 1983-1993; - = inferiore sia a quella del 1993, sia alla media 1983-1993.
² Misurata dalla variazione media annua dei prezzi al consumo; +/- = la variazione nel 1994 è maggiore/minore che nel 1993. ³ Dal 1993. ⁴ In termini di prezzi al consumo relativi; variazione media annua nel 1994.

Fonti: statistiche nazionali; stime BRI. Tabella II.10

pressione il già intenso utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero. In secondo luogo, l'impennata degli investimenti privati e i vasti programmi pubblici per la creazione di infrastrutture, se nel più lungo periodo sono destinati ad aumentare la capacità e ad allentare le strozzature, nel breve termine hanno accresciuto le pressioni della domanda. In terzo luogo, la regione ha continuato ad attrarre consistenti flussi di capitale, i quali hanno contribuito all'espansione monetaria.

In un primo momento tali pressioni della domanda hanno incontrato scarsa resistenza da parte delle politiche di bilancio o monetarie. In presenza di bilanci sostanzialmente in pareggio, è parso che non vi fosse urgenza di consolidare le posizioni della finanza pubblica, mentre la politica monetaria è rimasta passiva abbastanza a lungo da consentire l'accumularsi di spinte inflazionistiche. Le condizioni monetarie non erano restrittive, come si può dedurre dal basso e decrescente livello dei tassi d'interesse reali a breve solo in parte controbilanciato dall'apprezzamento generalmente modesto dei cambi reali (tabella II.10). Tuttavia, non appena l'inflazione rilevata ha iniziato ad aumentare, un numero crescente di paesi ha adottato misure volte a contenere l'espansione della domanda. In alcuni casi ciò è avvenuto mediante un aumento dei tassi d'interesse ufficiali, mentre in altri sono stati imposti limiti diretti all'espansione del credito.

... scarsamente contrastata dalle politiche

Cina

Lo scorso anno in Cina l'inflazione è rimasta intorno al 25%, livello che aveva raggiunto sul finire del 1993. Tale fenomeno ha rappresentato per certi aspetti una sorpresa, poiché è parso interrompere il consueto ciclo di "stop-go" che aveva caratterizzato le politiche macroeconomiche cinesi fin dal 1978. Il tasso di aumento dei prezzi era salito dall'8,6% nel 1992 a quasi il 20% nel 1993, inducendo il Governo ad avviare un programma di stabilizzazione verso la metà dell'anno. Alla luce della passata esperienza, il 1994 avrebbe potuto essere un anno di ulteriore austerità, di tagli ai programmi di investimento e di lenta espansione del credito, così da determinare un calo dell'inflazione. Quest'ultima invece ha toccato nuovi livelli record e la crescita del prodotto, benché in rallentamento, è rimasta superiore al 10%.

Rapida e persistente inflazione...

L'alta inflazione dello scorso anno può essere in parte spiegata dall'influsso di fattori temporanei. Nel mese di gennaio il cambio ufficiale è stato unificato al tasso applicato negli "swap centres"; ciò ha costituito de facto una svalutazione di circa un terzo, che si è ripercossa sul prezzo delle importazioni. L'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto è servita inoltre a molte imprese come pretesto per aumentare i prezzi. Infine, la liberalizzazione dei prezzi cerealicoli e la riduzione dei sussidi sui fertilizzanti, insieme alla siccità e alle alluvioni che hanno colpito rispettivamente il Nord e il Sud del paese, hanno provocato un consistente incremento nei prezzi dei generi alimentari. Ma tutti questi fattori non sono di per sé sufficienti a spiegare perché a fine anno l'inflazione fosse ancora a due cifre.

... dovuta a fattori temporanei...

Maggiore importanza è da attribuire al fatto che l'economia è risultata refrattaria alle politiche di contenimento. Tre elementi gettano luce su questo inatteso sviluppo. Il primo è che le imprese pubbliche, per l'80% controllate dalle amministrazioni locali e provinciali, rappresentano ancora la spina dorsale

... e alla rigidità nei confronti delle misure restrittive

del sistema economico. A tutt'oggi esse contribuiscono alla produzione industriale nella misura del 50% e danno lavoro a più di 100 milioni di persone. Poiché erogano anche numerosi servizi sociali, le autorità hanno ritenuto necessario continuare a finanziare le loro perdite attraverso sussidi diretti e prestiti bancari, e i livelli periferici dell'amministrazione pubblica hanno spesso tentato di proteggere dalle restrizioni le imprese di propria pertinenza. Gli investimenti delle aziende pubbliche erano considerevolmente diminuiti nella seconda metà del 1993, ma avevano ripreso a crescere già al principio del 1994, e il loro incremento è proseguito sino alla fine dell'anno. Il secondo elemento è che anche il settore privato di recente espansione, essendo per lo più autofinanziato, non è stato intaccato dall'inasprimento delle condizioni creditizie. Un terzo elemento è probabilmente costituito dall'incertezza relativa al possibile cambiamento della leadership politica, che può aver reso più difficile il conseguimento di un consenso sulle esigenze di politica economica. Tale incertezza risulta anche evidente dal differimento di alcune importanti riforme approvate nel novembre 1993.

India

Nel 1994 il Governo indiano ha corretto lo slittamento delle politiche manifestatosi l'anno precedente. Durante il secondo semestre dell'anno la restrizione monetaria, insieme allo stabilizzarsi dei flussi di capitale, precedentemente cospicui, ha riportato l'inflazione su una tendenza calante, benché in ragione annua essa sia rimasta molto più elevata che nel 1993. La fiducia dei mercati è stata rafforzata dall'accordo stipulato fra la banca centrale e il Governo allo scopo di eliminare gradualmente il finanziamento diretto dei disavanzi pubblici da parte dell'istituto di emissione. Tuttavia, sebbene il saldo negativo di bilancio sia stato alquanto ridotto negli ultimi anni, esso rimane fonte di preoccupazione, poiché risulta ancora troppo ampio per consentire una stabilizzazione del rapporto debito/PIL. L'esborso per interessi è salito dal 39% delle entrate nell'esercizio 1990 al 50% nel 1994. Come in Cina, la riduzione del disavanzo di bilancio può rivelarsi ardua in assenza di una riforma di vasta portata delle imprese statali.

Debole crescita in Africa

Crescita moderata in presenza di favorevoli circostanze esterne

Dopo due anni di ristagno, nel 1994 la crescita nei paesi africani è aumentata di circa 2 punti percentuali. Questo miglioramento va attribuito in larga misura a circostanze favorevoli, sebbene abbiano avuto una certa importanza anche le rinnovate iniziative di riforma intraprese in molti paesi dell'area del franco CFA. Le abbondanti piogge hanno consentito un buon raccolto; la ripresa in Europa ha fornito l'opportunità di aumentare le esportazioni; e il rincaro del 75% del prezzo delle bevande tropicali nel 1994 ha fortemente migliorato le ragioni di scambio di tali paesi. Ma anche la svalutazione del 50% del franco CFA, nel gennaio 1994, ha rappresentato un fattore rilevante. In seguito ad essa, i prezzi interni sono aumentati, l'inflazione è stata in genere mantenuta attorno al 40% e i salari sono cresciuti in misura decisamente inferiore, determinando un miglioramento della competitività. Due degli effetti più tangibili della nuova situazione sono stati il brusco calo delle importazioni dall'Europa e il rapido sviluppo degli scambi intraregionali.

Miglioramento della competitività nell'area del franco CFA

Aggiustamenti nell'area del franco CFA								
Paesi e regioni	PIL reale		Prezzi al consumo		Importazioni ¹		Bilancia commerciale	
	1990-93	1994	1990-93	1994 ²	1990-93	1994	1990-93 media	1994
	Variazioni annue percentuali						in mdi di \$ USA	
Africa occidentale	0,2	3,1	0,5	36	3,3	-0,2	0,0	0,6
Côte d'Ivoire	-1,0	1,3	1,8	32	0,7	-6,8	1,1	1,3
Africa centrale	-2,4	-0,4	0,7	50	1,4	-7,6	2,7	2,8
Camerun	-6,3	-1,8	-0,2	48	-5,8	-6,4	0,7	0,8
Totale area del franco CFA	-0,8	1,5	0,6	42	2,6	-2,7	2,7	3,4

¹ Misurate in dollari USA. ² Dodici mesi terminanti a dicembre.
 Fonti: Banca di Francia; FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella II.11

Benché sembri che le economie dell'area del franco CFA siano riuscite a sfuggire alla trappola della sopravvalutazione, esse devono ancora affrontare vari importanti problemi. Ad esempio, i disavanzi di bilancio sono ancora ampi e in alcuni paesi vigono a tutt'oggi pesanti restrizioni commerciali. La sospensione dei programmi patrocinati dal FMI in numerosi paesi, soprattutto dell'Africa centrale, sottolinea la necessità di intensificare gli sforzi di aggiustamento al fine di consolidare i guadagni ottenuti grazie a un tasso di cambio più realistico.

In Sudafrica il nuovo Governo ha continuato a perseguire prudenti politiche macroeconomiche. Il disavanzo di bilancio è stato contenuto lo scorso anno a circa il 6% del PIL, e il bilancio presentato per il 1995 prevede una sua ulteriore riduzione al 5,8%, malgrado gli ambiziosi piani di incremento della spesa per infrastrutture e prestazioni sociali contenuti nel "Reconstruction and Development Programme". Nel secondo semestre dell'anno le incipienti pressioni inflazionistiche sono state contrastate con energiche restrizioni monetarie. Verso la fine del 1994 e agli inizi del 1995 si sono moltiplicati i segnali di crescente fiducia nelle politiche attuate dal Governo e nel potenziale di sviluppo dell'economia. Gli investimenti e il prodotto hanno segnato una forte ripresa, mentre il tasso di cambio parallelo per le transazioni in conto capitale, ossia il rand finanziario, ha continuato a rafforzarsi, consentendo alle autorità di unificare il sistema valutario nel mese di marzo. L'impresa più ardua per il Governo rimane quella di conciliare l'esigenza di una maggiore spesa per prestazioni sociali con un ulteriore consolidamento della finanza pubblica.

Crescente fiducia
in Sudafrica

Riforme nei paesi già a economia pianificata

Europa orientale

Dopo numerosi anni di prodotto decrescente, nel 1994 in molti paesi la crescita è ritornata positiva, mentre in altri, come la Polonia, essa ha registrato un'accelerazione. Nell'intera regione cominciano a essere evidenti gli effetti benefici delle strategie di trasformazione adottate cinque anni fa. Tali strategie erano basate, seppure in varia misura, su tre caposaldi: la rapida liberalizzazione dei prezzi e degli scambi, una risoluta stabilizzazione macroeconomica e riforme istituzionali, fra cui le privatizzazioni e l'adozione di un quadro normativo idoneo a una economia di mercato.

Le diverse
strategie di
trasformazione...

... portano a un rapido sviluppo del settore privato

Molti fra i responsabili delle politiche erano convinti che solo un approccio che unisse una rapida deregolamentazione a misure di stabilizzazione avrebbe avuto buone possibilità di riuscita: i prezzi liberi avrebbero segnalato ciò che bisognava produrre; i minori sussidi e crediti bancari avrebbero costretto le imprese pubbliche a tener conto di questi segnali; e la liberalizzazione del commercio avrebbe introdotto la necessaria pressione concorrenziale in una economia altrimenti oligopolistica. Per effetto di tali politiche, le economie dell'Europa orientale sono state radicalmente trasformate nell'ultimo quinquennio. Il settore privato, quasi inesistente in regime di economia pianificata, ora contribuisce al PIL in una misura compresa fra il 27% (Bulgaria) e il 70% (Repubblica Ceca) (tabella II.12). Dopo l'iniziale collasso dell'interscambio, nel 1994 le esportazioni si sono riprese, con aumenti che vanno dall'8% (Repubblica Ceca) al 23% (Romania e Repubblica Slovacca). Numerosi paesi hanno inoltre attratto un consistente volume di investimenti diretti esteri; fra essi, la sola Ungheria ha assorbito i due quinti dei capitali affluiti all'area.

Ostinata inflazione dovuta alle pressioni della domanda...

Tuttavia, l'inflazione è rimasta ostinatamente elevata in tutti i paesi della regione con l'eccezione della Repubblica Ceca e di quella Slovacca. Tale fenomeno può essere in gran parte imputato alle pressioni della domanda. Mentre alcuni paesi – Estonia, Lettonia, Lituania, Repubblica Ceca e Slovenia – sono riusciti a portare in pareggio i propri bilanci, in altri i saldi negativi hanno mostrato una maggiore persistenza. In Ungheria il saldo di bilancio complessivo è peggiorato, passando dall'attivo registrato nel 1990 a un passivo del 6% del PIL nel 1994. A tale deterioramento ha fatto riscontro un tasso d'inflazione a due cifre, un notevole apprezzamento reale del cambio e un ampio disavanzo esterno corrente, di quasi il 10% del PIL. Nel marzo 1995 il Governo ha infine deciso di affrontare con determinazione questo duplice squilibrio con una combinazione di disciplina fiscale e svalutazione del cambio.

... e all'aumento del prezzo dei servizi

Tuttavia, il fatto che l'inflazione sia rimasta ovunque superiore al 10% fa ritenere che siano all'opera anche altri fattori oltre al disavanzo pubblico. L'aumento dei prezzi dei beni non oggetto di interscambio rispetto a quelli esposti alla concorrenza internazionale ha avuto un ruolo importante. L'incremento del prezzo relativo dei beni non tradables, come i servizi privati – pressoché inesistenti nelle economie pianificate – segnala una crescente domanda di tali servizi da parte dei consumatori, nuovi protagonisti dell'economia. Il loro prezzo, non essendo soggetto alla disciplina internazionale, può sopravanzare quello dei tradables. Con il rafforzarsi della crescita, anche gli ampi guadagni di produttività del settore manifatturiero si tradurranno probabilmente in un più veloce incremento del prezzo dei servizi. I salari nel comparto dei beni non tradables tenderanno a crescere più o meno in linea con quelli dell'industria manifatturiera, benché il margine per incrementare la produttività sia minore.

Fatta eccezione per Estonia, Lituania e Ungheria i disavanzi correnti nei paesi della regione sono rimasti modesti, nell'ordine del 2% del PIL o anche meno. In alcuni casi, come in Bulgaria e Romania, ciò ha rispecchiato più la scarsità di agevoli finanziamenti che non l'adozione di politiche macroeconomiche stringenti. Le pressioni da eccesso di domanda si sono tradotte in tassi d'inflazione superiori al 50%. In altri casi, come Polonia, Repubblica Ceca e Repubblica Slovacca, i disavanzi di parte corrente sono stati contenuti per mezzo di politiche

Indicatori di trasformazione economica								
Paesi	Quota del settore privato sul PIL	Crescita delle esportazioni (in dollari USA)		Investimenti diretti esteri		Bilancia delle partite correnti ¹		Tassi di cambio effettivi reali ²
		1994	1991-93	1994	1990-94	1994	1993	1994	1991-94
	in percentuale			in mdi di \$ USA	in percentuale del PIL			Variazioni percentuali
Bulgaria	27	-11	17	0,2	0,5	-9,9	1,5	60
Polonia	56	-1	20	3,2	1,1	-2,7	-1,0	68
Repubblica Ceca	70	15 ³	8	3,0	2,4	1,4	0,8	28
Repubblica Slovacca	58	9 ³	23	0,6	1,5	-6,2	-1,5	24
Romania	35	-15	23	1,3	1,8	-4,5	-0,9	-9
Ungheria	50	-9	20	6,8	2,9	-9,0	-9,5	32
Croazia	50	-27 ⁴	9	0,2	0,7	1,9	0,7	-9
Slovenia	30	0 ⁴	12	0,4	0,5	1,2	3,4	-17
Estonia	56	-56	66	0,5	8,0	1,9	-5,8	208
Lettonia	55	-85	-1	0,2	1,9	8,3	0,0	156
Lituania	50	-81	5	0,1	0,7	-6,2	-5,1	-2
Federazione russa	62	-38 ⁵	8 ⁵	2,8	0,4	1,0 ⁵	0,0 ⁵	-51
Ucraina	38	-71	-20	0,5	0,3	-2,7	-8,4	-82

Nota: i dati relativi al 1994 sono parzialmente stimati.
¹ Per Polonia, Repubblica Ceca, Repubblica Slovacca, Slovenia e Ungheria, solo valute convertibili. ² In termini di prezzi relativi al consumo; per Croazia, Stati baltici e Ucraina, tassi di cambio nei confronti del dollaro USA. ³ Esclusi gli scambi bilaterali fra Repubblica Ceca e Repubblica Slovacca. ⁴ Escluse le esportazioni verso la ex Jugoslavia. ⁵ Escluse le transazioni con i paesi della CSI.

Fonti: statistiche nazionali; stime BRI.

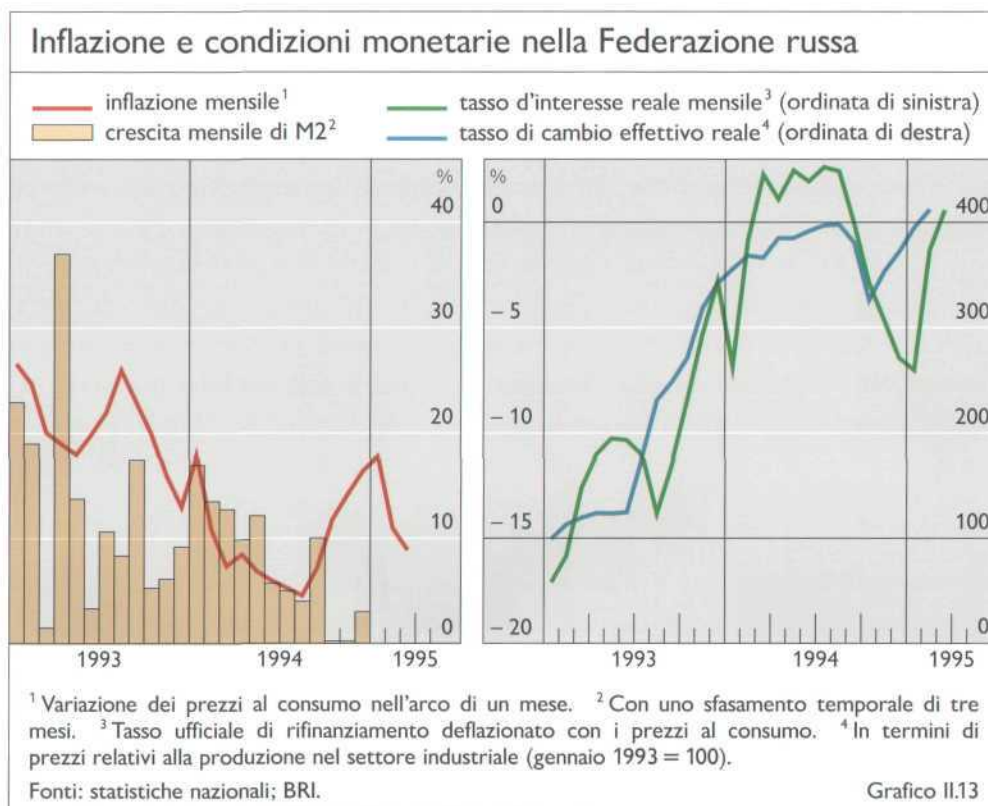
Tabella II.12

restrittive. Nondimeno, anche alcuni paesi con uno stringente controllo macroeconomico (Estonia, Lettonia e Repubblica Ceca) hanno registrato un marcato apprezzamento della moneta in termini reali.

Russia

Dopo un periodo di alta inflazione e di condizioni monetarie permissive nel 1993, nella prima metà dello scorso anno il credito è stato ristretto e i tassi d'interesse reali a breve sono diventati positivi, cosicché nell'estate il tasso d'inflazione mensile risultava sceso al 5% circa. Ciò avrebbe dovuto spingere le imprese ad adottare misure di aggiustamento, se esse non avessero previsto che le politiche sarebbero state nuovamente allentate, com'era accaduto varie volte in passato. Di conseguenza, esse sono ricorse a ben noti espedienti e hanno consentito l'accumulazione di arretrati sui conti interaziendali, sulle imposte e sui salari. Come nel 1992, ciò ha puntualmente provocato una "crisi da arretrati"; a metà estate essa era ormai diventata il problema principale per le autorità. La politica creditizia è stata allentata, e quando la banca centrale ha smesso di sostenere il rublo, il cambio con il dollaro è caduto del 22% in un solo giorno ("martedì nero", 11 ottobre). A dicembre il tasso d'inflazione mensile era salito nuovamente al 16%. Anche la speranza che tale espansione creditizia avrebbe quanto meno lasciato invariato il prodotto delle imprese si è rivelata infondata, poiché esso ha continuato a diminuire nella seconda metà del 1994.

Lo "stop-go" delle politiche antinflazionistiche sfocia in una crisi del rublo



Nuovo programma di stabilizzazione

In risposta a tali sviluppi, nel primo scorcio del 1995 la Russia ha intrapreso un programma di stabilizzazione sostenuto dal FMI. Era ormai evidente che né il continuo finanziamento dell'industria, né gli ampi disavanzi di bilancio potevano arrestare la caduta del prodotto e che si stava semplicemente rinviando l'aggiustamento a prezzo di un'inflazione elevata e instabile.

L'esperienza delle riforme

Riflessioni sull'esperienza delle riforme

La transizione dalle economie pianificate alle economie di mercato è stata come un viaggio in acque sconosciute, con limitate possibilità di orientamento sulla base dei precedenti storici o della teoria economica. La varietà delle strategie di trasformazione adottate negli ultimi sei anni ha notevolmente accresciuto le nostre conoscenze sui problemi della transizione, cosicché è possibile trarre alcune conclusioni preliminari dall'esperienza fin qui fatta.

Si può ragionevolmente supporre che la rapidità della liberalizzazione e della stabilizzazione abbia rappresentato il problema più spinoso tra quelli affrontati dai responsabili delle politiche all'inizio del processo di riforma. La prima conclusione dettata dall'esperienza di paesi come Estonia, Polonia, Repubblica Ceca o Repubblica Slovacca è che una rapida liberalizzazione è possibile, sebbene la completa trasformazione strutturale costituisca necessariamente un processo di lunga durata. Il retaggio della pianificazione ha lasciato tali economie impreparate a sopravvivere in un contesto di libero mercato; ad esempio, le aziende erano prive di servizi di marketing e le banche non avevano esperienza di valutazione del merito creditizio. Occorreva tempo per acquisire tali competenze. Nel comparto produttivo, i macchinari obsoleti non potevano essere rimpiazzati dall'oggi al domani, né le

decisioni sull'allocazione delle risorse potevano facilmente essere riorientate in funzione dei prezzi.

Secondo alcuni ciò implicava che anche la liberalizzazione microeconomica sarebbe dovuta procedere per gradi. La deregolamentazione dei prezzi e del commercio in una situazione simile presentava ovviamente notevoli rischi. Il nuovo assetto dei prezzi relativi e la concorrenza delle importazioni erano destinati a palesare le irrazionalità della struttura industriale costruita in regime di economia pianificata. Le perdite delle imprese sarebbero aumentate e di conseguenza si sarebbero intensificate le richieste di sussidi pubblici e/o di ulteriori prestiti dalle banche statali. La liberalizzazione dei prezzi avrebbe potuto in tal modo scatenare spinte inflazionistiche difficili da controllare. Ma a fronte di questi rischi andavano considerati i benefici derivanti dalla liberalizzazione dell'economia. Liberalizzare i prezzi e gli scambi significava eliminare rapidamente le scarsità endemiche sotto il regime di pianificazione. Inoltre, sarebbero state liberate le poderose forze dell'iniziativa privata, su cui riposava la speranza di una pronta reazione dal lato dell'offerta, anche se nel settore statale i comportamenti sarebbero mutati solo in lieve misura. La felice esperienza di taluni paesi dell'Europa orientale che si sono rapidamente trasformati fa ritenere che i benefici derivanti da una siffatta politica superino i pur evidenti rischi.

Una seconda conclusione che deve essere tratta dall'esperienza delle riforme, laddove queste hanno avuto maggiore successo, è che le politiche macroeconomiche restrittive si sono rivelate utili nel determinare cambiamenti microeconomici e nel risvegliare l'iniziativa privata. I vincoli di bilancio rigidi imposti alle imprese statali – dopo un episodio iniziale di inflazione e il ricorso, in certa misura, alla “valvola di sicurezza” del credito interaziendale e dei prestiti bancari alle imprese in perdita – hanno costretto le aziende pubbliche a ridimensionarsi, a prescindere dal fatto che esse fossero o meno destinate alla privatizzazione. Nello stesso tempo, i vincoli imposti alle imprese statali hanno fornito lo spazio necessario all'emergere di un dinamico settore privato, che ha quindi ulteriormente rafforzato la pressione concorrenziale nei loro confronti. L'aspettativa di privatizzazioni su vasta scala e, in alcuni casi, la loro effettiva attuazione sono stati chiaramente fattori importanti, ma l'aggiustamento nelle imprese statali è iniziato molto prima che le privatizzazioni fossero avviate, almeno nei paesi che hanno perseguito politiche macroeconomiche restrittive.

I benefici derivanti da una rapida liberalizzazione superano i costi

Energie politiche macroeconomiche determinano cambiamenti microeconomici

III. Il commercio internazionale

Aspetti salienti

Lo scorso anno la crescente internazionalizzazione dell'attività economica è stata evidenziata nuovamente dall'andamento dell'interscambio, aumentato a un ritmo che non aveva riscontro da quasi venti anni. Durante l'ultimo decennio il commercio internazionale è cresciuto a un tasso doppio rispetto al prodotto, un rapporto proporzionale ben superiore a quello osservato nel decennio precedente. Inoltre, negli ultimi anni è andato costantemente ampliandosi il novero dei paesi per i quali il commercio estero costituisce una parte rilevante dell'attività economica.

Nei prossimi anni la progressiva attuazione degli accordi dell'Uruguay Round dovrebbe favorire ulteriormente la crescita del commercio internazionale. Tuttavia, le tentazioni protezionistiche sono tutt'altro che sopite, e la salvaguardia del sistema di scambi multilaterali è in gran parte affidata all'osservanza delle regole dell'Organizzazione mondiale per il commercio da parte dei paesi membri. Uno dei suoi compiti principali sarà la liberalizzazione del settore dei servizi in rapida espansione; un'impresa da non sottovalutare, come dimostrano le difficoltà incontrate nell'aprire all'interscambio i mercati dei servizi finanziari.

L'investimento estero diretto ha avuto un ruolo primario nell'espansione del commercio internazionale; nel 1994 esso è cresciuto ulteriormente, con un aumento della quota dei paesi non industriali. Questo andamento, attribuibile in larga misura all'accresciuta propensione delle imprese a trasferire attività manifatturiere nei centri con più bassi costi di produzione, di fatto contribuisce all'aggiustamento a medio termine dei paesi eccedentari ed è stato particolarmente importante per il Giappone. L'investimento diretto non solo è servito a finanziare gli squilibri dei paesi deficitari ma, ove finalizzato a espandere la capacità produttiva delle industrie esportatrici, ha anche contribuito a creare i presupposti per la correzione dei disavanzi.

Lo scorso anno le bilance dei pagamenti hanno continuato a evidenziare consistenti squilibri di parte corrente. Importanza crescente vanno assumendo le divergenze fra le posizioni patrimoniali sull'estero, in quanto esse cominciano a esercitare un effetto apprezzabile sui flussi di reddito da capitale, i quali possono a loro volta perpetuare gli squilibri delle partite correnti. La persistenza stessa di siffatti squilibri contribuisce a spiegare perché lo scorso anno i saldi di parte corrente abbiano esercitato un'influenza così grande sui cambi, non solo nel mondo industrializzato (dollaro USA e yen), ma anche in altri paesi (segnatamente il Messico).

L'ulteriore miglioramento delle partite correnti dell'Europa occidentale deve molto all'impulso fornito alle esportazioni dal deprezzamento delle valute nell'insieme di quest'area. Inoltre, durante gli ultimi due anni le esportazioni dei paesi con monete in deprezzamento sono cresciute più rapidamente di quelle delle altre nazioni europee.

Interscambio mondiale

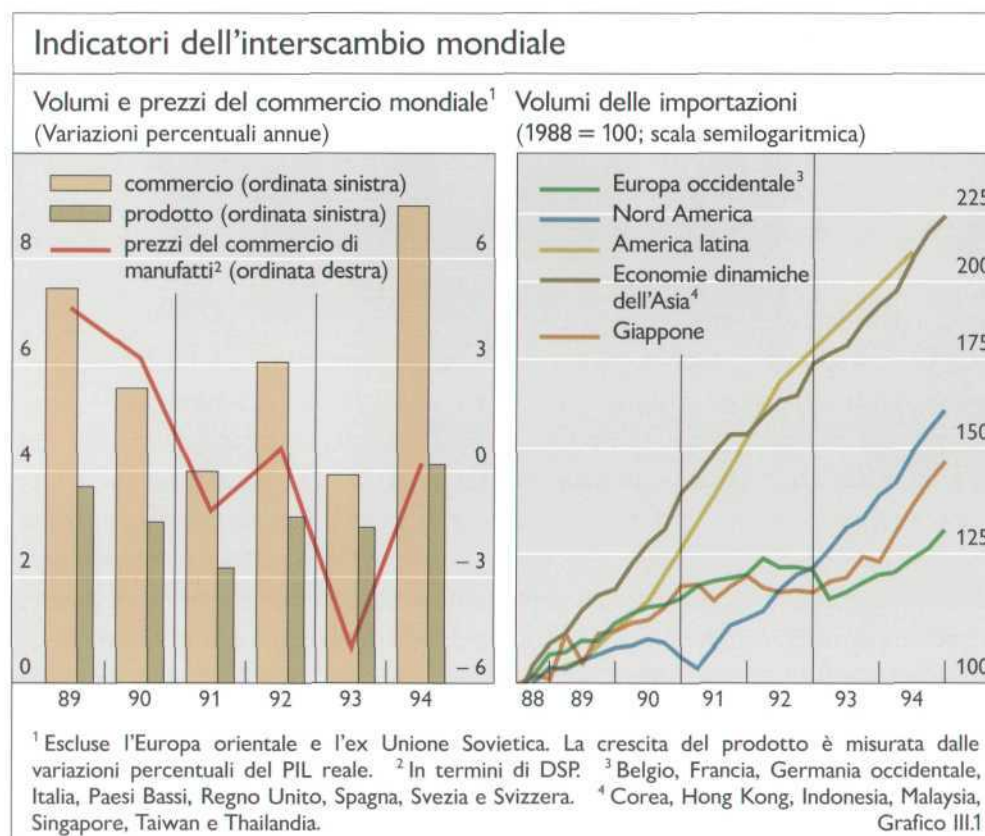
Andamenti

Lo scorso anno il volume dell'interscambio mercantile mondiale è aumentato del 9% circa, contro il 4% registrato nel 1993, con un tasso d'incremento più che doppio rispetto al PIL mondiale. Questa crescita relativamente più rapida dell'interscambio mercantile, in atto da qualche tempo, è attribuibile a vari fattori: la liberalizzazione generalizzata del commercio, l'aumento degli scambi all'interno dei blocchi commerciali e la maggiore propensione delle imprese a dislocare attività produttive all'estero. Nel periodo 1985-94, per l'insieme del mondo industrializzato il rapporto fra il tasso di crescita dell'interscambio e quello del PIL è stato mediamente uguale a 2 (contro l'1 1/2 del decennio precedente), mentre per i paesi in via di sviluppo è risultato pari a 1 1/2 (1 per il periodo 1975-84). Particolarmente accentuato è stato l'aumento di tale rapporto nel caso dell'America latina, da meno di 1/2 per il periodo 1975-84 a 2 1/2 per il periodo 1985-94.

Nel 1994 il dinamismo delle importazioni dei paesi industriali ha avuto un'ampia base geografica, con la perdurante forte crescita delle importazioni nordamericane, un ulteriore impulso impresso a quelle giapponesi dall'andamento del cambio e una vigorosa ripresa della domanda europea di importazioni (grafico III.1). La rapidissima espansione della domanda di importazioni dei paesi asiatici e latino-americani – che nel periodo 1989-93 aveva contribuito per la metà circa all'aumento delle importazioni mondiali – è proseguita lo scorso anno a tassi di poco superiori a quelli dei paesi industriali. Anche le esportazioni dall'area in via di sviluppo sono cresciute rapidamente, stimolate dalla ripresa

Forte crescita del commercio...

... distribuita su un'ampia base geografica



economica nei paesi industriali e dalla vivacità degli scambi commerciali al suo stesso interno. L'accelerazione dell'attività economica globale ha impresso particolare slancio alle esportazioni di minerali, dopo anni di crescita stentata.

All'espansione di circa l'11½% verificatasi nel 1994 nel valore dell'intercambio mercantile ha contribuito un modesto aumento dei prezzi del commercio internazionale in dollari. Dopo essere calati di quasi il 5% nel 1993, tali prezzi sono risaliti di poco più del 2% lo scorso anno. Questo andamento è sostanzialmente in linea con il deprezzamento del dollaro rispetto al DSP e pertanto non è indicativo di una generale pressione al rialzo sui prezzi del commercio mondiale. Tuttavia, all'interno di questo quadro complessivamente stabile i prezzi del petrolio sono diminuiti mentre quelli di altre merci sono aumentati, in certi casi in misura rilevante.

I prezzi
del petrolio si
indeboliscono...

Misurati in valori medi c.i.f. rilevati nei paesi industriali, nel 1994 i prezzi del greggio sono calati a poco meno di \$16 al barile. In relazione ai prezzi dei manufatti, quelli del petrolio sono pertanto scesi al valore medio più basso degli ultimi venti anni, riducendosi al 55% appena del livello raggiunto in seguito al primo shock petrolifero nel 1974. I prezzi del greggio hanno mostrato anche una notevole volatilità, accentuata probabilmente dalle decisioni dell'OPEC relative alle quote di produzione (nonché dalla loro più o meno stretta osservanza) e dagli scioperi in Nigeria verso la metà dell'anno, che hanno messo a repentaglio le forniture. La decisione presa dall'OPEC verso la fine del 1994 di lasciare invariate le quote per un altro anno, in un contesto economico di crescente domanda di petrolio, ha contribuito a sostenerne i corsi agli inizi del 1995.

... mentre quelli
dei manufatti si
riprendono...

Per contro, lo scorso anno i prezzi di altri gruppi di beni oggetto di interscambio sono aumentati. Espresi in DSP, i prezzi dei manufatti hanno ripreso a salire, dopo essere calati del 5% nel 1993 (grafico III.1). I corsi delle materie prime non petrolifere sono cresciuti di quasi il 10% in termini di DSP, contro una diminuzione del 3% nel 1993 (e un calo cumulativo del 20% fra il 1988 e il 1993). Questo rincaro ha consentito agli esportatori di tali materie prime di beneficiare di un guadagno del 2,5% nelle ragioni di scambio.

... e quelli delle
materie prime
salgono

L'aumento dei corsi delle materie prime non petrolifere è in buona parte attribuibile a fattori congiunturali e a talune cause specifiche. La risalita della domanda di materie prime da parte dei paesi industriali, legata alla ripresa economica, e la vigorosa domanda proveniente dai settori manifatturieri del Sud-Est asiatico ad alta intensità di materie prime, ne hanno spinto i prezzi al rialzo. Al loro aumento ha concorso anche il calo nel volume delle scorte di prodotti primari riversate sui mercati mondiali da talune economie in via di transizione. Infine, i problemi di offerta connessi alle condizioni meteorologiche nelle principali aree produttrici di caffè spiegano in gran parte l'impennata dei prezzi delle bevande tropicali (che ha a sua volta contribuito per quasi il 50% all'aumento dei corsi delle materie prime non petrolifere misurati dall'indice FMI). Un fattore nuovo emerso lo scorso anno è costituito dagli acquisti speculativi effettuati da fondi di investimento e da "hedge funds", che possono aver dilatato la domanda di materie prime; tale attività di investimento ha concorso a far aumentare del 35% il volume delle contrattazioni perfezionate presso il London Metal Exchange nel 1994. Durante lo stesso anno le istituzioni finanziarie sono diventate la maggiore controparte dell'offerta di metalli su questa borsa, attraverso i

contratti acquisiti in proprio o detenuti a titolo di garanzia. Agli inizi del 1995 è stato peraltro liquidato un notevole volume di posizioni speculative.

Tendenze del mercato petrolifero

Nella prima metà degli anni novanta l'andamento a medio termine del mercato petrolifero si è caratterizzato per la sostanziale stabilizzazione della dipendenza dalle forniture OPEC, dopo i forti aumenti verificatisi nella seconda metà degli anni ottanta (tabella III.1). Una delle cause di fondo di questo andamento va ricercata nella notevole ripresa della produzione di petrolio nei paesi industriali (nonché nella revisione al rialzo delle loro riserve accertate), specialmente nel Mare del Nord: lo scorso anno le esportazioni nette di Norvegia e Regno Unito sono ammontate in media a 3,3 milioni di barili al giorno rispetto a soli 1,6 nel 1990. I miglioramenti tecnologici e l'accresciuta efficienza di costo hanno contribuito negli ultimi anni a compensare le conseguenze negative che la flessione dei prezzi aveva avuto per la produzione dei paesi industriali nei tardi anni ottanta.

Nei paesi industriali l'elasticità del consumo di petrolio rispetto a variazioni del PIL è salita da quasi $1/2$ nel 1985-90 a circa 1 più di recente; è ben possibile che i prezzi molto più bassi del petrolio dalla metà degli anni ottanta abbiano causato un indebolimento degli sforzi volti a contenere i consumi energetici. Nell'Europa occidentale la domanda di petrolio è cresciuta persino più rapidamente del PIL. Tuttavia, l'intensità petrolifera del prodotto dell'Europa occidentale rimane ben al disotto di quella rilevabile nel Nord America: esprimendo il consumo petrolifero come quota del PIL (in termini di PPA), l'Europa consuma circa il 40% di petrolio in meno del Canada e degli Stati Uniti. Dal 1990 le

La produzione ...

... e il consumo di petrolio

Commercio petrolifero mondiale ¹						
Aree e paesi	1985	1990	1991	1992	1993	1994 ²
	in milioni di barili al giorno					
Paesi industriali	14,6	19,5	18,9	19,7	20,1	19,9
Paesi importatori	16,5	21,2	21,2	22,3	23,1	23,7
di cui: Stati Uniti	4,0	7,2	6,6	7,3	8,1	8,7
Giappone	4,1	4,8	4,7	4,8	4,8	4,9
Europa occidentale	8,3	9,2	9,8	10,0	9,9	9,9
Paesi esportatori	- 1,9	- 1,7	- 2,3	- 2,6	- 3,0	- 3,8
Canada	- 0,3	- 0,1	- 0,4	- 0,3	- 0,4	- 0,5
Norvegia	- 0,6	- 1,4	- 1,8	- 2,0	- 2,2	- 2,3
Regno Unito	- 1,0	- 0,1	- 0,1	- 0,2	- 0,4	- 0,9
PVS non-OPEC ³	0,1	2,5	3,2	3,2	3,4	3,5
di cui: NIE dell'Asia ⁴	1,3	1,9	2,2	2,5	2,6	2,8
Messico	- 1,6	- 1,2	- 1,2	- 1,3	- 1,2	- 1,3
OPEC	-13,4	-20,3	-21,1	-21,3	-21,6	-21,6
di cui: Arabia Saudita	- 3,5	- 5,7	- 8,0	- 8,1	- 7,5	- 7,4
Europa orientale	1,7	1,4	1,0	0,8	0,6	0,6
Ex Unione Sovietica	- 3,0	- 3,2	- 2,2	- 2,2	- 2,4	- 2,4

¹ Importazioni nette (- = esportazioni nette). ² Stime. ³ Cifre residuali. ⁴ Corea, Hong Kong, Singapore e Taiwan. Tabella III.1

importazioni nette dei paesi in via di sviluppo non OPEC sono cresciute del 40% circa. Benché il mondo in via di sviluppo nel suo insieme impieghi molto meno petrolio in relazione al prodotto, nelle economie asiatiche in fase di rapida industrializzazione tali consumi hanno raggiunto un'intensità quasi uguale a quella rilevabile nel Nord America.

Arabia Saudita

Il ristagno della domanda mondiale di petrolio OPEC si è ripercosso pesantemente sulla situazione dell'Arabia Saudita. Dopo avere più che raddoppiato la produzione di greggio fra il 1985 e il 1992, questo paese ha dovuto ridimensionarla per arginare il calo dei prezzi. Nel 1994 il disavanzo di parte corrente è ammontato a quasi \$13 miliardi, portando a \$166 miliardi il deficit cumulato dal 1983 a oggi. Questo peggioramento si è riflesso in ampi disavanzi di bilancio e nel 1994 le autorità hanno annunciato una manovra correttiva fiscale di grande portata.

Mutamenti nella struttura degli scambi dei paesi in via di sviluppo

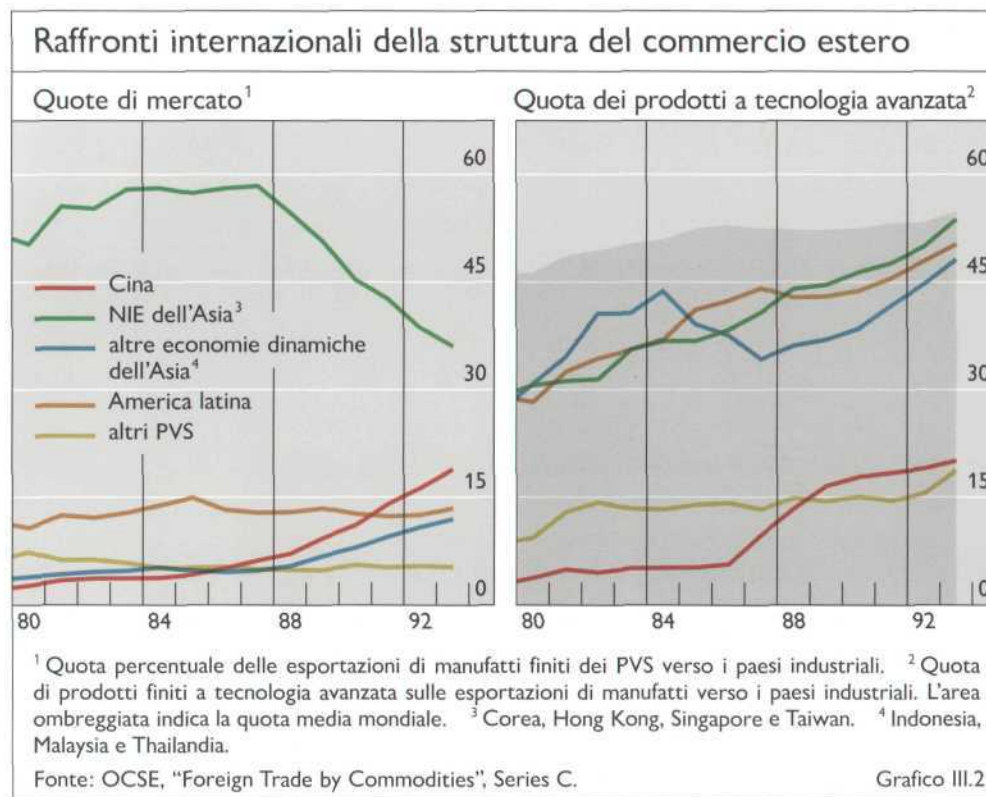
Diversificazione
delle esportazioni
in Asia...

Molti PVS hanno diversificato le proprie esportazioni, riducendo il peso delle materie prime a vantaggio dei manufatti. Sotto questo profilo i risultati migliori sono stati ottenuti dalle economie del Sud-Est asiatico, dove tale spostamento è stato favorito da riforme della politica commerciale, dalla stabilità macroeconomica, da politiche valutarie volte a sostenere la competitività e da massicci investimenti esteri diretti. Oggi i manufatti rappresentano oltre l'80% delle esportazioni di questi paesi verso il mondo industrializzato, contro il 50% agli inizi degli anni settanta. Al costante calo, iniziato a metà degli anni ottanta, della quota delle NIE asiatiche sul totale dei manufatti finiti esportati dai PVS nei paesi industriali, fa riscontro l'aumento della quota degli altri paesi dell'Asia. Fra i PVS asiatici, la Cina ha scalzato Taiwan dalla posizione di massimo paese esportatore.

Per giunta, la struttura merceologica delle esportazioni delle economie più industrializzate del Sud-Est asiatico si è spostata in favore di prodotti a più alto contenuto tecnologico; il grafico III.2 mostra come essa sia divenuta più simile a quella dei paesi industriali. In questi ultimi la rapidissima crescita della produzione e delle esportazioni industriali dei paesi asiatici ha suscitato timori e, in alcuni casi, spinte protezionistiche. Queste reazioni trascurano vari aspetti importanti della crescita degli scambi. Anzitutto, il boom delle esportazioni dei paesi di recente industrializzazione non ha frenato la domanda mondiale, poiché essi non importano meno di quanto esportino. Inoltre, l'espansione della capacità produttiva dell'industria mondiale, a cui questi paesi hanno contribuito, ha avuto la tendenza – particolarmente evidente nei settori in rapida espansione dell'elettronica – a determinare riduzioni dei prezzi di cui beneficiano i consumatori di tutto il mondo. L'intensa concorrenza fra le imprese asiatiche rafforza questa tendenza, impedendo ai produttori leader di realizzare sovrapprofitti.

... e in altre aree in
via di sviluppo

I manufatti – molti dei quali in una fase avanzata di lavorazione – figurano in proporzioni ampie e crescenti anche fra le esportazioni dell'America latina verso i paesi industriali. Ma, almeno fino in epoca recente, la quota dell'America latina sulle esportazioni di manufatti dei PVS è cresciuta meno rapidamente che non quella di vari paesi asiatici. Le quote dell'Africa e del Medio Oriente rimangono esigue. Per di più, queste regioni hanno continuato a concentrarsi su prodotti di base o semilavorati.



Politiche commerciali: sfide attuali e future

Il primo gennaio di quest'anno è nata l'Organizzazione mondiale per il commercio (OMC), che riunisce più di 120 paesi membri e istituzionalizza il processo di liberalizzazione degli scambi internazionali di beni e servizi. La creazione dell'OMC segna il compimento di una lunga tornata di negoziati avviata oltre otto anni fa. Come si è detto nella Relazione annuale del 1994, questa tornata di negoziati ha riguardato non solo il campo tradizionale dell'interscambio mercantile, bensì anche materie completamente nuove: l'introduzione di una disciplina regolamentativa nei settori dei servizi, dell'agricoltura e dei tessili; una maggiore tutela dei diritti di proprietà intellettuale; la formulazione di nuove regole in materia di sussidi e di misure di salvaguardia; e, infine, la realizzazione di un sistema più efficace e uniforme per la composizione delle controversie. In ciascuno di questi campi si sono compiuti progressi sostanziali.

Nondimeno, si è dovuta rinviare a future trattative una serie di questioni irrisolte. Ciò vale in particolare per il settore dei servizi finanziari, che negli ultimi anni sono cresciuti a un ritmo eccezionalmente rapido e sono tuttora oggetto di trattative. Una volta conclusi i negoziati dell'Uruguay Round, negli ultimi mesi del 1993, le autorità statunitensi hanno ritenuto che i progressi compiuti nei negoziati sui servizi finanziari non fossero sufficienti a giustificare l'applicazione della clausola della nazione più favorita (ossia l'estensione a tutti i paesi membri di concessioni accordate a uno qualsiasi di essi) all'interscambio dei servizi finanziari. In quella fase gli Stati Uniti erano insoddisfatti dei progressi compiuti in molti mercati esteri nel ridurre le barriere all'entrata di imprese finanziarie straniere, fra cui restrizioni alla loro operatività locale, obblighi di reciprocità definiti in senso limitativo, requisiti patrimoniali discriminatori, controlli dei

Progressi nella liberalizzazione del commercio multilaterale

Trattative sui servizi finanziari

cambi e altre pratiche restrittive. Si era stabilito che i negoziati sarebbero continuati fino alla metà del 1995. Un primo importante passo avanti è stato compiuto agli inizi di quest'anno, allorché Stati Uniti e Giappone hanno concordato un allentamento dei limiti posti alla gestione estera di fondi pensione e di investimento giapponesi. Sennonché, diversi importanti partner commerciali, soprattutto dell'Asia e dell'America latina, non hanno ancora assunto gli ulteriori impegni (considerati necessari dagli Stati Uniti) per liberalizzare i rispettivi mercati finanziari. Di conseguenza, gli Stati Uniti hanno persistito nel rifiuto di applicare la clausola della nazione più favorita agli scambi di servizi finanziari. Qualora fosse ribadito, tale rifiuto potrebbe condurre a un trattamento discriminatorio delle imprese estere di servizi finanziari negli Stati Uniti, e ciò costituirebbe un regresso rispetto all'attuale posizione liberale degli Stati Uniti, che prevede di applicare "incondizionatamente" un trattamento nazionale alle imprese estere. Ciò potrebbe a sua volta indurre altri paesi ad assoggettare l'interscambio di servizi finanziari a misure ancor più restrittive.

Tre difficili compiti dell'OMC: ampliare il novero dei paesi membri...

L'OMC ha davanti a sé molti difficili compiti. Uno sarà quello di ampliare il numero degli aderenti in maniera da includervi alcune economie maggiori. Ad esempio, la grande importanza assunta recentemente dalla Cina nell'interscambio mondiale sottolinea l'esigenza di una sua piena partecipazione e adesione agli accordi commerciali internazionali, se si vorrà evitare il ricorso a soluzioni bilaterali o basate su forme di commercio amministrato. Neppure i paesi membri dell'OMC – che hanno aderito alle clausole e alla disciplina del multilateralismo – hanno sempre saputo resistere alla tentazione di amministrare gli scambi. Negli ultimi anni sono proliferate le restrizioni quantitative (in particolare forme volontarie di limitazione delle esportazioni e obiettivi per le importazioni) e le misure di controllo dei prezzi (consistenti spesso in un uso improprio dei dazi anti-dumping o compensativi). Secondo stime OCSE, nel 1993 tali misure hanno interessato il 17% delle importazioni statunitensi, il 12^{1/2}% di quelle dell'UE e l'11% di quelle del Giappone; anche nel mondo in via di sviluppo le restrizioni hanno talora sostituito le alte barriere tariffarie. In futuro molto dipenderà dalla capacità delle nuove regole dell'OMC di contrastare il ricorso a misure commerciali discriminatorie e spesso protezionistiche, nonché dall'efficacia e dalla prontezza del suo nuovo sistema arbitrale.

... contrastare il commercio amministrato...

Altro compito fondamentale dell'OMC sarà quello di far fronte ai potenziali rischi insiti in una liberalizzazione che fosse circoscritta ai soli scambi regionali, invece di estendersi a quelli multilaterali. L'unione doganale Mercosur nell'America del Sud (entrata in vigore quest'anno) e l'area di libero scambio Asia-Pacific Economic Co-operation (APEC) proposta recentemente (che dovrebbe essere istituita nell'arco dei prossimi dieci-venti anni) sono i due esempi più eloquenti di accordi preferenziali regionali conclusi o proposti lo scorso anno. Per molti aspetti la liberalizzazione del commercio regionale costituisce un progresso, anche se non sarà mai possibile evitare del tutto una certa diversione del commercio da fonti più efficienti. L'accettazione del sistema tariffario comune Mercosur ha costretto l'Argentina a tassare l'importazione di beni capitali in precedenza esenti da dazi. All'atto di entrare nell'Unione europea, Austria, Finlandia e Svezia hanno dovuto aumentare i dazi su una serie di manufatti importati. Se si vorranno raccogliere i benefici del libero scambio

... e combinare la liberalizzazione regionale con quella multilaterale

all'interno delle aree regionali, dando al tempo stesso impulso alla liberalizzazione globale, allora appare essenziale che sia garantita la libertà d'accesso, che siano ridotte le barriere esterne e che le politiche basate sulle regole d'origine (tipiche degli accordi regionali) siano assoggettate alla disciplina multilaterale.

Un'ultima sfida per il sistema commerciale mondiale è quella, piuttosto recente, legata ai tentativi di collegare l'interscambio alle questioni ambientali e ai diritti dei lavoratori. In linea generale, è improbabile che la politica commerciale possa offrire un efficace meccanismo per affrontare simili questioni, poiché le connessioni sono troppo indirette e i rischi di conseguenze non volute (ad esempio, discriminazioni contro i paesi a basso reddito) sono troppo grandi. L'OMC dovrà muoversi con molta cautela in tale ambito, non da ultimo perché queste problematiche più recenti potrebbero facilmente essere utilizzate come pretesto per ottenere una maggiore protezione interna.

Questioni
estranee?

Andamenti delle partite correnti: quadro d'insieme

Gli andamenti delle partite correnti sono stati influenzati principalmente da tre fattori: le posizioni cicliche relative, la competitività e la posizione finanziaria netta sull'estero. Il grafico III.3 illustra l'importanza delle differenze tra le posizioni cicliche. Il fatto che nel Nord America e nel Regno Unito la ripresa si sia avviata prima che in Giappone o nell'Europa continentale ha influenzato il profilo internazionale delle esportazioni nette. La forte espansione della domanda interna, che ha talvolta rasentato il surriscaldamento, ha altresì teso ad ampliare i disavanzi di vari paesi in via di sviluppo asiatici e latino-americani.

Fattori ciclici

La competitività ha tuttavia esercitato un influsso di più lungo periodo sull'andamento degli scambi. Gli Stati Uniti, avvantaggiati da un significativo e persistente deprezzamento reale del dollaro, sono l'unico grande paese industriale che nell'ultimo decennio abbia conservato (e persino incrementato) la propria quota dei mercati mondiali delle esportazioni, nonostante l'accresciuta concorrenza asiatica. In Giappone e in Germania l'apprezzamento del tasso di cambio reale ha contribuito a determinare ampie perdite di quote di mercato. Anche in altre parti d'Europa fin verso la fine del 1992 tale apprezzamento ha coinciso con la perdita di quote di mercato, ma il successivo notevole deprezzamento in vari paesi ha impedito ulteriori cali. Analoghe connessioni fra competitività e andamento delle esportazioni sono evidenti da molti anni nel mondo in via di sviluppo: le economie dinamiche dell'Asia hanno preservato la propria competitività e accresciuto le proprie quote dei mercati mondiali, il che non è invece avvenuto nell'America latina (la cui competitività ha subito un'erosione).

Competitività

Il persistere per molti anni di squilibri esterni ha determinato nelle posizioni patrimoniali nette sull'estero variazioni sufficientemente consistenti da produrre significativi effetti sulle bilance di parte corrente (tabella III.2). Oggi la posizione finanziaria esterna netta della maggior parte dei grandi paesi industriali è assai più ampia di quanto lo fosse soltanto dieci anni fa, con l'importante conseguenza che notevoli correzioni degli squilibri originati dalle transazioni mercantili e dai servizi non dei fattori sono state spesso annullate da variazioni di segno opposto nei saldi in conto redditi da capitale, come dimostra l'esperienza dell'ultimo decennio di Stati Uniti e Giappone. In entrambi i casi i forti squilibri (in rapporto

Spostamenti nelle
posizioni nette
sull'estero

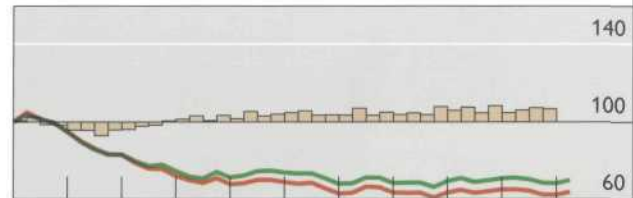
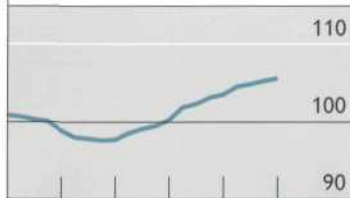
Forza della domanda interna, competitività e quota di mercato delle esportazioni

Forza della domanda interna¹
(1990 = 100)

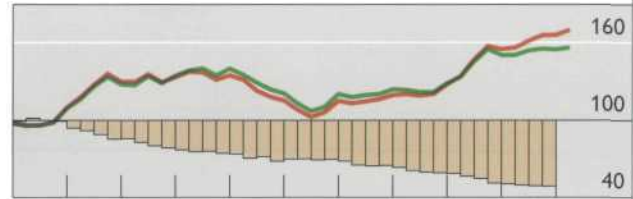
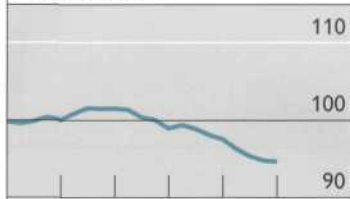
Competitività e quota di mercato delle esportazioni
(1985 = 100)

— costi unitari relativi del lavoro²
— prezzi al consumo relativi
■ quota di mercato delle esportazioni²

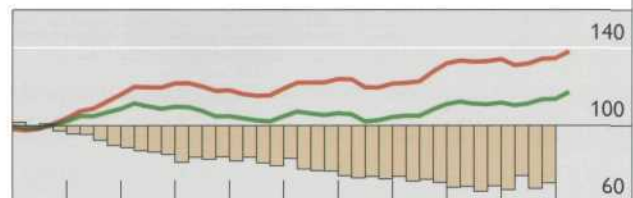
Stati Uniti



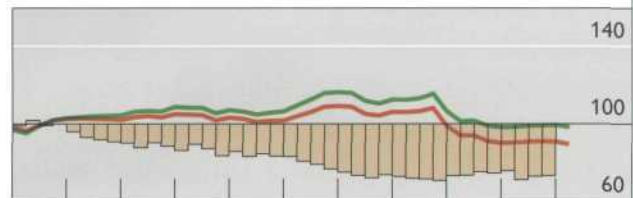
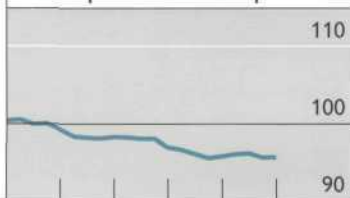
Giappone



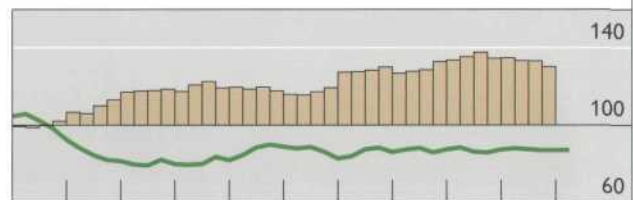
Germania occidentale



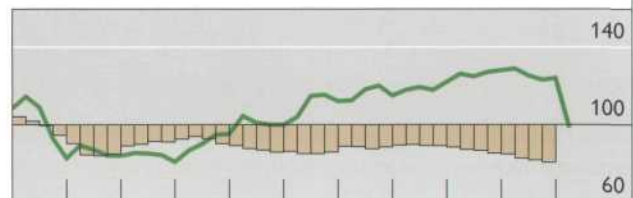
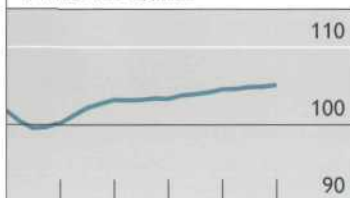
Altri paesi dell'Europa occidentale



Economie dinamiche dell'Asia³



America latina⁴



1990 1992 1994

1985 1987 1989 1991 1993 1995

¹ Variazione della domanda interna rispetto alla crescita potenziale (o tendenziale) del prodotto, meno la variazione corrispondente nei paesi partner. ² Nell'industria manifatturiera. ³ Corea, Hong Kong, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia. ⁴ Argentina, Brasile, Cile e Messico. Grafico III.3

Posizione netta sull'estero						
Paesi	1975	1985	1990	1991	1992	1993
	in percentuale del PIL, a fine anno					
Stati Uniti*	4,7	3,1	- 4,5	- 6,1	- 8,4	- 8,8
Giappone	1,4	9,6	11,1	11,4	14,0	14,5
Germania	9,4	7,2	21,9	18,8	16,4	13,9
Francia	..	3,0	4,5	- 5,2	- 3,7	- 0,7
Italia	- 3,5	- 1,8	- 7,4	- 8,6	-11,6	- 9,6
Regno Unito	2,5	19,9	- 0,8	- 0,3	1,8	3,2
Canada	-29,4	-36,1	-36,4	-39,4	-42,6	-44,0

* Investimenti diretti valutati ai costi correnti.

Tabella III.2

al PIL) rilevati a metà degli anni ottanta nei flussi di merci e di servizi non dei fattori sono ora considerevolmente ridotti, ma l'impatto di questo miglioramento è stato annullato da crescenti squilibri nei redditi netti da investimento.

Paesi industriali

Stati Uniti

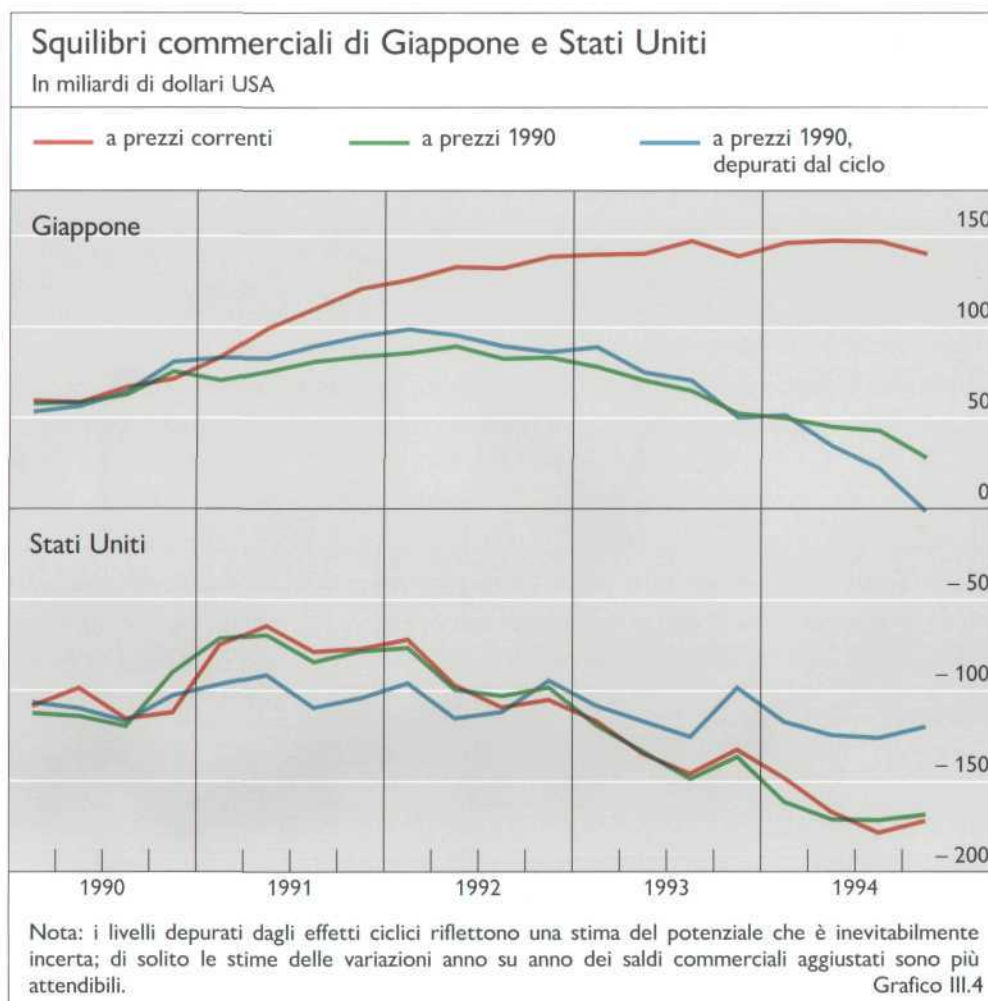
Lo scorso anno il deficit di parte corrente degli Stati Uniti è cresciuto di circa \$50 miliardi, raggiungendo l'equivalente del 2,3% del PIL. Disavanzi protratti per molti anni hanno determinato un consistente accumulo di debito estero, con il risultato che un saldo negativo dei redditi da capitale (un evento che non si verificava dal periodo anteriore alla prima guerra mondiale) si è sommato a quello delle transazioni in merci e servizi.

L'andamento del disavanzo commerciale degli Stati Uniti negli ultimi anni – una significativa contrazione a cavallo degli anni ottanta e novanta, seguita da un deterioramento che lo ha portato al livello record di \$166 miliardi nel 1994 – ha in certa misura rispecchiato lo sfasamento del ciclo economico fra gli Stati Uniti e i suoi partner commerciali. I dati depurati dallo sfasamento ciclico (grafico III.4) indicano che la bilancia commerciale di fondo degli Stati Uniti si è deteriorata molto meno del saldo effettivo. Tuttavia, anche su tale base corretta, negli anni novanta il disavanzo commerciale statunitense ha mostrato una certa tendenza all'incremento. Questo deterioramento di fondo non può essere ascritto al costo del lavoro. Da sei anni i costi unitari del lavoro negli Stati Uniti seguono un trend discendente rispetto a quelli dei loro partner commerciali; inoltre sono fra i più bassi in termini assoluti nell'ambito dei principali paesi industriali. Ciò fa ritenere che nello spiegare la pluriennale persistenza dei disavanzi statunitensi si debba attribuire maggiore importanza a certi fattori macroeconomici, quali il basso saggio di risparmio interno. Il fatto che il recente rapido aumento delle importazioni in volume – cresciute del 15% lo scorso anno – abbia coinciso con la forte espansione delle esportazioni sembra avvalorare questa interpretazione di un eccesso di assorbimento.

Una seconda caratteristica rimarchevole del commercio statunitense, nuovamente in evidenza lo scorso anno, è consistita in una riallocazione dei flussi commerciali che vede crescere il peso di vari paesi in via di sviluppo rispetto a

Deterioramento
sottostante

Mutamenti nella
geografia degli
scambi



quello dei partner più tradizionali, quali l'Europa occidentale e il Giappone. Oggi quasi il 6% delle importazioni degli Stati Uniti proviene dalla Cina, contro l'1% circa della metà degli anni ottanta. Anche il Messico è divenuto più importante, in parte a causa delle crescenti operazioni transfrontaliere di lavorazione e assemblaggio. Nel 1994 il Messico ha fornito il 7^{1/2}% delle importazioni complessive degli Stati Uniti e ne ha assorbito oltre il 10% delle esportazioni. Il North American Free Trade Agreement ha favorito il dinamismo degli scambi fra Stati Uniti e Messico, non solo liberalizzando i flussi commerciali ma anche incentivando e agevolando l'investimento diretto.

Giappone

Lo scorso anno l'avanzo commerciale del Giappone si è mantenuto elevato, in termini sia di dollari USA (vicino ai \$130 miliardi) sia di percentuale del PIL (3% circa). La maggiore eccedenza mercantile ha compensato l'incremento del deficit in conto servizi (non dei fattori), in particolare della voce "viaggi all'estero", gonfiata dal numero record di spostamenti di cittadini giapponesi all'estero. Il reddito netto da capitale si è stabilizzato intorno ai \$40 miliardi.

Non è facile spiegare la persistenza di un ampio avanzo corrente nonostante il sostanziale apprezzamento dello yen. Un fattore che vi ha contribuito è stato l'aumento dei redditi netti da capitale. Le attività patrimoniali nette sull'estero

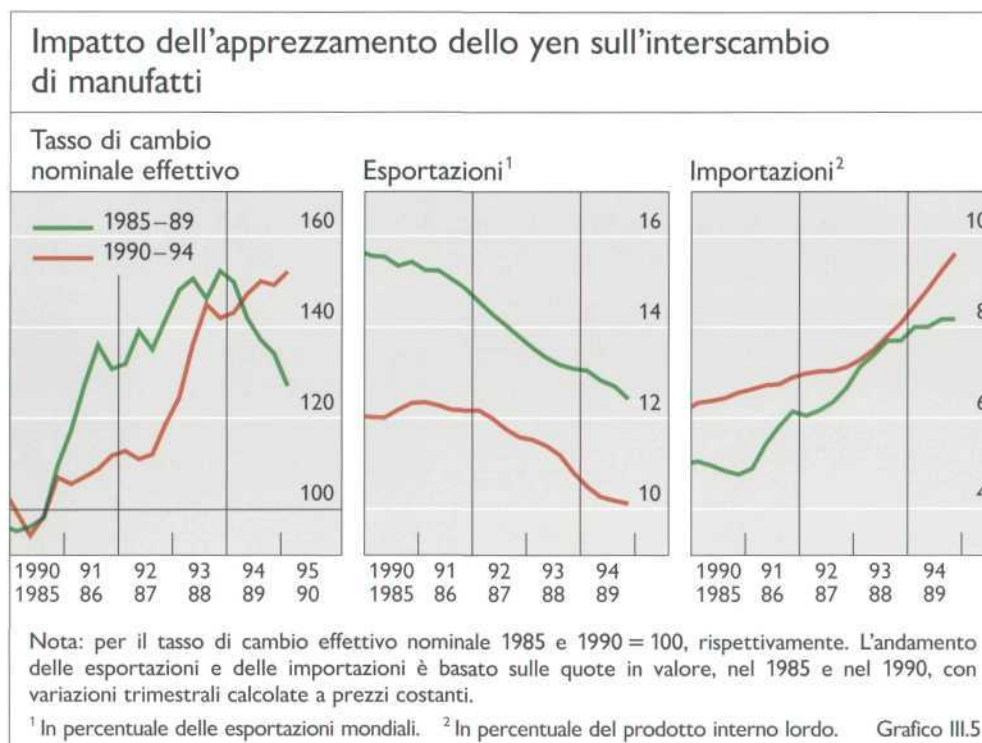
Alcuni fattori perpetuano l'avanzo in termini nominali...

del Giappone, pari a \$37 miliardi alla fine del 1983, risultavano salite a \$611 miliardi alla fine del 1993. Questo enorme ampliamento della posizione attiva esterna ha comportato un costante aumento del reddito netto da capitale, che ora contribuisce per quasi un terzo all'avanzo corrente.

La persistenza dell'avanzo commerciale è la risultante di forze contrastanti: ai potenti effetti di prezzo relativo che raffrenano le esportazioni e stimolano le importazioni si contrappongono gli effetti di reddito della perdurante debolezza dell'attività economica in Giappone ed effetti di curva a J. Gli effetti di prezzo relativo generati dal recente apprezzamento dello yen hanno avuto un considerevole impatto sugli scambi di prodotti manifatturieri del paese: lo scorso anno il volume delle importazioni di tali beni è aumentato del 20% circa, sopravanzando decisamente il ritmo ancora esitante della ripresa della produzione industriale e della domanda interna. La rapida crescita delle importazioni di manufatti negli ultimi anni (riquadro a destra del grafico III.5) è tanto più rimarchevole in quanto il loro livello eccezionalmente basso degli anni precedenti alimentava inevitabilmente il sospetto che l'accesso degli operatori esteri al mercato nazionale fosse di fatto assoggettato a restrizioni. Si è ridotta anche la quota delle esportazioni reali, che lo scorso anno sono aumentate di meno del 2%, nonostante il mercato di esportazione sia cresciuto del 13%.

Questo consistente aggiustamento reale è però dissimulato dal forte apprezzamento nominale dello yen, che negli ultimi quattro anni ha generato ampi guadagni nelle ragioni di scambio (pari cumulativamente al 2,2% del PIL del 1994). Misurato a prezzi costanti, l'avanzo commerciale del Giappone è calato ininterrottamente dal 1992. La diminuzione negli ultimi anni appare ancora più pronunciata se si elimina l'effetto dello sfasamento fra i trend di crescita del Giappone e dei suoi principali partner commerciali. Al netto di questi effetti ciclici, il calo dell'eccedenza commerciale reale risulta anche maggiore (grafico III.4).

... ma in termini reali si ha un sostanziale aggiustamento



Ruolo dell'investimento diretto estero

Un altro fattore che esercita un'influenza fondamentale sugli scambi del Giappone è l'investimento diretto all'estero, cresciuto impetuosamente nella seconda metà degli anni ottanta, per poi rallentare in seguito. Tale investimento ha un duplice effetto sull'interscambio: a breve termine, esso dà origine a un contestuale flusso di esportazioni di beni strumentali e intermedi destinati ai "transplant" e alle consociate in altri paesi. Col tempo, però, mano a mano che matura la produzione di questi nuovi insediamenti, l'effetto positivo sulle esportazioni si attenua. A un certo stadio le esportazioni dalla madrepatria tendono a essere sostituite da beni prodotti all'estero. Non è infrequente che questi prodotti comincino persino ad affluire sui mercati del paese investitore. I recenti sviluppi nell'industria automobilistica (come pure in quella dei beni elettronici di consumo) illustrano il duplice effetto dell'investimento estero. Lo scorso anno, mentre le case automobilistiche giapponesi andavano accrescendo la capacità produttiva degli stabilimenti e delle filiali operanti all'estero, le esportazioni di veicoli a motore dal Giappone sono calate del 10% circa in volume; per contro, le esportazioni di componenti automobilistiche, comprese quelle destinate alle unità di montaggio ubicate all'estero, sono aumentate del 10%. In virtù della localizzazione nel Sud-Est asiatico di molte attività di assemblaggio, la fornitura di beni capitali e intermedi è stata un fattore-chiave per l'aumento delle esportazioni giapponesi verso questa regione, che si sono quadruplicate a partire dalla metà degli anni ottanta.

Europa occidentale

Lo scorso anno la posizione dell'Europa sull'estero è migliorata ulteriormente, benché sia difficile misurare con esattezza l'avanzo, a causa dei persistenti problemi di rilevazione degli scambi all'interno dell'Unione europea. Nel 1993, l'ultimo anno per il quale si dispone di dati esaurienti, le importazioni intra-UE sono scese di circa 6 punti percentuali in più delle esportazioni. Stime preliminari indicano che la discrepanza si è protratta nel 1994, comportando una significativa sopravvalutazione degli avanzi commerciali dell'UE.

Forte ripresa degli scambi, in Europa in generale...

Il miglioramento della posizione esterna dell'Europa è stato assai diffuso. Le esportazioni sono aumentate in quasi tutti i paesi: in volume esse sono salite del 10% circa, dopo il quasi-ristagno del 1993. Allorché la domanda interna ha iniziato a riprendersi sotto l'impulso delle maggiori esportazioni, si è avuta anche una netta crescita nelle importazioni (superiore al 7%), dopo il rilevante calo registrato l'anno prima. Probabilmente tale recupero è stato accentuato dall'inversione del precedente decumulo delle scorte.

... e in Germania in particolare

Facendo seguito a una flessione del 2% circa nel 1993, lo scorso anno il volume delle esportazioni tedesche è aumentato di oltre il 10%. Una causa importante risiede nel fatto che l'intensità di capitale della ripresa in atto nel mondo industriale ha avvantaggiato le esportazioni tedesche, in cui tradizionalmente predominano i beni strumentali. Inoltre, il serio deterioramento della competitività di costo tedesca all'inizio degli anni novanta si è arrestato dopo il 1992, poiché una progressione salariale più contenuta si è sommata a un'accelerazione della produttività in un contesto di relativa stabilità del tasso di cambio effettivo del marco (almeno fino agli ultimi mesi del 1994). Benché il maggior dinamismo delle esportazioni abbia stimolato anche la domanda di importazioni, l'avanzo commerciale è salito ulteriormente fino a circa \$54 miliardi. Tuttavia, il crescente disavanzo in

Bilancia delle partite correnti dei paesi industriali									
Paesi e aree	Saldo delle partite correnti			di cui:					
				saldo commerciale			saldo dei redditi da capitale		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994 ¹
in miliardi di dollari USA									
Paesi industriali	-44,8	15,4	-13,9	23,6	77,0	77,0	-17,8	-14,1	-30,8
Stati Uniti	-67,9	-103,9	-155,7	-96,1	-132,6	-166,4	4,5	3,9	-15,2
Giappone	117,6	131,4	129,1	132,3	141,5	145,9	36,2	41,4	41,0
Europa occidentale	-61,0	23,0	46,6	-21,4	59,1	86,8	-29,1	-27,5	-20,3
Francia	3,9	9,1	9,9	2,8	8,6	10,0	-7,4	-8,2	-9,5
Germania	-21,1	-14,7	-23,2	29,8	42,8	53,6	16,5	14,0	5,4
Italia	-27,9	11,0	15,6	3,0	32,9	35,5	-20,7	-16,2	-15,3
Regno Unito	-17,3	-17,7	0,1	-23,0	-20,1	-16,4	7,5	2,4	17,3
Paesi Bassi	5,1	10,0	6,9	7,7	11,3	7,7	0,1	0,8	1,9
Svezia	-8,8	-4,1	0,9	5,9	6,9	8,9	-9,8	-9,0	-5,9
Svizzera	15,1	18,3	18,1	-0,6	1,9	2,0	14,9	14,4	14,2
UEBL ²	6,5	11,3	12,7	1,4	3,7	4,3	1,1	3,0	3,4
Austria	-0,2	-0,7	-2,1	-9,7	-8,4	-10,4	-1,2	-1,0	-0,9
Danimarca	4,3	4,7	3,4	7,2	7,8	7,5	-5,7	-4,8	-4,3
Finlandia	-4,9	-0,8	1,1	2,8	5,4	6,4	-5,4	-4,7	-4,2
Grecia	-2,1	-0,7	-0,1	-13,9	-12,5	-13,5	-2,0	-1,5	-1,6
Islanda	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,2	0,4	-0,2	-0,2	-0,2
Irlanda	2,5	3,6	3,6	5,7	7,1	8,2	-5,7	-5,7	-6,2
Norvegia	3,0	2,2	3,6	7,6	7,5	7,7	-3,4	-3,0	-3,3
Portogallo	0,0	1,0	-2,6	-9,4	-6,9	-6,2	0,6	0,0	-0,1
Spagna	-17,8	-2,8	-3,8	-30,4	-14,9	-14,6	-6,7	-6,1	-9,0
Turchia	-1,0	-6,4	2,6	-8,2	-14,2	-4,2	-1,6	-1,5	-1,9
Altri paesi industriali	-33,5	-35,2	-34,0	8,7	9,0	10,6	-29,5	-32,0	-36,3
Australia	-10,5	-10,4	-14,8	1,6	-0,1	-3,3	-10,4	-8,8	-9,7
Canada	-22,1	-23,9	-18,2	5,5	7,4	12,5	-16,8	-20,7	-23,4
Nuova Zelanda	-0,9	-0,9	-1,0	1,7	1,7	1,4	-2,2	-2,5	-3,2

¹ Dati parzialmente stimati. ² Unione economica del Belgio-Lussemburgo.

Tabella III.3

conto servizi, prevalentemente di riflesso all'aumento della spesa netta per viaggi all'estero, ha compensato buona parte dell'avanzo nell'interscambio mercantile. Lo scorso anno è inoltre proseguita la pronunciata contrazione del saldo attivo dei redditi da capitale, cominciata agli inizi degli anni novanta.

In quasi tutti gli altri paesi dell'Europa continentale, nonostante il prevalere negli ultimi due anni di condizioni congiunturali simili, si sono avute sensibili differenze fra i rispettivi andamenti degli scambi, soprattutto per quanto riguarda le esportazioni. Il fattore primario di queste differenze è individuabile nelle grandi variazioni dei cambi intra-europei fra il settembre del 1992 e l'estate del 1993, che hanno diviso le economie europee in due gruppi distinti. Come mostra il grafico III.6, i forti deprezzamenti delle valute di Italia, Spagna, Svezia e Regno Unito hanno più che compensato i precedenti apprezzamenti reali, cosicché a metà 1993 tali paesi risultavano in una posizione più competitiva che non nel

Competitività e
andamento del
commercio

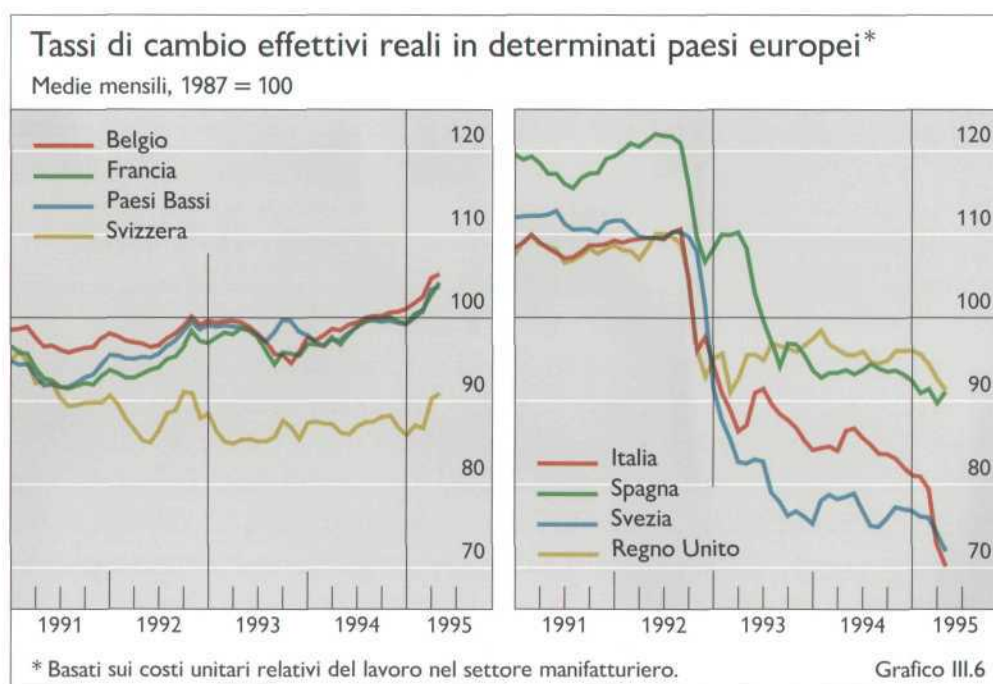
1987, quando era iniziato un lungo periodo di stabilità dei cambi nominali intra-europei. In seguito la loro competitività è ulteriormente migliorata, in misura notevole per l'Italia, più modesta per gli altri. Tuttavia, è possibile che i maggiori prezzi all'importazione comincino a favorire una risalita dell'inflazione via via che si rafforza l'attività economica. I paesi dell'altro gruppo, indicato nel riquadro di sinistra del grafico, essendo riusciti a mantenere stabili i propri tassi di cambio nei confronti del marco, la moneta del principale partner commerciale, hanno visto la propria competitività rimanere sostanzialmente invariata, nonostante un certo apprezzamento reale durante il 1994 e agli inizi del 1995.

Il deprezzamento stimola le esportazioni...

L'impatto delle variazioni di competitività sulla dinamica delle esportazioni di questi due gruppi di paesi è stato rapido e significativo (tabella III.4). Nel 1993 le vendite all'estero dei paesi con monete che si erano deprezzate sono riuscite a superare le condizioni depresse della domanda in Europa e ad avvantaggiarsi dei mercati di esportazione in rapida crescita nel Nord America e nel Sud-Est asiatico. Le loro esportazioni in volume sono aumentate su base aggregata del 7¹/₂%, mentre quelle del gruppo di paesi con monete stabili hanno ristagnato. Poiché i tassi di cambio reali in Europa si sono alquanto stabilizzati dopo la metà del 1993, lo scorso anno le differenze nell'andamento delle esportazioni si sono ridotte, pur rimanendo visibili: il volume delle esportazioni del gruppo di paesi con monete stabili è cresciuto del 6¹/₂%, contro quasi il 12% del gruppo con monete deprezzate.

... e migliora le posizioni sull'estero

La rapida crescita delle esportazioni ha contribuito a determinare un notevole miglioramento dei saldi con l'estero in molti dei paesi con valute deprezzate. Il disavanzo corrente aggregato di Italia, Spagna, Svezia e Regno Unito, che nel 1992 aveva raggiunto i \$72 miliardi, lo scorso anno si è tramutato in un'eccedenza di oltre \$12 miliardi. Nel 1993 gli aggiustamenti di maggiore entità erano stati quelli di Italia, Svezia e Spagna; è soltanto nel 1994 che gli esportatori britannici hanno utilizzato il calo dei costi relativi del lavoro per



Crescita del volume dell'interscambio in determinati paesi europei							
	Esportazioni			Importazioni			Variazioni di competitività ¹
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	Da agosto 1992 ad agosto 1994
	in percentuale						
Paesi con moneta deprezzata ²	3,9	7,5	12,2	5,2	-2,6	9,6	18,3
Germania	0,2	-1,9	10,5	0,7	-6,2	6,4	-5,1
Paesi con moneta stabile ³	3,1	0,2	6,5	0,9	-1,3	8,2	-2,7

Nota: le medie di gruppo sono ponderate in base alle quote dei singoli paesi sull'interscambio nel 1990.

¹ Misurate dai costi unitari relativi del lavoro. Un incremento indica un miglioramento. ² Paesi la cui moneta si è deprezzata rispetto al marco nel periodo 1992-94: Finlandia, Irlanda, Italia, Portogallo, Regno Unito, Spagna e Svezia. ³ Paesi il cui cambio col marco si è mantenuto relativamente stabile nel periodo 1992-94: Austria, Belgio, Danimarca, Francia, Paesi Bassi e Svizzera.

Tabella III.4

accrescere i volumi delle esportazioni anziché per ricostituire i margini di profitto, come sembra abbiano fatto nel 1993. Con il forte aumento dell'avanzo dei redditi da capitale, attribuibile in parte all'accresciuta redditività delle imprese britanniche operanti all'estero, nel 1994 il disavanzo di parte corrente del Regno Unito è stato praticamente eliminato.

È infine interessante notare come anche la bilancia commerciale della Turchia sia stata favorita da un ampio deprezzamento del cambio agli inizi del 1994 e da un inasprimento della politica monetaria. Grazie al boom delle esportazioni e a una contestuale flessione delle importazioni, nel 1994 il disavanzo commerciale si è ridotto di \$10 miliardi.

Altri paesi industriali

Le esportazioni canadesi sono state stimolate da un calo del 25%, rispetto al 1992, del tasso di cambio effettivo reale, dalla rapida crescita dei mercati di esportazione e dalla progressiva liberalizzazione degli scambi con gli Stati Uniti e il Messico. Dopo incrementi medi annui del 9¹/₂% nel 1992 e nel 1993, lo scorso anno le esportazioni in volume hanno fatto registrare una crescita dell'ordine del 16%, che risulta ancor più accentuata se si escludono gli scambi di prodotti automobilistici con gli Stati Uniti. L'espansione delle esportazioni di macchinari e attrezzature è stata particolarmente elevata, poiché la vigorosa crescita in atto negli Stati Uniti ha prontamente assorbito la capacità produttiva eccedente. In Canada la sostenuta domanda interna, anche di investimenti fissi, ha stimolato altresì la crescita delle importazioni, salite in volume del 13%. Essendo le ragioni di scambio rimaste praticamente invariate, la dinamica dei volumi del commercio estero si è riflessa in un sostanziale ampliamento dell'avanzo commerciale del paese. La debolezza del cambio può aver contribuito anche a ridurre la spesa netta per viaggi all'estero, la principale componente del tradizionale disavanzo nei servizi non dei fattori. Infatti, mentre gli introiti generati dal turismo estero nel paese sono aumentati in misura significativa, le spese per viaggi all'estero dei residenti si sono contratte fortemente. Per la prima volta da molti anni il Canada

Perdura la vigorosa crescita delle esportazioni del Canada

ha registrato un saldo attivo nell'interscambio di beni e servizi. Tuttavia, i notevoli deflussi netti in conto di redditi da capitale, come conseguenza dell'ingente debito esterno del paese, hanno portato a un deficit corrente pari a oltre il 3% del PIL.

Australia e
Nuova Zelanda

Lo scorso anno la vigorosa crescita economica dell'Australia e della Nuova Zelanda ha sospinto a oltre il 15% l'incremento delle importazioni in volume in entrambi i paesi. Benché sorrette dalla rapida espansione dei mercati di sbocco, soprattutto del Sud-Est asiatico, le esportazioni non sono state altrettanto dinamiche, e ne è pertanto conseguito un peggioramento delle bilance commerciali. Il disavanzo corrente dell'Australia, che si situa al 5^{1/2}% del PIL, va ad accrescere un debito esterno già elevato.

Paesi in transizione

Il disavanzo
commerciale
aggregato si riduce

Nel 1994, anche in virtù dell'ulteriore forte espansione delle esportazioni, il PIL dell'Europa orientale ha ripreso a crescere, dopo tre anni di sensibile calo. Dal 1990 a oggi il valore in dollari delle esportazioni è aumentato del 27%. Fra i paesi maggiori, la Polonia ha realizzato l'incremento più consistente (oltre il 50%), l'Ungheria quello minore (il 10% circa). Il disavanzo commerciale aggregato dell'Europa orientale è sceso a \$5 miliardi, pari a circa il 7^{1/2}% del valore delle merci esportate, contro il 15% nel 1993.

Ungheria

Da questo generale miglioramento è rimasta però esclusa l'Ungheria, dove si è registrato nuovamente un disavanzo superiore alla media, \$3^{1/2} miliardi, equivalenti a un terzo delle esportazioni mercantili. Questo squilibrio, che si accompagna a un ampio deficit di bilancio e viene ad aggiungersi a un debito estero relativamente elevato, da qualche tempo influisce pesantemente sull'andamento del cambio. Dopo il significativo apprezzamento reale subito dalla moneta ungherese nel corso del 1992 e agli inizi del 1993, negli ultimi mesi la politica del tasso di cambio ha mirato a rilanciare la competitività internazionale del paese.

Interscambio dell'Europa orientale ¹									
Paesi e aree	Esportazioni			Importazioni			Saldo commerciale		
	1992	1993	1994 ²	1992	1993	1994 ²	1992	1993	1994 ²
in miliardi di dollari USA									
Europa orientale	52,2	55,9	65,8	54,7	64,4	70,7	-2,5	-8,5	-4,9
Bulgaria	3,9	3,7	4,4	4,4	4,6	4,0	-0,5	-0,9	0,4
Polonia ³	14,0	13,6	17,0	13,5	15,9	17,8	0,5	-2,3	-0,8
Repubblica Ceca ⁴	8,8	13,2	14,3	10,4	12,9	14,7	-1,6	0,3	-0,4
Repubblica Slovacca ⁴	3,7	5,5	6,7	3,8	6,4	6,6	-0,1	-0,9	0,1
Romania	4,4	4,9	5,9	5,8	6,0	6,3	-1,4	-1,1	-0,4
Slovenia	6,7	6,1	6,8	5,9	6,3	7,0	0,8	-0,2	-0,2
Ungheria	10,7	8,9	10,7	10,9	12,3	14,3	-0,2	-3,4	-3,6
Per memoria:									
CSI ⁵	26,7	29,3	37,7	24,7	26,0	28,5	2,0	3,3	9,3

¹ In base alle statistiche doganali (f.o.b./f.o.b.). ² Dati parzialmente stimati. ³ Soltanto valute convertibili, su una base di bilancia dei pagamenti. ⁴ Per il 1992, escluso il commercio bilaterale fra le Repubbliche Ceca e Slovacca. ⁵ In base alle statistiche commerciali dei paesi OCSE. Escluso il commercio con la Finlandia.

Tabella III.5

Nel 1994 il fiorino è stato complessivamente svalutato del 17% rispetto al paniere valutario di riferimento. Misurato sulla base dei prezzi alla produzione, il tasso di cambio effettivo reale è calato sensibilmente. Nel marzo del 1995 il Governo ha svalutato il fiorino di un ulteriore 9% e ha annunciato la sua intenzione di lasciare che la moneta si deprezzi fino al 27% nell'arco dell'intero anno.

In *Polonia*, per contro, i migliori risultati nel commercio con l'estero hanno consentito un certo irrigidimento della politica del cambio. Il disavanzo del paese in valuta convertibile è sceso al disotto di \$1 miliardo, grazie alla vigorosa crescita delle esportazioni. Poiché la rilevazione statistica di queste ultime è probabilmente incompleta, l'effettiva posizione di bilancia commerciale potrebbe essere ancora più solida. Lo slittamento programmato del cambio è stato ridotto gradualmente dall'1,8% mensile (anteriormente all'agosto 1993) all'1,2% (dal febbraio 1995). Con un'inflazione attestata su valori notevolmente più elevati, il tasso di cambio effettivo reale si è apprezzato.

Polonia

Dopo un marcato deprezzamento all'inizio del 1990, dal dicembre dello stesso anno, la *Repubblica Ceca* è riuscita a mantenere un tasso di cambio nominale fisso. Dopo di allora, un considerevole apprezzamento reale è stato assorbito senza sconvolgere il sostanziale equilibrio della bilancia commerciale. Tuttavia, lo scorso anno il tasso di espansione delle esportazioni – molto rapido agli inizi degli anni novanta – è rallentato, mentre le importazioni sono cresciute nella scia della ripresa economica, dopo tre anni di forte calo.

Repubblica Ceca

Nel 1994 la produzione petrolifera nell'ex *Unione Sovietica* è nuovamente calata, ancorché in misura minore che negli anni precedenti. Negli anni novanta il collasso produttivo è stato tale che oggi la quota della CSI sull'offerta mondiale di petrolio, che ancora nel 1988 ammontava al 20%, si è ridotta all'11% appena. Tuttavia, il calo si è ripercosso soprattutto sul consumo interno, dato che anche lo scorso anno il volume delle esportazioni di petrolio è variato di poco. È invece aumentato il valore in dollari delle esportazioni totali della CSI verso i paesi industriali. Secondo i dati sul commercio dei paesi OCSE, l'avanzo mercantile nei confronti dei paesi industriali è salito a oltre \$9 miliardi. Gran parte dell'eccedenza è attribuibile alla Russia, che esporta la maggiore quantità di petrolio. Con l'importante eccezione del Turkmenistan – ricco anch'esso di risorse energetiche – la maggior parte degli altri Stati della CSI ha continuato a registrare ampi disavanzi.

Comunità degli Stati Indipendenti (CSI)

Paesi in via di sviluppo

Nel 1994 il disavanzo corrente aggregato dei PVS si è mantenuto elevato per il quarto anno consecutivo, portandone l'ammontare cumulato dal 1991 a oltre \$300 miliardi (tabella III.6). Rapportati alle esportazioni, i disavanzi sono risultati particolarmente ampi nell'America latina; un peso preponderante ha avuto quello del Messico, salito lo scorso anno fino al 70% circa delle esportazioni. Anche i deficit dell'Africa e del Medio Oriente sono aumentati. I paesi asiatici, invece, ove non siano risultati eccedentari, hanno registrato disavanzi proporzionalmente molto minori di quelli dell'America latina. Anzi, il saldo negativo della Cina è stato praticamente eliminato nel 1994, grazie a un aumento di oltre il 25% nel volume delle esportazioni. Il resto dell'Asia ha fatto segnare un modesto

Ampi disavanzi in America latina...

... ma non in Asia

Bilancia delle partite correnti dei PVS								
Aree e paesi	1991	1992	1993	1994 ¹	1991	1992	1993	1994 ¹
	in miliardi di dollari USA				in % delle esportazioni di beni e di servizi non dei fattori			
Totale PVS	-75,8	-66,8	-75,2	-84,3	- 7,9	- 6,3	- 6,5	- 6,5
Africa	- 4,3	- 9,3	- 8,5	-12,4	- 4,5	- 9,8	- 9,1	-12,8
Cina	13,3	6,4	-11,6	- 0,5	20,2	8,1	-13,4	- 0,4
Altri paesi asiatici	- 8,4	- 5,6	1,5	- 7,7	- 1,6	- 1,0	0,2	- 1,0
di cui: Corea	- 8,7	- 4,5	0,4	- 4,8	-10,7	- 5,2	0,4	- 4,3
Hong Kong ²	5,7	5,4	7,9	2,4	4,8	3,7	4,9	1,3
Singapore	4,0	3,7	5,2	12,0	5,4	4,6	5,4	10,0
Taiwan	12,0	8,2	6,7	6,0	14,3	9,0	6,9	5,7
India ³	- 1,2	- 3,5	- 0,3	- 0,9	- 5,3	-15,2	- 1,1	- 2,9
Indonesia	- 4,3	- 2,8	- 2,0	- 3,2	-13,1	- 7,5	- 5,7	- 7,1
Malaysia	- 4,2	- 1,8	- 2,5	- 4,4	-11,1	- 4,1	- 4,8	- 7,1
Thailandia	- 7,6	- 6,4	- 6,9	- 8,5	-21,3	-15,6	-14,9	-15,5
Medio Oriente	-59,4	-23,8	-12,3	-15,4	-51,2	-18,8	- 9,4	-12,0
America latina	-14,8	-31,0	-40,9	-44,4	-10,9	-21,6	-26,9	-26,7
di cui: Argentina	- 0,6	- 6,5	- 7,5	-10,5	- 4,5	-44,2	-47,3	-57,1
Brasile	- 1,4	6,1	- 0,6	- 1,5	- 4,1	15,7	- 1,5	- 3,0
Cile	0,0	- 0,7	- 2,1	- 0,8	0,1	- 6,0	-17,7	- 5,2
Messico	-14,9	-24,8	-23,4	-28,9	-37,5	-59,8	-52,2	-67,1

¹ Dati parzialmente stimati. ² Esportazioni nette di beni e di servizi non dei fattori. ³ Esercizio finanziario con inizio ad aprile. Tabella III.6

disavanzo (dopo il virtuale pareggio del 1993), essendosi ampliati i saldi negativi della Corea e dei paesi di più recente industrializzazione (segnatamente Indonesia, Malaysia e Thailandia).

Maggiore orientamento all'interscambio in molti PVS

Le importazioni dei PVS sono di nuovo cresciute rapidamente lo scorso anno. Per grandi aree, la crescita è stata massima in Asia, dove essa ha superato il 15% in termini reali, a causa sia dell'accelerarsi dell'attività economica della regione, sia della maggiore penetrazione delle importazioni. Per effetto della liberalizzazione degli scambi e del particolare influsso esercitato dagli accresciuti investimenti diretti dell'estero (si veda più avanti), negli ultimi anni le economie asiatiche sono divenute maggiormente orientate all'interscambio. Prescindendo dalla Cina, alla fine degli anni ottanta le esportazioni rappresentavano già un quarto della domanda totale (tabella III.7); da allora, per oltre il 30% la crescita della domanda ha tratto origine dalle esportazioni. L'America latina, al contrario, era venuta per lo più a trovarsi in una posizione di relativa chiusura, in conseguenza delle precedenti politiche di sostituzione delle importazioni. Ciò nonostante, anche in quest'area negli ultimi anni la maggior parte delle economie è divenuta più orientata al commercio estero, e le esportazioni hanno contribuito per il 21% all'incremento della domanda. Questa evoluzione è stata più marcata in Brasile che in qualsiasi altro paese del gruppo. Si è inoltre modificata sensibilmente la struttura delle esportazioni latino-americane, sul cui totale ora i manufatti incidono per oltre la metà, mentre nel 1980 ammontavano a meno di un quinto. Un'importante conseguenza sul piano delle

politiche è che il commercio latino-americano è oggi più sensibile all'andamento della competitività internazionale e meno dipendente dai prezzi delle materie prime.

Cina

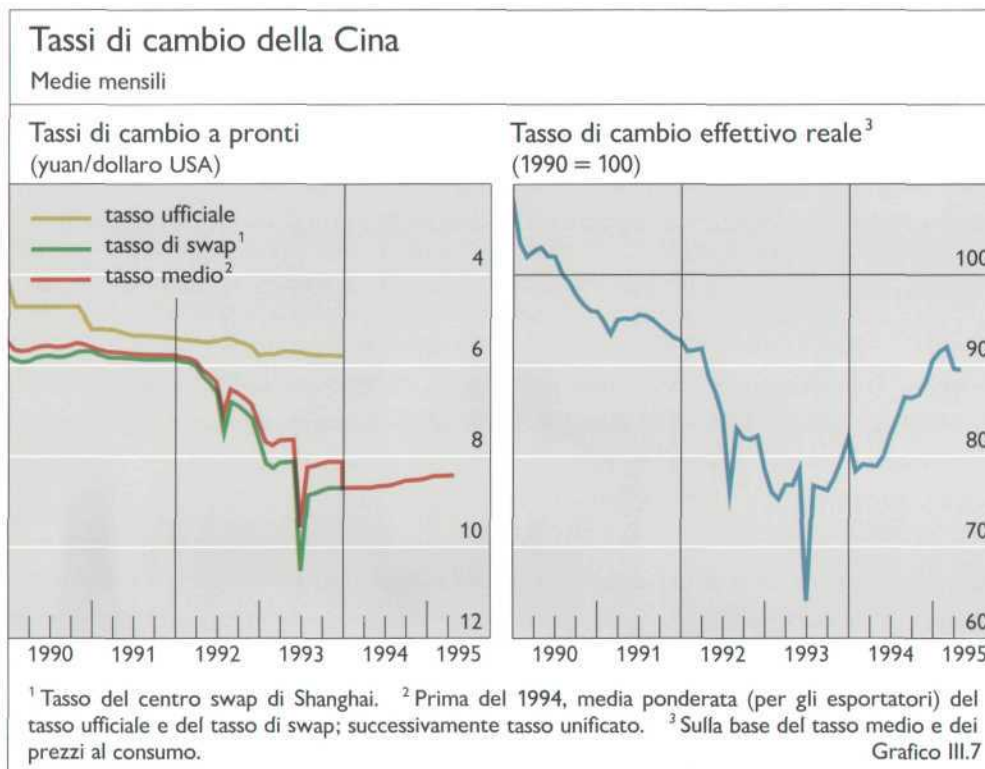
Gli scambi con l'estero della Cina hanno continuato a espandersi vigorosamente nel 1994, il primo anno del nuovo regime unificato dei cambi. Nel vecchio sistema dei cambi multipli i "tassi di swap", più reattivi al mercato, coesistevano con un tasso di cambio ufficiale applicato per la conversione del 20% degli introiti in valuta estera delle imprese e per il finanziamento di importazioni previste dal "piano" e destinate soprattutto alle imprese di proprietà statale. Poiché la maggior parte degli introiti in valuta poteva essere ceduta al più favorevole tasso di swap, questo sistema serviva da incentivo alle esportazioni. Inoltre, il fatto di escludere il 20% dei proventi delle esportazioni dai mercati di swap tendeva a deprimerne i corsi. In effetti il marcato peggioramento della posizione di parte corrente della Cina nel 1992 e nel 1993 aveva sottoposto il tasso di swap a una pressione al ribasso particolarmente intensa (grafico III.7). Quando nel gennaio del 1994 è stato abbandonato il tasso di cambio ufficiale – lasciando in vigore un tasso unico a fluttuazione amministrata – la moneta si è assestata al cambio vigente nei mercati di swap prima della riforma, determinando un pesante deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale della Cina.

Questo deprezzamento reale ha contribuito a un netto incremento dell'avanzo commerciale della Cina nel 1994 e nel primo trimestre del 1995, in quanto il volume delle esportazioni è cresciuto più rapidamente di quello delle importazioni. Poiché anche gli afflussi per investimenti diretti dell'estero si sono fortemente ampliati e il tasso di cambio nominale con il dollaro è stato mantenuto sostanzialmente stabile, le riserve valutarie sono salite da \$21 miliardi a fine 1993

Riforme del regime
dei cambi e
competitività

	Crescita delle esportazioni in volume ¹			Crescita delle importazioni in volume ¹			Quota delle esportazioni sulla domanda	
	1990-92	1993	1994	1990-92	1993	1994	Media ²	Marginale ³
Paesi industriali	4,1	1,5	8,6	3,7	1,5	10,5	12,5	26,3
Paesi in via di sviluppo	6,4	7,9	10,5	10,6	9,8	8,9	18,2	23,4
Cina	10,4	12,0	26,0	9,5	28,0	16,0	10,9	15,2
Altri paesi asiatici	7,5	9,7	12,9	12,2	10,5	13,8	25,3	31,2
NIE ⁴	6,2	7,6	12,2	11,1	9,1	11,2	34,9	32,2
Altri ⁵	10,1	13,9	14,1	14,3	13,4	18,8	14,5	26,0
America latina	7,5	6,0	8,9	17,4	11,9	11,8	10,4	20,9
Brasile	4,1	9,5	5,8	4,6	28,8	21,7	7,0	27,7
Messico	6,6	2,6	8,3	21,5	-3,1	16,0	10,0	13,9
Altri	9,7	6,3	11,2	21,6	11,7	2,6	17,2	27,2

¹ Tasso medio annuo. I paesi sono ponderati in base al valore in dollari dell'interscambio mercantile nel 1990. ² Esportazioni in percentuale della domanda totale (PIL più importazioni) nel 1989. ³ Variazione delle esportazioni in percentuale della variazione della domanda totale (dal 1989 al 1994; a prezzi costanti). ⁴ Per Hong Kong, unicamente esportazioni di prodotti interni e importazioni definitive. ⁵ Filippine, India, Indonesia, Malaysia e Thailandia. Tabella III.7



a \$58 miliardi a fine marzo 1995. In presenza di un'inflazione crescente, nel periodo suddetto il tasso di cambio effettivo reale si è apprezzato del 15% circa.

NIE e altri paesi dell'Asia

Hong Kong

La domanda è cresciuta rapidamente anche a Hong Kong, determinando un aumento del 14% delle importazioni non riesportate, valore non più raggiunto da qualche anno. Le esportazioni di beni prodotti all'interno sono invece scese del 2%, sebbene lo yen forte abbia fatto crescere le esportazioni verso il Giappone. Anche le riesportazioni hanno segnato un netto incremento, di riflesso alla consolidata posizione di Hong Kong quale intermediario di gran parte dell'interscambio cinese. Anche i legami commerciali fra Taiwan e Cina si sono fatti più stretti. Secondo i dati GATT, le esportazioni aggregate di Cina, Hong Kong e Taiwan uguagliano ormai quelle della Francia, il quarto fra i maggiori paesi esportatori del mondo. Inoltre, negli ultimi anni sono aumentate fortemente le esportazioni di servizi commerciali da Hong Kong e Taiwan.

Taiwan

Corea e Singapore

Il rafforzamento dello yen ha stimolato anche le esportazioni della Corea e di Singapore. Le esportazioni da Singapore sono cresciute del 28% in volume; il conseguente ampio avanzo corrente ha agevolato il costante apprezzamento della moneta contro il dollaro USA. Le esportazioni della Corea sono aumentate del 13%, ossia molto più rapidamente che negli anni precedenti; tuttavia le importazioni sono cresciute a un tasso prossimo al 20% in termini reali, fra l'altro in seguito agli acquisti di beni strumentali e intermedi dal Giappone.

Altri paesi asiatici

La lunga fase di espansione in atto nel resto dell'Asia è proseguita lo scorso anno, durante il quale sia le importazioni sia le esportazioni sono cresciute molto più del PIL. Dall'inizio degli anni novanta l'incremento delle esportazioni ha contribuito per oltre il 24% alla crescita della domanda; essendo però le

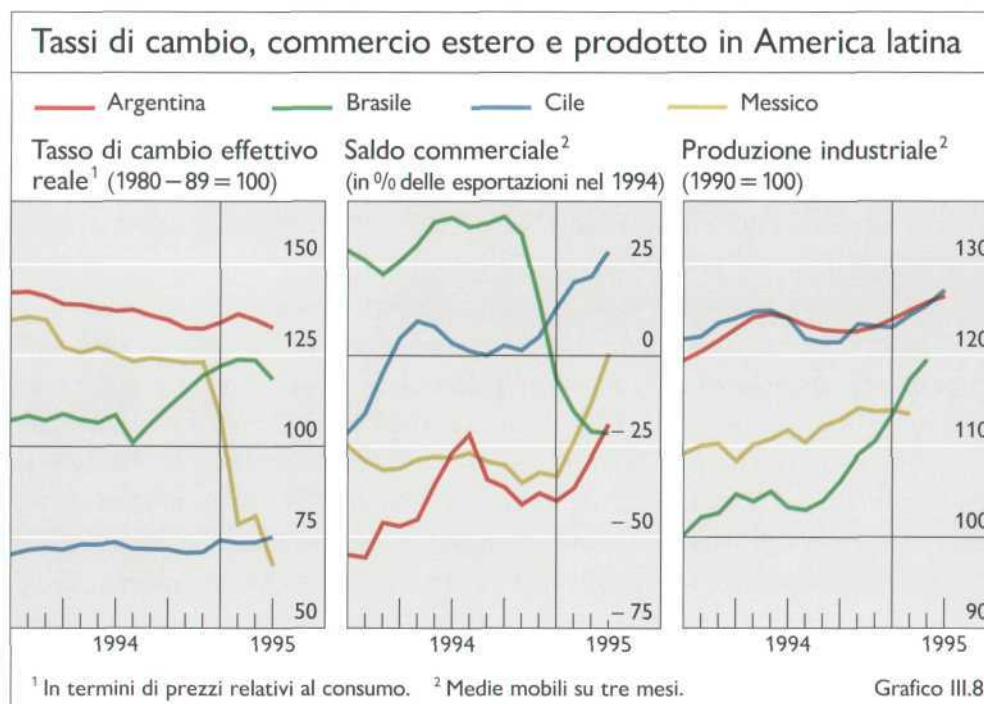
importazioni aumentate ancora più rapidamente, i disavanzi correnti hanno avuto la tendenza ad ampliarsi, raggiungendo dimensioni rilevanti nel caso di Indonesia, Malaysia e Thailandia. Ma a differenza di quelli osservati nell'America latina, questi deficit sono attribuibili all'ulteriore aumento dei già elevati saggi di investimento interno, piuttosto che all'espansione dei consumi (riquadro A del grafico VII.1). Anche i forti investimenti diretti esteri hanno svolto un ruolo importante.

America latina

Agli inizi degli anni novanta la posizione delle partite correnti dell'America latina è nettamente peggiorata, passando dal virtuale pareggio del 1990 a un disavanzo di oltre \$40 miliardi nel 1993 e nel 1994, equivalente a un quarto circa delle esportazioni totali di beni e servizi. Tuttavia, tali cifre aggregate dissimulano notevoli contrasti fra gli andamenti a livello nazionale.

Numerosi paesi hanno seguito politiche – quantunque spesso differenti – tese a contenere i disavanzi di parte corrente. Nel caso del *Brasile*, la più grande economia della regione, tale disavanzo si era mantenuto su valori modesti fino in epoca molto recente. Una spiegazione sta nel fatto che durante il periodo di più intensa liberalizzazione del commercio il tasso di cambio era rimasto a livelli altamente competitivi. Nell'intento di neutralizzare gli effetti di anni di sostituzione delle importazioni (che avevano fatto del rapporto scambi/PIL del Brasile uno dei più bassi del mondo), il Governo ha intrapreso un grande programma di deregolamentazione delle importazioni. Sono stati ridotti drasticamente i dazi, specie quelli sui beni strumentali e intermedi, con il risultato che negli ultimi due anni il volume degli acquisti all'estero è cresciuto di oltre il 50%, impartendo un notevole impulso al commercio dei paesi vicini. Fin verso la metà dello scorso anno, la politica valutaria ufficiale ha mirato a contrastare l'impatto sulla competitività prodotto da un'inflazione molto elevata attraverso deprezzamenti altrettanto rapidi del cambio, una politica questa agevolata in parte dalle restrizioni sui

Brasile



movimenti di capitali. È stato solo dopo il forte apprezzamento del cambio, seguito all'adozione del piano di stabilizzazione monetaria nel luglio 1994 (grafico III.8), che il disavanzo corrente ha cominciato ad ampliarsi decisamente.

Cile

Il disavanzo di parte corrente del *Cile* è stato limitato mediante politiche macroeconomiche di stabilizzazione e un costante orientamento in senso riformatore. Pur permettendo al cambio reale di rafforzarsi in linea con il miglioramento delle condizioni di fondo, le autorità hanno cercato di prevenire qualsiasi apprezzamento prematuro o eccessivo, che in seguito avrebbe richiesto correzioni. Nel rilevante avanzo di parte corrente registrato dal *Venezuela* lo scorso anno si sono riflessi gli effetti di una crisi di fondo. Dopo che la perdita di fiducia nel bolívar aveva determinato un ampio deprezzamento e la reintroduzione dei controlli sui cambi, lo scorso anno il volume delle importazioni è sceso di oltre il 30%.

Venezuela

Messico

Le dimensioni del disavanzo corrente del *Messico* – salito all'equivalente dell'8% del PIL nel 1994, dal 6,4% nel 1993 – ne fanno un caso a sé rispetto agli altri paesi latino-americani. Per di più, il disavanzo non è riconducibile a fattori congiunturali; infatti lo scorso anno la crescita è stata piuttosto moderata in Messico, mentre ha ripreso nettamente quota negli Stati Uniti, mercato-chiave per le esportazioni del paese. Invero, il prodotto è cresciuto più lentamente nel Messico che nella maggior parte dell'America latina: all'inizio del 1994 la produzione industriale risultava aumentata di meno del 10% rispetto al 1990 (anche se la crescita si è poi accelerata in corso d'anno – grafico III.8).

Nuova struttura dell'interscambio emersa negli ultimi mesi

L'andamento del cambio e gli altri sviluppi seguiti allo scoppio della crisi messicana hanno avuto un forte impatto non solo sulla configurazione dei cambi reali, bensì anche sulla struttura dei saldi commerciali delineatasi nei primi mesi del 1995, durante i quali è stato più che riassorbito l'apprezzamento reale del peso messicano verificatosi nei primi anni novanta. In presenza di tassi d'interesse mantenuti a livelli molto elevati e di una debole domanda interna, una contrazione delle importazioni congiunta a un rilevante aumento delle esportazioni ha determinato un netto miglioramento della bilancia commerciale (grafico III.8). Nonostante una modesta svalutazione nominale nel marzo 1995, è persistito il forte apprezzamento reale del cruzeiro brasiliano. Combinandosi con un'impennata della domanda di consumi e di importazioni all'indomani della stabilizzazione valutaria, ciò ha portato a un rilevante disavanzo commerciale nei primi mesi del 1995. Questa circostanza ha spinto le autorità ad aumentare fortemente i dazi sull'importazione di beni di consumo.

Investimenti diretti esteri

Deflussi record

Lo scorso anno i deflussi per investimenti diretti esteri (IDE) aggregati sono ammontati a oltre \$230 miliardi. Gli Stati Uniti sono risultati ancora una volta il maggiore paese investitore, con deflussi per quasi \$60 miliardi nel 1994, seguiti dal Regno Unito con \$30 miliardi. In entrambi i casi la metà circa dei flussi era costituita da utili reinvestiti. La pratica, seguita da Stati Uniti e Regno Unito, di contabilizzare i profitti non rimpatriati delle filiali estere come introiti di parte corrente (e in contropartita come deflussi di capitale per investimenti diretti) è conforme ai criteri indicati dal FMI. La maggior parte degli altri paesi, tuttavia, non ha ancora adottato questo metodo, e molti sistemi di segnalazione statistica

non sono comunque in grado di rilevare integralmente i profitti delle società nazionali operanti all'estero che non vengono reimpatriati. Pertanto, tale asimmetria contabile porta a sopravvalutare le quote di investimento diretto estero globale di pertinenza di Stati Uniti e Regno Unito.

Secondo le statistiche di bilancia dei pagamenti (che non comprendono gli utili reinvestiti), l'investimento del Giappone è risalito a \$18 miliardi, cifra che è comunque ancora ben inferiore ai valori osservati nei tardi anni ottanta, quando i residenti giapponesi investivano massicciamente negli Stati Uniti. Lo scorso anno è proseguito il riorientamento degli investimenti giapponesi verso la Cina e altri paesi asiatici, e per la prima volta gli IDE sono risultati più elevati in Asia che in Europa. Anche gli investimenti dei paesi dell'Europa continentale sono apparsi in ripresa.

La quota degli investimenti diretti attratti dal mondo in via di sviluppo è cresciuta nuovamente lo scorso anno, alimentata da afflussi che hanno raggiunto il valore record di \$104 miliardi, equivalenti a oltre il 40% dei flussi globali. L'incremento è dovuto in parte a maggiori investimenti effettuati dagli stessi PVS, fra i quali vanno acquisendo particolare rilievo i flussi intra-asiatici. Fra i paesi in via di sviluppo la Cina è quello che ha attratto la quota maggiore, con afflussi totali per quasi \$34 miliardi; come negli anni precedenti, l'investimento delle imprese con base a Hong Kong ha rappresentato una frazione elevata di questo totale. Si prevede che lo stock degli investimenti diretti esteri in Cina raggiunga entro la metà di quest'anno i \$100 miliardi, per il 50% circa effettuati o intermediati da Hong Kong.

Aumentano le quote dei PVS...

Struttura globale degli investimenti diretti							
	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993	1994 ¹
	in miliardi di dollari USA, medie annue						
Deflussi totali	39,7	43,2	167,7	187,1	179,4	199,0	233,5
Paesi industriali	39,0	41,4	158,6	177,7	161,4	168,4	197,8
<i>di cui: Stati Uniti</i>	16,9	7,6	25,3	31,3	41,0	57,9	58,4
<i>Giappone</i>	2,3	5,1	32,1	30,7	17,2	13,7	17,9
<i>Regno Unito</i>	7,8	9,2	28,1	16,4	19,4	25,7	30,0
<i>Altri paesi europei</i>	10,0	15,1	63,9	91,3	80,2	63,2	80,1
Paesi in via di sviluppo ²	0,8	1,8	9,1	9,5	18,0	30,5	35,7
<i>di cui: Asia</i>	0,1	1,1	7,8	7,2	15,3	26,4	30,2
<i>America latina</i>	0,2	0,2	0,6	1,3	0,8	2,2	2,9
Afflussi totali	31,8	55,3	152,4	152,0	153,2	177,4	239,7
Paesi industriali	25,3	36,2	126,8	108,7	94,8	96,8	135,1
<i>di cui: Stati Uniti</i>	9,0	18,6	53,4	26,1	9,9	21,4	60,1
<i>Giappone</i>	0,1	0,3	0,3	1,4	2,7	0,1	0,9
<i>Regno Unito</i>	5,6	4,3	21,7	16,1	16,5	14,6	10,9
<i>Altri paesi europei</i>	8,7	9,9	38,8	57,5	55,7	52,4	51,5
Paesi in via di sviluppo ²	6,4	19,1	25,6	43,3	58,4	80,6	104,6
<i>di cui: Cina</i>	..	1,0 ³	3,1	4,4	11,2	25,8	33,8
<i>Altri paesi asiatici</i>	2,1	4,6	12,1	20,5	26,2	25,5	33,3
<i>America latina</i>	3,6	5,6	6,6	11,2	12,6	16,1	25,9

¹ Dati provvisori. ² Europa orientale inclusa. ³ 1982-85.

Tabella III.8

... in particolare della Cina e di altri paesi asiatici

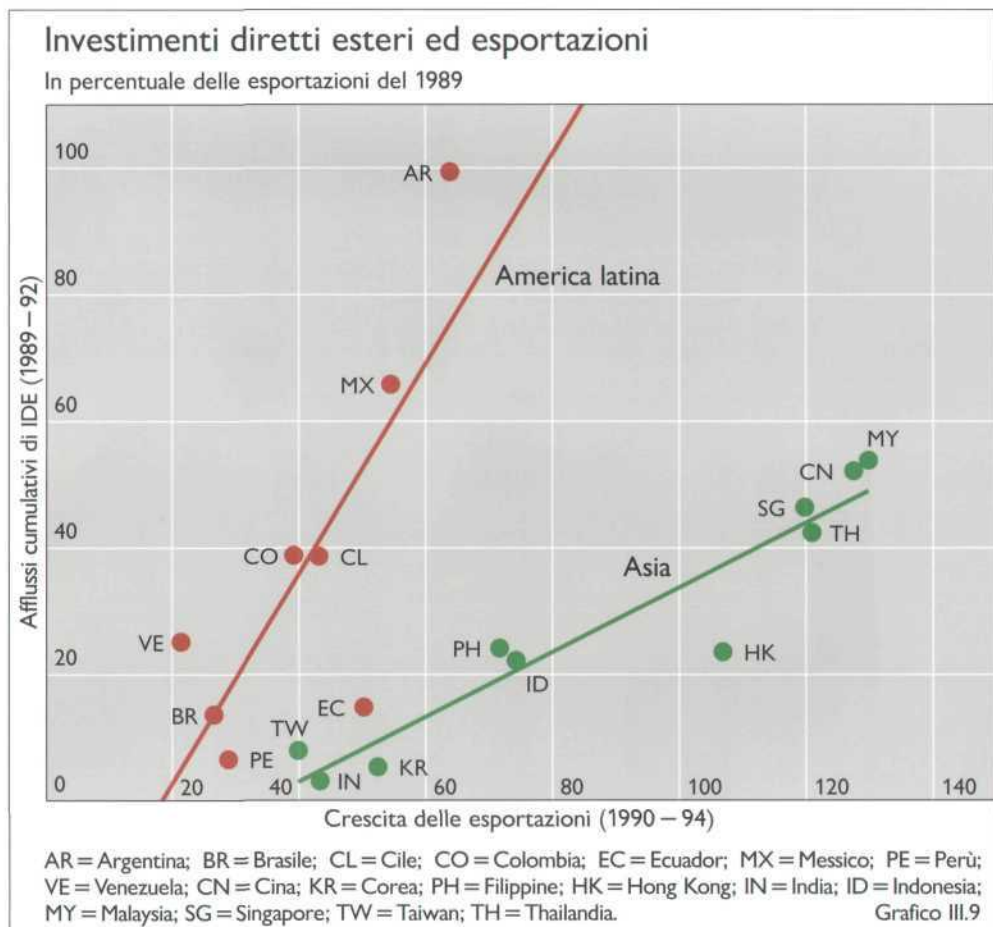
Questa tendenza è stata favorita da generose agevolazioni fiscali o d'altro genere riservate agli investitori esteri; è possibile che tali incentivi abbiano stimolato anche il movimento circolare di capitali cinesi attraverso Hong Kong, gonfiando così i flussi rilevati. Tuttavia, nel marzo 1995 le autorità cinesi hanno annunciato progetti per la revoca graduale di taluni privilegi fiscali e hanno stabilito nuove direttive che specificano quali investimenti siano da incentivare. Un peso rilevante vanno assumendo anche gli investimenti di imprese cinesi a Hong Kong, con una consistenza stimata in \$25 miliardi lo scorso anno. Gli investimenti effettuati nei paesi asiatici a basso reddito da parte di quelli con redditi più elevati (Corea, Singapore e Taiwan) hanno continuato a espandersi. L'investimento diretto estero totale in Asia è ammontato a \$67 miliardi, quello degli stessi paesi asiatici vi ha contribuito per \$30 miliardi.

America latina

Gli IDE in America latina, nonostante la notevole crescita dello scorso anno, rimangono ben al disotto di quelli effettuati in Asia. Un'importante caratteristica degli afflussi di capitali in America latina va peraltro ravvisata nella preferenza molto maggiore per gli investimenti di portafoglio rispetto a quelli diretti (Capitolo VII). Inoltre gli IDE nei paesi latino-americani hanno per lo più rispecchiato l'acquisto di partecipazioni in imprese pubbliche recentemente privatizzate, anziché la costituzione di nuove aziende.

L'impatto sull'aggiustamento esterno...

Il fatto che nella maggior parte del mondo in via di sviluppo gli IDE si siano concentrati di preferenza nei settori dei tradables ha importanti implicazioni per il processo di aggiustamento internazionale. Quando gli IDE sono accompagnati



da aumenti delle importazioni di beni strumentali e di prodotti intermedi, il conseguente peggioramento delle partite correnti attenua le spinte al rialzo sul cambio esercitate dagli afflussi di capitali. Inoltre, un tale peggioramento della bilancia corrente contiene in sé i presupposti della propria correzione, poiché le esportazioni sono destinate ad aumentare non appena prende corpo la nuova produzione. Alla luce di queste considerazioni assume rilevanza il fatto che gli investimenti diretti in Asia sono molto più orientati verso i settori di esportazione rispetto a quelli effettuati in America latina.

La relazione esistente fra i recenti afflussi di IDE e l'espansione delle esportazioni registrata negli anni novanta dalle maggiori economie dell'Asia e dell'America latina è illustrata dal grafico III.9, in cui risaltano due differenze fra le regioni in esame. La prima è che la correlazione fra gli IDE e la crescita delle esportazioni è più stretta per i paesi asiatici che per quelli latino-americani; la seconda è che l'investimento diretto estero presenta un'intensità di esportazioni maggiore (ossia la retta di regressione è meno inclinata) in Asia che in America latina. Questa seconda differenza è confermata da una vasta indagine sulle attività di affiliate estere di imprese non bancarie statunitensi. Laddove le imprese statunitensi in Asia esportano oltre la metà del prodotto, quelle ubicate in America latina ne esportano soltanto un quarto, rivelando una concentrazione delle vendite nel mercato interno che presumibilmente riflette le precedenti politiche di sostituzione delle importazioni perseguite in quest'area. Una seconda conferma empirica è fornita da statistiche cinesi indicanti che le esportazioni delle imprese finanziate con capitale estero – joint ventures o società controllate – hanno rappresentato mediamente il 60% circa dell'incremento delle esportazioni della Cina durante gli anni novanta e che negli ultimi anni questa percentuale è andata aumentando.

... varia a seconda
delle regioni

IV. Politica monetaria nei paesi industriali

Aspetti salienti

Lo scorso anno, con l'accelerarsi della ripresa economica, in vari paesi industriali la politica monetaria è stata resa più restrittiva nell'intento di prevenire un risveglio dell'inflazione. L'inasprimento iniziato negli Stati Uniti nel febbraio 1994 è proseguito in corso d'anno, e analoghe misure in senso restrittivo sono state adottate nel Regno Unito, in Italia, Svezia, Canada, Australia e Finlandia. Per contro, i tassi-guida della banca centrale sono rimasti invariati in Giappone e hanno subito un'ulteriore riduzione in Germania. Nei primi mesi del 1995, in un contesto di tensioni valutarie, la politica monetaria è stata inasprita anche in alcuni paesi partecipanti agli Accordi europei di cambio (AEC), mentre ha subito un allentamento in Giappone e Germania.

L'indirizzo restrittivo impartito alla manovra monetaria con un margine di anticipo insolitamente ampio rispetto all'emergere di un'accelerazione dei prezzi al consumo testimonia il rafforzarsi, durante gli ultimi anni, dell'impegno delle banche centrali alla stabilità dei prezzi. Esso è stato inoltre posto in atto sullo sfondo di un'accresciuta sensibilità dei mercati finanziari alle prospettive di inflazione e alle decisioni delle autorità monetarie. Di conseguenza, queste ultime si sono adoperate per migliorare la trasparenza della propria azione, fornendo maggiori informazioni sulle considerazioni che hanno motivato le loro scelte operative.

Una questione-chiave che si pone ora è se la politica monetaria saprà mostrarsi più efficace nel contenere l'inflazione di quanto non lo sia stata durante precedenti fasi di ripresa economica. Da un lato, è possibile che l'azione precorritrice delle autorità e la maggiore flessibilità acquisita dai mercati dei beni e del lavoro abbiano reso alcune economie meno inclini all'inflazione. Dall'altro, per il conseguimento di una duratura espansione economica non inflazionistica è di cruciale importanza che le aspettative di inflazione rimangano molto basse. L'esperienza mostra che la credibilità delle politiche va conquistata con i risultati e che l'impegno della banca centrale alla stabilità dei prezzi può non costituire di per sé una condizione sufficiente. Gli indicatori delle aspettative inflazionistiche fanno ritenere che in alcuni paesi la credibilità sia stata indebolita dalla presenza di ampi disavanzi pubblici o dal pericolo che il deprezzamento esterno della moneta si traduca con il tempo in un'accelerazione della dinamica dei prezzi.

Politica di tasso d'interesse nell'attuale ripresa economica

Negli Stati Uniti la Riserva federale ha progressivamente innalzato l'obiettivo operativo per il tasso sui federal funds dal 3% nel febbraio 1994 al 6% nel febbraio di quest'anno. I tassi della banca centrale nei paesi europei avevano

Lo scorso anno la manovra dei tassi d'interesse...

continuato a calare durante tutta la primavera del 1994. Tuttavia, a partire da agosto-settembre sono stati elevati i tassi d'interesse più indicativi della politica monetaria nel Regno Unito, in Italia, Svezia e Australia. Dopo le riduzioni attuate nella prima parte dell'autunno, in novembre anche in Canada è stata innalzata la fascia di valori stabilita per il tasso overnight, allorché il dollaro canadese ha subito pressioni al ribasso dopo l'ulteriore inasprimento monetario negli Stati Uniti. I tassi a breve sono stati aumentati nel mese di dicembre in Spagna e Finlandia e agli inizi del 1995 in Irlanda, Francia, Belgio e Danimarca in presenza di tensioni sui rapporti di cambio in seno agli AEC. Fatta eccezione per questi ultimi paesi, gli incrementi sono stati attuati principalmente in risposta al rafforzarsi dell'attività economica e a indicazioni di una più rapida traslazione del deprezzamento della valuta sui prezzi interni.

Verso la fine del marzo 1995, di fronte a una espansione monetaria moderata e a un forte apprezzamento del marco, in Germania è stato deciso un ulteriore ribasso dei tassi ufficiali. Un'analoga riduzione ha avuto luogo simultaneamente nei Paesi Bassi e in Austria e poco dopo in Belgio. In aprile la Banca del Giappone ha diminuito il saggio di sconto dall'1³/₄ all'1⁰/₀.

Tempi e dosaggio della manovra dei tassi d'interesse

Consapevoli delle carenze mostrate in passato dalla politica monetaria nel prevenire un accumulo di tensioni inflazionistiche, di recente alcune banche centrali hanno cercato di tenere maggiormente conto dei ritardi nel processo di trasmissione degli impulsi monetari. Di conseguenza, i tassi d'interesse sono stati innalzati con un più ampio anticipo che in passato al rafforzarsi delle spinte inflazionistiche. Altre banche centrali hanno dato prova di notevole cautela nell'allentare le condizioni monetarie, sebbene la ripresa economica rimanesse debole.

Negli Stati Uniti, il primo inasprimento della politica monetaria nel 1994 ha preceduto la ripresa dell'inflazione più di quanto fosse avvenuto nella maggior parte dei cicli economici precedenti (grafico IV.1). Tuttavia, nel ciclo attuale la Riserva federale ha mantenuto i tassi sui federal funds a un livello eccezionalmente basso in termini reali per un periodo prolungato. Dati i timori collegati al fatto che gli operatori del mercato avevano assunto un considerevole rischio nei propri portafogli attraverso operazioni di leva finanziaria dirette ad accrescere i rendimenti in presenza di condizioni monetarie distese, in un primo tempo l'inasprimento della politica è stato contenuto. Esso ha quindi assunto un ritmo più serrato allorché si è acuito il pericolo di un aumento delle aspettative inflazionistiche e sono diminuite per contro le preoccupazioni circa l'esposizione al rischio. Benché il tasso sui federal funds sia infine salito a un livello più alto – in rapporto all'inflazione corrente dei prezzi al consumo – dei valori osservati normalmente in fasi analoghe di cicli precedenti, nel 1994 l'attività economica ha continuato a espandersi con vigore. Tuttavia, nel corso del primo trimestre di quest'anno l'espansione economica appariva ormai in rallentamento.

In Canada, dove l'inflazione di base dei prezzi al consumo depurata dalle imposte indirette si muove entro una fascia dell'1–2⁰/₀ dagli inizi del 1992, è difficile datare un suo punto di minimo. Sotto l'influsso delle pressioni sul cambio, i tassi d'interesse a tre mesi sono aumentati rapidamente nell'ultima parte del 1994. Rispondendo con un innalzamento dei tassi overnight, la Banca del Canada

... è stata più tempestiva che in passato

Stati Uniti

Canada

Tassi d'interesse ufficiali ¹									
A fine mese, in percentuali annue									
	US	JP	GB	CA	AU	IT	ES	SE	FI
Marzo 1994	3,50	2,22	5,25	5,64	4,75	8,40	8,00	6,95 ²	4,96
Settembre 1994	4,75	2,19	5,75	5,54	5,50	8,20	7,35	7,20	5,12
Marzo 1995	6,00	1,98	6,75	8,47	7,50	10,35	8,50	8,20	5,75
	DE	FR	BE	NL	AT	DK	NO	IE	PT
Marzo 1994	5,76	6,00	6,15	5,50	5,50	6,00	6,75	6,75	10,00
Settembre 1994	4,85	5,00	4,85	4,80	4,70	5,50	6,75	6,25	9,25
Marzo 1995	4,50	5,00	5,85	4,50	4,45	7,00	6,75	7,25	10,11

US = Stati Uniti; JP = Giappone; GB = Regno Unito; CA = Canada; AU = Australia; IT = Italia; ES = Spagna; SE = Svezia; FI = Finlandia; DE = Germania; FR = Francia; BE = Belgio; NL = Paesi Bassi; AT = Austria; DK = Danimarca; NO = Norvegia; IE = Irlanda; PT = Portogallo.

¹ Per gli Stati Uniti e l'Australia, obiettivo per il tasso di mercato overnight; per il Giappone, tasso di mercato del "call-money" a una settimana; per il Regno Unito, "base rate"; per il Canada, tasso ufficiale di sconto; per gli altri paesi, tasso della banca centrale (Danimarca, tasso dei CD; per la Norvegia, tasso overnight sugli impieghi; per l'Irlanda, tasso della facilitazione a breve termine; per il Portogallo, tasso sulle erogazioni occasionali di liquidità; per gli altri paesi, tasso marginale delle aste periodiche per l'offerta di riserve bancarie). ² 1° giugno 1994 (nuovo strumento).

Tabella IV.1

ha agito ben in anticipo rispetto all'eventuale accelerazione dell'inflazione dei prezzi al consumo che ci si sarebbe potuta attendere in seguito al deprezzamento della valuta o all'assottigliarsi del margine di capacità inutilizzata nell'economia.

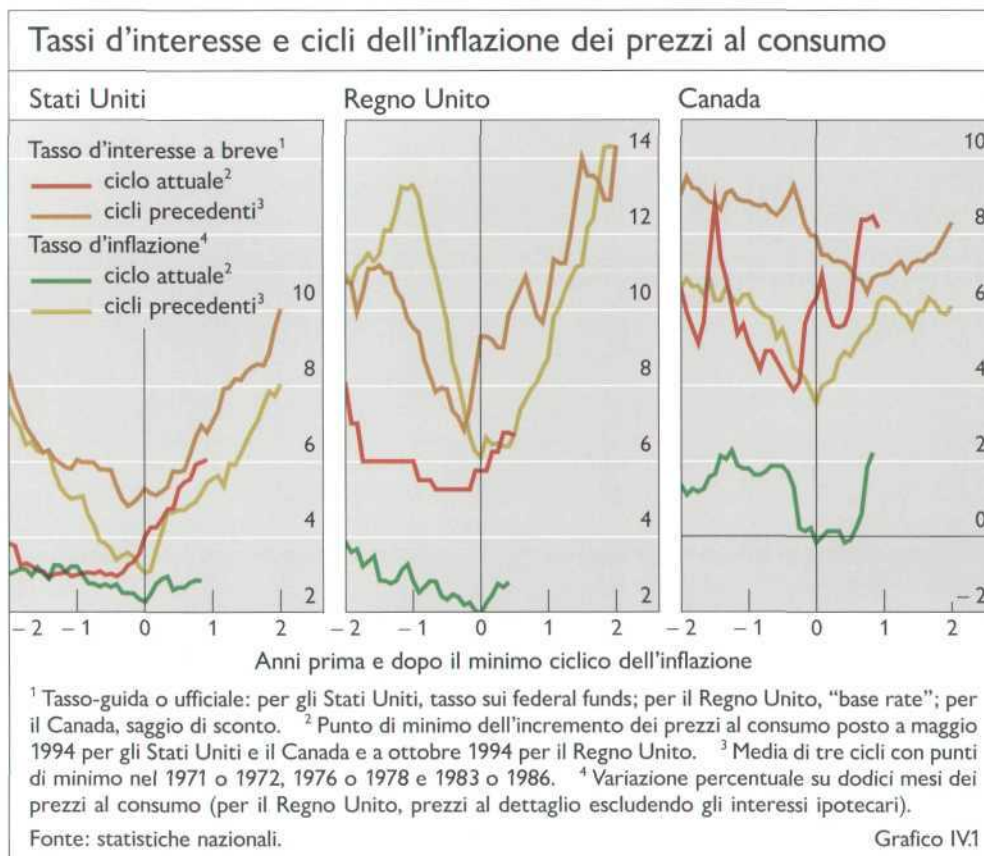
Regno Unito

Anche nel Regno Unito l'iniziale inasprimento della politica monetaria, lo scorso anno, ha nettamente precorso una ripresa dell'inflazione al consumo. Esso ha costituito in gran parte una reazione ai segnali di crescenti pressioni sui prezzi ai primi stadi del circuito produzione/distribuzione, nonché all'emergere di vincoli di capacità produttiva. Anche in precedenti cicli la politica monetaria era stata resa più stringente prima che si verificasse un'accelerazione dei prezzi al consumo; tuttavia, va notato che in questa occasione i tassi d'interesse reali erano già più elevati – e il tasso d'inflazione più basso – che in passato.

A causa di cambiamenti negli obiettivi operativi della politica monetaria, i raffronti con i precedenti cicli dell'inflazione sono più difficili per gli altri paesi nei quali lo scorso anno sono stati innalzati i tassi d'interesse. In Italia, Spagna e Svezia, allorché sono state inasprite le condizioni monetarie, l'inflazione si situava a livelli ancora relativamente bassi rispetto ai parametri storici, ma già da tempo si stavano accumulando pressioni di fondo sul fronte della domanda e dei costi per effetto del deprezzamento esterno della moneta.

Giappone

In Giappone, sebbene l'apprezzamento dello yen abbia contribuito a tenere molto bassa l'inflazione e sia parso talora mettere in pericolo la prosecuzione della ripresa, lo scorso anno la politica monetaria è rimasta cauta. L'esperienza passata mostrava come possa essere difficile controllare una tendenza ascendente dei prezzi delle attività una volta che questa si sia messa in moto. Pur mantenendo invariato il tasso di sconto, nell'estate del 1994 la Banca del Giappone ha incoraggiato un aumento dei tassi del mercato monetario. Tuttavia, agli inizi del 1995, allorché si sono bruscamente intensificate le spinte al rialzo sullo yen, la banca centrale nipponica ha dapprima assecondato un calo dei tassi a breve e quindi ridotto il proprio tasso di sconto.



In Germania, pur in presenza di un'economia ancora in fase iniziale di ripresa, la ferma politica dei tassi a breve seguita nell'ultima parte del 1994 ha inteso incoraggiare un'ulteriore discesa dell'inflazione dei prezzi al consumo, che era rimasta insolitamente alta durante la recessione. Nel decidere di abbassare il saggio di sconto e il tasso delle operazioni pronti contro termine, nel marzo 1995, la Bundesbank ha tenuto conto del contributo proveniente dall'apprezzamento del marco nel contrastare l'impatto sull'inflazione dei potenziali aumenti dei costi interni.

Germania

Maggiore trasparenza delle decisioni concernenti gli strumenti di politica monetaria

Negli ultimi anni praticamente tutte le banche centrali sono pervenute alla conclusione che le variazioni nei tassi d'interesse a breve indotte dalla manovra monetaria costituiscono lo strumento mediante il quale vengono perseguiti altri obiettivi. Nell'intento di spiegare la necessità di correzioni tempestive dei tassi d'interesse, di recente varie banche centrali hanno reso più espliciti i propri obiettivi finali. Esse si sono sforzate di dare maggiore trasparenza anche alle procedure operative e alle decisioni concernenti la manovra delle variabili strumentali. Nel cercare di diminuire l'incertezza inerente agli obiettivi operativi, le banche centrali hanno inteso ridurre il rischio di reazioni erratiche del mercato, assicurando al tempo stesso che la politica monetaria conservi la necessaria flessibilità di fronte al mutare delle circostanze.

Maggiore trasparenza delle decisioni di tasso d'interesse

Quando la politica monetaria è guidata da obiettivi intermedi che servono da ancora per le aspettative inflazionistiche, potrebbe non essere necessario

spiegare ulteriormente la necessità di una correzione delle variabili strumentali. Ciò costituisce un vantaggio, poiché un elevato grado di flessibilità dei tassi d'interesse è utile allorché nella conduzione della politica monetaria è attribuito un ruolo importante agli obiettivi in termini di aggregati monetari, e una flessibilità ancor maggiore si rende necessaria quando la politica è diretta a influenzare il tasso di cambio. L'utilizzo di obiettivi intermedi ha inoltre indotto le banche centrali a promuovere meccanismi operativi che facilitino l'aggiustamento flessibile dei tassi di mercato a breve. Nel corso degli anni ottanta, l'influsso di parte ufficiale aveva avuto la tendenza a esercitarsi sempre meno attraverso la fissazione di parametri-guida preannunciati di tasso d'interesse, espressi ad esempio sotto forma di saggio di sconto, e sempre più mediante operazioni di mercato che potevano essere aggiustate con maggiore prontezza.

Negli ultimi anni, per contro, in molti paesi le autorità monetarie si sono basate meno sugli obiettivi intermedi, facendo invece crescente ricorso a decisioni discrezionali in merito ai tassi d'interesse necessari per conseguire gli obiettivi finali. Senza un indicatore intermedio che serva loro da guida, vi è il rischio che i mercati reagiscano con molta sensibilità a improvvisi mutamenti delle aspettative circa le strategie ufficiali di tasso d'interesse e la loro presumibile efficacia. Di fronte a questo rischio, le banche centrali di alcune delle maggiori economie hanno generalmente cercato di aggiustare i tassi-guida soltanto in modo graduale in risposta ai segnali di un aumento ovvero di un allentamento delle pressioni inflazionistiche. Si è ritenuto che il perseguimento di un corso stabile potesse facilitare gli aggiustamenti nell'economia e nei mercati finanziari, evitando nel contempo conseguenze destabilizzanti per le aspettative del mercato e per gli altri paesi. Tuttavia, ciò non si è dimostrato sempre possibile. L'orientamento della politica monetaria ha dovuto spesso essere aggiustato rapidamente di fronte a sviluppi inattesi sui mercati delle attività, del credito, del lavoro e dei beni. Brusche modifiche delle variabili strumentali, che accrescono l'incertezza a riguardo dell'impostazione corrente e prospettica della politica di tasso d'interesse, rischiano in special modo di determinare reazioni controproducenti nei mercati finanziari e valutari. In siffatte circostanze, molte banche centrali hanno ritenuto che una chiara esplicitazione della loro azione e dei loro intenti potesse ancora una volta risultare vantaggiosa.

Stati Uniti

Negli Stati Uniti, a partire dal febbraio 1994 ogni singola decisione di innalzare il tasso sui federal funds è stata notificata pubblicamente, spiegandone in genere le ragioni. Inoltre, nel febbraio 1995 il Federal Open Market Committee ha introdotto una procedura ufficiale per annunciare le variazioni degli strumenti di politica monetaria il giorno stesso in cui esse sono attuate. Da quando, nel 1990, gli obiettivi formulati parzialmente in termini di "borrowed reserves" delle banche sono stati sostituiti da obiettivi più specifici per il tasso sui federal funds, questi ultimi sono divenuti un indicatore recepito con chiarezza dal mercato all'atto della loro formulazione. Nondimeno, le variazioni nei valori-obiettivo per i federal funds sono ora pubblicizzate altrettanto quanto i movimenti del tasso di sconto della Riserva federale.

Regno Unito

Nel Regno Unito, dagli inizi del 1994 le decisioni concernenti i tassi d'interesse sono prese in occasione di regolari riunioni mensili fra il Cancelliere dello Scacchiere e il Governatore della Banca d'Inghilterra. Tali decisioni sono attuate

nel corso del mese seguente, nel momento prescelto dalla banca centrale. Due settimane dopo la riunione successiva è pubblicato un documento che fornisce un rendiconto dettagliato delle opinioni espresse negli incontri. In occasione di variazioni dei tassi d'interesse vengono emanati comunicati-stampa che ne spiegano le ragioni. La maggiore trasparenza data al processo decisionale mira a far convergere il dibattito pubblico sull'inflazione in quanto obiettivo della banca centrale e a dimostrare che le decisioni sono assunte unicamente sulla base di considerazioni di politica monetaria.

A partire dal secondo trimestre 1994, la Banca del Canada fissa esplicite fasce-obiettivo operative per il tasso overnight. Essa fa ricorso a speciali operazioni pronti contro termine per mantenere il tasso entro la fascia prefissata e per esplicitare quest'ultima al mercato. La Reserve Bank of Australia negli ultimi anni ha annunciato anticipatamente tutte le variazioni nel livello fissato per il tasso a pronti (overnight).

Canada e Australia

Dal luglio 1994, in presenza di un'eccezionale volatilità dei mercati obbligazionari e valutari, la Bundesbank ha generalmente fatto ricorso a chiamate d'asta a tasso fisso per l'offerta di riserve bancarie, annunciando spesso che il tasso di aggiudicazione sarebbe stato applicato anche alle aste delle settimane successive. Tuttavia, allorché la politica monetaria è stata allentata, nel marzo 1995, la Bundesbank ha reso noto che avrebbe ripristinato l'uso delle aste a tasso variabile. In considerazione del chiaro segnale che esse danno al mercato, le aste a tasso fisso sono state utilizzate lo scorso anno in Svezia e in Finlandia per guidare verso l'alto i tassi del mercato monetario.

Germania

Politica di tasso d'interesse e aspettative del mercato

Nell'intento di prevenire un aumento delle aspettative inflazionistiche, le autorità monetarie hanno cercato di valutare le attese di mercato sulla base di sondaggi d'opinione, dei rendimenti obbligazionari e del comportamento dei tassi di cambio. Questo aspetto sarà trattato più avanti. Il contenuto informativo dei tassi a termine del mercato monetario è differente. Essi rispecchiano in via primaria le aspettative del mercato circa l'evoluzione dei tassi ancor più a breve scadenza, che sono direttamente influenzabili dalla manovra monetaria. Tali aspettative tengono conto degli sviluppi nell'economia, nella politica di bilancio o nei mercati valutari a cui la politica monetaria potrebbe reagire.

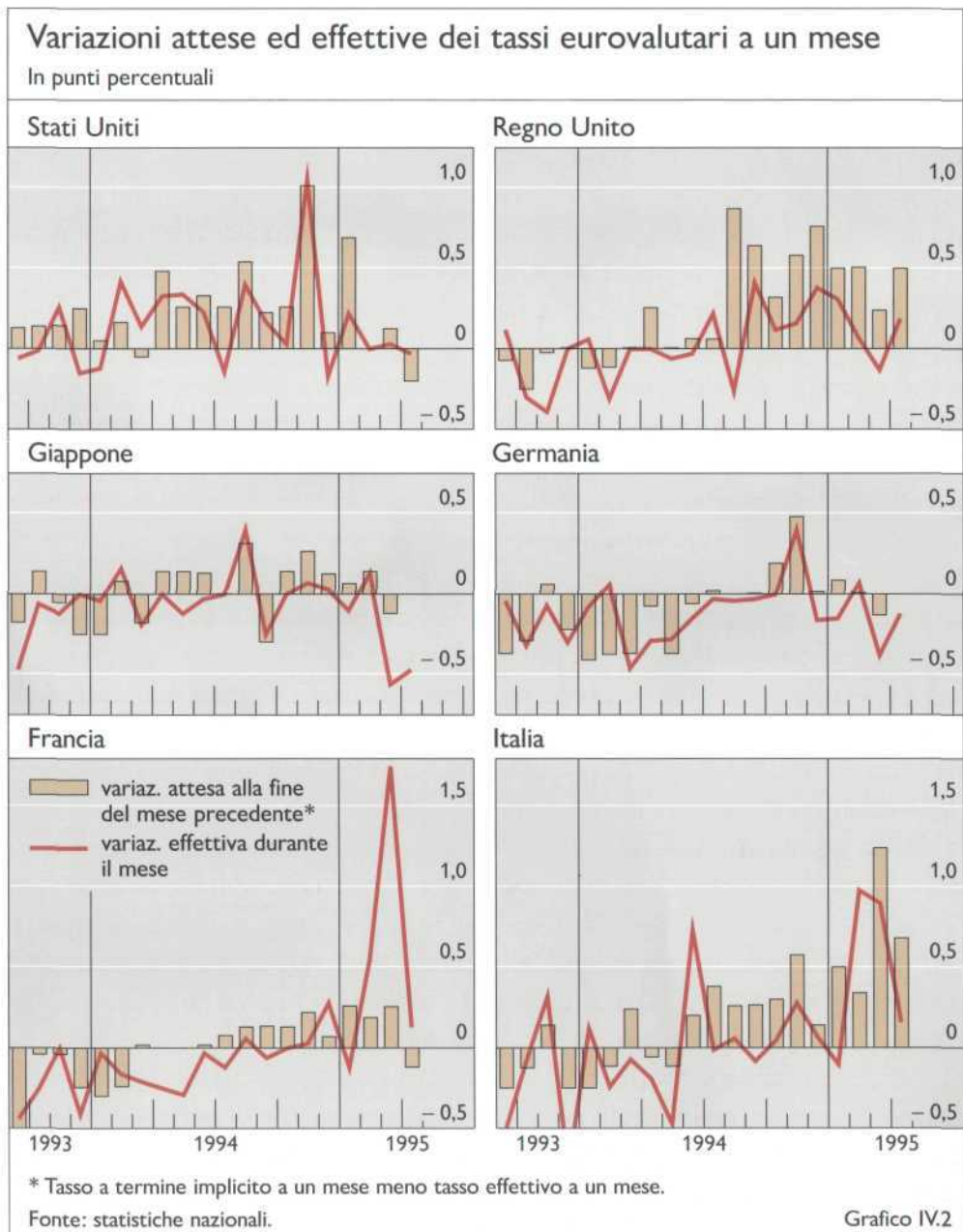
Contenuto informativo dei tassi d'interesse del mercato monetario

Da un lato, i tassi a termine del mercato monetario possono fornire utili informazioni sulla valutazione data dagli operatori circa la politica di tasso d'interesse verosimilmente compatibile con gli obiettivi di medio periodo della banca centrale; di qui l'opportunità che i responsabili delle politiche prestino attenzione all'evoluzione di questi tassi. Dall'altro, le aspettative del mercato nei riguardi degli sviluppi nel breve periodo possono essere fortemente influenzate dagli annunci ufficiali. Vi sarebbe dunque un certo rischio di circolarità e instabilità nella graduazione degli strumenti qualora i mercati assumessero che le scelte di politica monetaria sono state condizionate in modo significativo dalle aspettative espresse sui mercati monetari.

Le aspettative del mercato riguardo all'evoluzione della politica di tasso d'interesse nel breve periodo possono essere desunte dall'andamento dei tassi a un mese sui mercati eurovalutari, caratterizzati da un elevato grado di efficienza,

e più in particolare dalla loro relazione con i rendimenti a termine a un mese impliciti nei tassi a due mesi (grafico IV.2). Questi ultimi paiono indicare che gli operatori prevedevano la possibilità di un certo inasprimento della politica monetaria statunitense nell'ultima parte del 1993, sebbene non fosse del tutto anticipata la collocazione temporale della prima mossa restrittiva della Riserva federale agli inizi del febbraio 1994. Il tasso a termine implicito mostra che il mercato si attendeva una restrizione maggiore di quella effettivamente attuata nella primavera del 1994. Tuttavia, con il notevole aumento del tasso sui federal funds in novembre, la politica monetaria pare essersi riallineata con le aspettative implicite nella curva dei rendimenti.

I differenziali fra i tassi a un mese e i tassi a termine impliciti a un mese sembrano indicare che i mercati avevano talora pronosticato una stretta della politica monetaria sia in Italia che nel Regno Unito prima che essa iniziasse. In



seguito erano state previste ulteriori mosse in senso restrittivo di entità maggiore rispetto a quelle effettivamente poste in atto. I mercati monetari evidentemente si attendevano un certo irrigidimento della politica monetaria in Giappone nella primavera del 1994, e nuovamente a partire da settembre, quando sembravano essersi delineate previsioni di una stretta anche per la Germania. In Italia e in Francia tra giugno e novembre paiono essersi formate aspettative di un inasprimento monetario in risposta alle pressioni sul cambio. Esse sono riemerse agli inizi di quest'anno, prima che le rispettive banche centrali aggiustassero le proprie procedure per consentire ai tassi di mercato a breve di salire ben al disopra dei tassi di aggiudicazione ufficiali.

Le aspettative del mercato trovano inoltre un chiaro riscontro nell'insolita relazione emersa lo scorso anno fra i tassi overnight, di regola fortemente influenzati dalla politica monetaria, e i tassi a più lungo termine sul mercato monetario interno (grafico IV.3). In tutti i paesi in cui la politica è stata inasprita nel 1994 i tassi a tre mesi si sono mossi verso l'alto ben prima dei tassi overnight, a indicazione che il mercato riteneva probabile un'ulteriore stretta al fine di contenere le pressioni inflazionistiche. Lo scorso anno si sono determinati differenziali eccezionalmente ampi e persistenti fra questi due tassi. Nei primi mesi del 1995 il divario è diminuito negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Canada, in Spagna e in Svezia, mentre si è ampliato ulteriormente in Italia. Nella maggior parte dei paesi aderenti agli AEC e in Norvegia, nell'autunno 1994 i tassi a tre mesi hanno superato decisamente il livello, rimasto invariato, dei tassi overnight o degli altri tassi-guida, allorché i mercati hanno evidentemente previsto un aumento del costo del denaro in Germania. Nel primo scorcio di quest'anno, il differenziale si è nettamente ridotto in Germania e Svizzera ed è invece cresciuto nei paesi la cui moneta ha subito pressioni al ribasso nei confronti del marco.

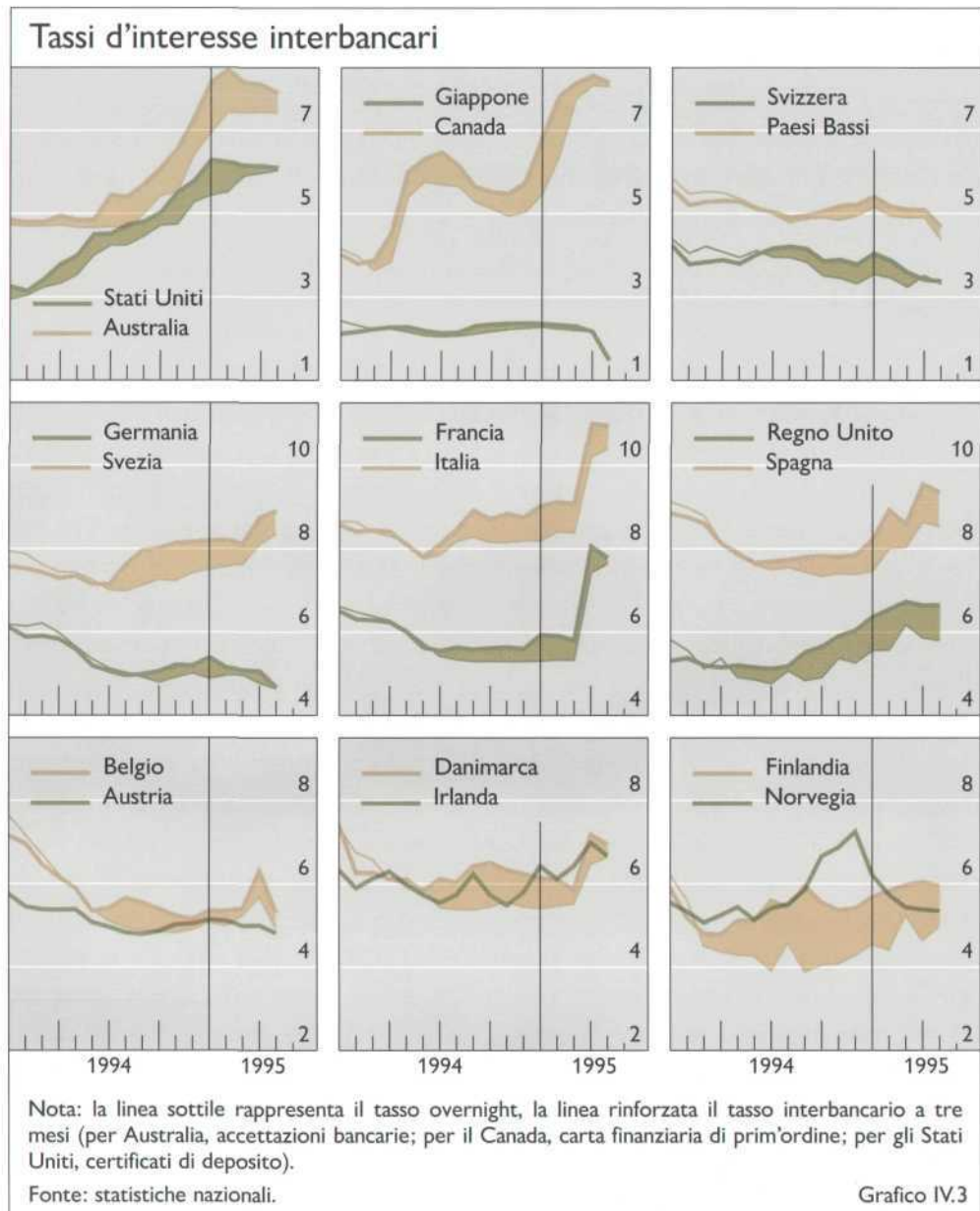
Sebbene le banche centrali abbiano seguito attentamente gli indicatori delle aspettative del mercato, nella maggior parte dei paesi le decisioni di politica di tasso d'interesse hanno continuato a basarsi principalmente sulla valutazione dei rischi di inflazione presenti nell'economia. In tale contesto, il fatto che i tassi a breve rispondano in certa misura alle forze di mercato può essere considerato, a seconda dei casi, più o meno propizio. Da un lato, i tassi a breve influenzati dalla politica monetaria incidono tipicamente in modo indiretto sugli sviluppi economici attraverso i tassi d'interesse applicati dalle istituzioni finanziarie e la risposta dei rendimenti di mercato monetario a più lungo termine. In molti paesi nei quali la ripresa economica risultava più forte del previsto, lo slittamento verso l'alto di tali rendimenti ha potuto essere considerato come un fattore idoneo a rafforzare l'intonazione restrittiva della politica. Dall'altro, laddove l'aumento dei tassi a termine del mercato monetario in relazione ai tassi strumentali era associato a pressioni al ribasso sulla valuta o acuire i problemi di finanza pubblica, esso ha complicato la conduzione della politica monetaria.

Il comportamento insolito dei tassi a lungo termine nel 1994 potrebbe parimenti aver alterato l'impatto della politica monetaria, sebbene anche in questo caso varie interpretazioni siano possibili. Gli aumenti dei rendimenti obbligazionari dovuti all'influsso esercitato sui tassi reali dall'inatteso vigore della domanda aggregata potevano essere considerati come un utile contributo alla

Insolita relazione fra tassi overnight e tassi a termine del mercato monetario

Implicazioni per la conduzione e l'impatto della politica monetaria

Possibili conseguenze dell'aumento dei rendimenti obbligazionari



restrizione monetaria, analogamente all'ascesa dei tassi a termine del mercato monetario. Ovviamente, nella misura in cui tali aumenti erano il riflesso di più elevate aspettative di inflazione, l'effetto immediato sull'attività economica sarebbe stato probabilmente limitato. Per contro, nei paesi in cui essi erano principalmente l'espressione di squilibri fiscali o di premi di rischio, potrebbe di fatto esserne conseguito un deterioramento delle prospettive a medio termine di una ripresa sostenibile.

Grandezze-guida della politica monetaria e condizioni monetarie

Impiego di obiettivi intermedi nella politica monetaria

Alcune banche centrali dei paesi industriali continuano a basarsi sull'osservanza di obiettivi intermedi nel perseguire le finalità ultime della politica monetaria. Gli obiettivi in termini di aggregati monetari sono tuttora pubblicati in vari paesi e

mantengono, specie in Germania, un ruolo centrale nella formulazione e presentazione della politica monetaria. I tassi di cambio conservano una posizione-chiave nel governo della moneta dei paesi aderenti agli AEC. Altrove la politica monetaria è orientata in funzione di vari indicatori, fra i quali continuano comunque a occupare un posto importante gli andamenti della massa monetaria, del credito e dei tassi di cambio.

Aggregati monetari e creditizi

Molte banche centrali continuano a considerare determinati aggregati monetari come utili indicatori segnaletici dell'evoluzione dell'attività economica e dei prezzi. Alcune utilizzano inoltre gli obiettivi monetari come espressione dell'appropriato indirizzo a medio termine della loro politica. La fissazione di traguardi di crescita monetaria costituisce tuttora il cardine della strategia di politica monetaria in Germania, sebbene questo approccio sia seguito in modo flessibile. In Francia, Svizzera e Spagna gli obiettivi della banca centrale rappresentano ora direttrici a medio termine per l'espansione monetaria. Alla base di questo approccio vi è la convinzione che, sebbene la domanda di moneta abbia subito alterazioni negli ultimi anni, la variabile posta a obiettivo conserva la sua utilità come indicatore dell'impatto inflazionistico della politica monetaria nel più lungo periodo. Ad ogni modo, negli ultimi tempi l'andamento degli aggregati monetari ha avuto soltanto un ruolo limitato nell'indirizzare la scelta dei tassi d'interesse a breve.

Negli Stati Uniti, lo scorso anno sono venuti meno i fattori avversi connessi alla ristrutturazione dei bilanci nel settore finanziario e non finanziario, che in precedenza avevano ritardato la ripresa economica. Infatti, le banche si sono mostrate più disponibili a erogare finanziamenti e hanno allentato sensibilmente le condizioni del credito. I prestiti bancari alle imprese hanno fatto registrare un aumento dell'11% (il primo da parecchi anni) e anche il credito al consumo è cresciuto fortemente. In concomitanza con uno spostamento verso prestiti alle famiglie sotto forma di mutui ipotecari a tasso aggiustabile, sono altresì aumentati, per la prima volta da vari anni, gli impieghi degli istituti di risparmio. Tuttavia, poiché le banche hanno ridotto le proprie disponibilità in titoli di Stato, l'espansione dei loro impieghi complessivi è risultata modesta. Anche a causa del maggiore ricorso delle banche a fonti di provvista diverse dai depositi, i tassi di crescita degli aggregati monetari ampi sono rimasti bassi, mentre quelli di M1 e della base monetaria sono addirittura diminuiti.

Da alcuni anni in Giappone gli aggregati monetari sono distorti dall'innovazione finanziaria, dalle fluttuazioni dei prezzi delle attività e dall'impatto dei crediti in sofferenza sul comportamento delle banche. Essi restano pertanto di difficile interpretazione. L'accelerazione registrata lo scorso anno nella crescita di M1 e di M2 potrebbe indicare un allentamento dei vincoli finanziari gravanti in precedenza sulla ripresa economica. Nondimeno, la dinamica del credito bancario è rimasta molto debole. Le banche hanno avuto difficoltà nel costituire le riserve necessarie per stralciare i crediti in sofferenza, difficoltà che sono state acuite dall'impatto prodotto sul patrimonio netto dagli ulteriori cali dei corsi azionari nel 1994 e nei primi mesi di quest'anno.

In Germania, sotto l'influsso di fattori speciali, fra cui talune modifiche tributarie, agli inizi del 1994 la crescita di M3 ha oltrepassato nettamente il valore

Andamenti
della moneta e
del credito negli
Stati Uniti...

... in Giappone ...

... Germania...

Obiettivi pubblicati per gli aggregati monetari						
Variazioni quarto trimestre su quarto trimestre, in percentuale ¹						
	Stati Uniti			Giappone	Germania	Francia
	M2	M3	TDNS	M2+CD	M3	M3
1994 Obiettivo ²	1-5	0-4	4-8	2-3	4-6	5
Risultato	1,0	1,4	5,2	2,7	5,7	1,1
1995 Obiettivo ²	1-5	0-4	3-7	3-4 ³	4-6	5
	Regno Unito		Italia	Spagna	Svizzera	Grecia
	M0	M4	M2	ALP	MBC	M3
1994 Obiettivo ²	0-4	3-9	5-7	3-7	1,6	8-11
Risultato	7,0	5,5	2,9	8,2	0,6	8,3
1995 Obiettivo ²	0-4	3-9	5	<8	1	7-9

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 del Regno Unito, periodi di dodici mesi terminanti nel marzo dell'anno seguente. ² Per il Regno Unito e gli Stati Uniti (TDNS), intervalli segnaletici; per il Giappone e, nel 1994, per la Svizzera, unicamente proiezioni. Le cifre relative al 1995 per Francia, Spagna e Svizzera sono direttrici a medio termine. ³ Secondo trimestre su secondo trimestre.

Tabella IV.2

superiore della fascia-obiettivo fissata dalla Bundesbank. Tuttavia, principalmente a causa di uno spostamento di fondi dai depositi bancari verso investimenti sul mercato finanziario a più elevata remunerazione, l'espansione di M3 è rallentata dopo che, in maggio, la Bundesbank ha ulteriormente abbassato i tassi a breve, e alla fine dell'anno essa risultava rientrata nella sua fascia-obiettivo. Un altro fattore va ricercato nei collocamenti interni in fondi d'investimento del mercato monetario, non compresi in M3, che sono stati autorizzati per la prima volta nel settembre 1994 e beneficiano di un trattamento fiscale preferenziale dal gennaio di quest'anno. Peraltro, il nuovo aggregato M3 allargato, comprendente gli investimenti dei residenti non bancari in fondi del mercato monetario interni ed esteri denominati in marchi, nonché le loro attività verso le affiliate estere di banche tedesche, è aumentato soltanto del 5^{1/2}% fra il quarto trimestre 1993 e il quarto trimestre 1994.

La costante tendenza mostrata negli ultimi tre anni dalla crescita di M3 a superare la fascia-obiettivo della Bundesbank potrebbe essere interpretata come indicativa della necessità di procedere con cautela nell'allentare le condizioni monetarie. L'obiettivo fissato per M3 ha chiaramente avuto un ruolo importante nelle decisioni di tasso d'interesse del Consiglio centrale della Bundesbank, come è apparso dalle dichiarazioni pubbliche della banca centrale sull'espansione monetaria. Essa ha riaffermato per il 1995 il proprio impegno a una strategia basata sul controllo di M3, sebbene intenda altresì seguire l'andamento dell'aggregato M3 allargato.

Lo scorso anno, in molti paesi sono stati registrati bassi tassi di crescita del credito e della moneta in senso ampio, nonostante l'espansione economica e, in certi casi, un rafforzamento delle spinte inflazionistiche. Laddove la ripresa era basata principalmente sulle esportazioni, la capacità di autofinanziamento delle imprese ha contribuito a moderare la domanda di credito bancario, e in taluni

paesi vi è stata una competizione meno attiva fra le banche per la raccolta di depositi non bancari. In Italia, la lenta crescita di M2 può in gran parte spiegarsi con gli elevati rendimenti dei titoli di Stato in relazione ai tassi d'interesse sui depositi bancari. L'espansione assai contenuta degli aggregati monetari posti a obiettivo in Francia e in Svizzera è invece parzialmente attribuibile all'innovazione finanziaria e a modifiche nel regime fiscale. Anche nel Regno Unito lo scorso anno l'offerta di moneta in senso ampio è cresciuta a ritmo moderato. La rapida espansione di M0 avrebbe potuto essere adottata come argomento a sostegno della necessità di un inasprimento monetario, ma la Banca d'Inghilterra ha fatto rilevare che essa potrebbe aver risentito dell'impatto della più bassa inflazione sulla domanda di liquidità.

... Italia ...

... Francia, Svizzera
e Regno Unito

Sebbene la Banca del Canada non fissi alcun obiettivo in termini di aggregati monetari, M2+, che lo scorso anno ha continuato ad accrescersi lentamente, è considerato un buon indicatore anticipatore dell'inflazione. Così come in Australia, l'espansione del credito è stata alimentata da un forte aumento del debito delle famiglie, malgrado sia fortemente rallentata la crescita dei mutui ipotecari a seguito dell'ascesa dei tassi d'interesse nel corso dell'anno.

Tassi di cambio

Il rapporto di cambio con il marco tedesco ha continuato a servire da principale grandezza-guida per la politica monetaria di Austria, Paesi Bassi, Belgio, Danimarca, Irlanda e Francia (in questo caso unitamente agli obiettivi posti per gli aggregati monetari e per l'inflazione). L'allargamento della banda di fluttuazione degli AEC al $\pm 15\%$, deciso nel 1993, è stato considerato nella maggior parte dei paesi essenzialmente come un ausilio per fronteggiare pressioni speculative temporanee sui cambi. Tuttavia, allorché agli inizi del 1995 nel sistema sono sorte tensioni in connessione con le spinte al rialzo sul marco, la Banca di Spagna ha continuato a manovrare i tassi d'interesse principalmente in funzione delle prospettive di inflazione interna. In marzo, la parità centrale della peseta negli AEC è stata ridotta del 7%. Contestualmente, è stata abbassata del 3,5% la parità centrale dell'escudo portoghese. Nonostante le ricorrenti forti pressioni al ribasso sulla lira, in Italia la politica di tasso d'interesse ha parimenti cercato di seguire un indirizzo orientato soprattutto in funzione della dinamica dell'inflazione. In assenza di un impegno di cambio formale, in Norvegia la stabilizzazione del tasso di cambio effettivo nel medio periodo ha continuato a rappresentare un importante obiettivo della politica monetaria.

Impiego di obiettivi
di cambio

Condizioni monetarie

In quasi tutti i paesi i tassi di cambio svolgono un ruolo rilevante, insieme ai tassi d'interesse, nell'influenzare le condizioni monetarie. Essi hanno un impatto diretto sul livello dei costi e dei prezzi, e la loro evoluzione va tenuta presente nel valutare l'incidenza della politica monetaria sulla domanda aggregata. A questo fine può essere utile considerare le variazioni dei cambi in termini reali congiuntamente a quelle dei tassi d'interesse reali.

In assenza di una significativa accelerazione dell'inflazione dei prezzi al consumo, l'aumento dei tassi d'interesse a tre mesi avutosi lo scorso anno negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Canada, Australia e Italia, ha evidentemente

Evoluzione dei tassi
d'interesse reali

Tassi d'interesse e tassi di cambio in termini reali							
Paesi	Tassi d'interesse reali a breve ¹				Tassi di cambio reali ²		
	Livello ³		Variazione ⁴		Variazione ³		Livello ⁵
	Marzo		Dodici mesi terminanti a marzo		Marzo		Marzo
	1994	1995	1994	1995	1994	1995	1995
Australia	3,6	4,2	-0,6	0,6	- 2,8	- 3,0	88,6
Belgio	3,9	4,6	-1,6	0,7	- 1,4	4,9	107,3
Canada	4,4	6,3	0,8	1,9	-11,3	- 5,8	78,4
Danimarca	4,4	4,7	-9,0	0,3	- 4,4	4,0	105,0
Finlandia	4,4	4,4	-1,8	-0,1	7,0	11,9	95,0
Francia	4,8	6,2	-4,4	1,5	- 2,6	3,0	105,3
Germania	2,7	2,8	-1,1	0,1	- 1,1	8,1	114,4
Giappone	1,0	2,5	-1,1	1,6	10,9	6,0	131,7
Irlanda	4,6	4,5	-3,0	-0,1	- 3,2	1,2	94,4
Italia	4,2	6,1	-2,9	1,8	- 1,5	-11,5	70,0
Norvegia	4,2	2,7	-2,0	-1,5	- 5,2	4,5	97,8
Paesi Bassi	2,4	2,8	-2,8	0,4	- 0,8	6,1	109,6
Portogallo	3,8	6,2	-4,1	2,4	- 6,9	6,4	103,5
Regno Unito	2,7	3,9	0,2	1,2	3,2	- 3,3	85,0
Spagna	3,2	4,5	-7,5	1,3	-12,0	- 0,8	81,6
Stati Uniti	1,3	3,3	1,3	2,0	0,5	- 3,4	100,0
Svezia	5,6	6,1	0,7	0,5	- 2,2	- 3,5	77,8
Svizzera	2,6	1,9	1,1	-0,7	6,3	7,5	116,2

¹ Tasso a tre mesi deflazionato con la variazione dei prezzi al consumo nei precedenti dodici mesi (per il Regno Unito, prezzi al dettaglio esclusi gli interessi ipotecari; per il Canada, prezzi al consumo esclusi generi alimentari e prodotti energetici). ² Tassi effettivi calcolati sulla base dei prezzi al consumo relativi. ³ In percentuale. ⁴ In punti percentuali. ⁵ Indice, primo trimestre 1992 = 100.

Fonti: statistiche nazionali; BRI. Tabella IV.3

comportato un loro incremento in termini reali. Agli inizi del 1995, i tassi d'interesse a breve apparivano alquanto alti, in termini reali, in Canada, Australia, Svezia e Italia. Nella maggior parte dei paesi aderenti agli AEC, i tassi a breve reali sono calati durante il 1994, per poi risalire nel primo scorcio del 1995, allorché sono emerse tensioni sui mercati dei cambi. Essi sono rimasti comparativamente bassi in Giappone, Germania e Svizzera.

Agli inizi del 1994 le condizioni monetarie in Italia, Svezia, Spagna, Canada e, in minor misura, nel Regno Unito risultavano aver subito un allentamento per effetto del notevole deprezzamento esterno della moneta intervenuto a partire dal 1992, che ha continuato a rispecchiarsi nei rapporti di cambio reali. Come analizzato nel Capitolo VI, lo scorso anno le valute di questi paesi e dell'Australia si sono ulteriormente deprezzate in termini effettivi reali. Sommandosi ad aumenti dei tassi d'interesse reali, ciò ha generalmente contribuito a determinare marcate differenze nell'intensità delle pressioni da domanda fra i settori dei tradables e quelli non esposti (Capitolo II), rendendo così più difficoltosa la valutazione del probabile impatto della politica monetaria sull'inflazione. Nonostante l'apprezzamento reale della moneta, che è proseguito nel 1994 malgrado riduzioni dei tassi d'interesse, una ripresa economica trainata dalle esportazioni ha preso forma in Germania, Francia, Belgio e Paesi Bassi. Resta da

Impatto delle variazioni dei tassi di cambio reali sulle condizioni monetarie

vedere quale sarà l'impatto dell'ulteriore apprezzamento del marco e del franco svizzero nei primi mesi del 1995. L'assai maggiore apprezzamento reale dello yen negli ultimi anni ha indubbiamente esercitato un forte effetto neutralizzante sul potenziale contributo dei tassi d'interesse reali relativamente bassi a una ripresa della domanda interna.

Prospettive di inflazione

Lo scorso anno, i cambiamenti nell'orientamento della politica di tasso d'interesse sono stati in notevole misura condizionati dal desiderio di impedire un'accelerazione dell'inflazione. In Francia, Germania, Belgio e Paesi Bassi, l'allentamento delle condizioni monetarie nei primi mesi del 1994 è stato attuato in assenza di indizi che la ripresa economica potesse accompagnarsi a un aumento dell'inflazione. L'inasprimento della politica negli Stati Uniti mirava a prevenire un rafforzamento delle pressioni inflazionistiche. In varie economie minori, che avevano subito un deprezzamento della propria moneta, la restrizione monetaria ha mirato a impedire che l'aumento dei prezzi all'importazione fosse traslato sui prezzi al consumo e innescasse maggiori rivendicazioni salariali.

Pressioni inflazionistiche

Come mostra il grafico IV.4, in molti paesi le comuni misure dell'inflazione basate sugli indici dei prezzi al consumo sono rimaste su valori bassi nella primavera del 1995. In Canada, il calo a zero nel primo trimestre 1994 era stato influenzato da modifiche fiscali; nondimeno, l'incremento annuo di base si mantiene dall'inizio del 1992 entro un intervallo dell'1-2%. Nei primi mesi del 1995, l'aumento dei prezzi al consumo è rimasto estremamente contenuto in Giappone ed è stato prossimo al 2% in Francia, Belgio, Paesi Bassi, Danimarca e Austria. Negli Stati Uniti, esso si è mantenuto intorno al 3% per il terzo anno consecutivo. In Germania, la politica monetaria ha compiuto ulteriori progressi nel ridurre l'inflazione dei prezzi al consumo.

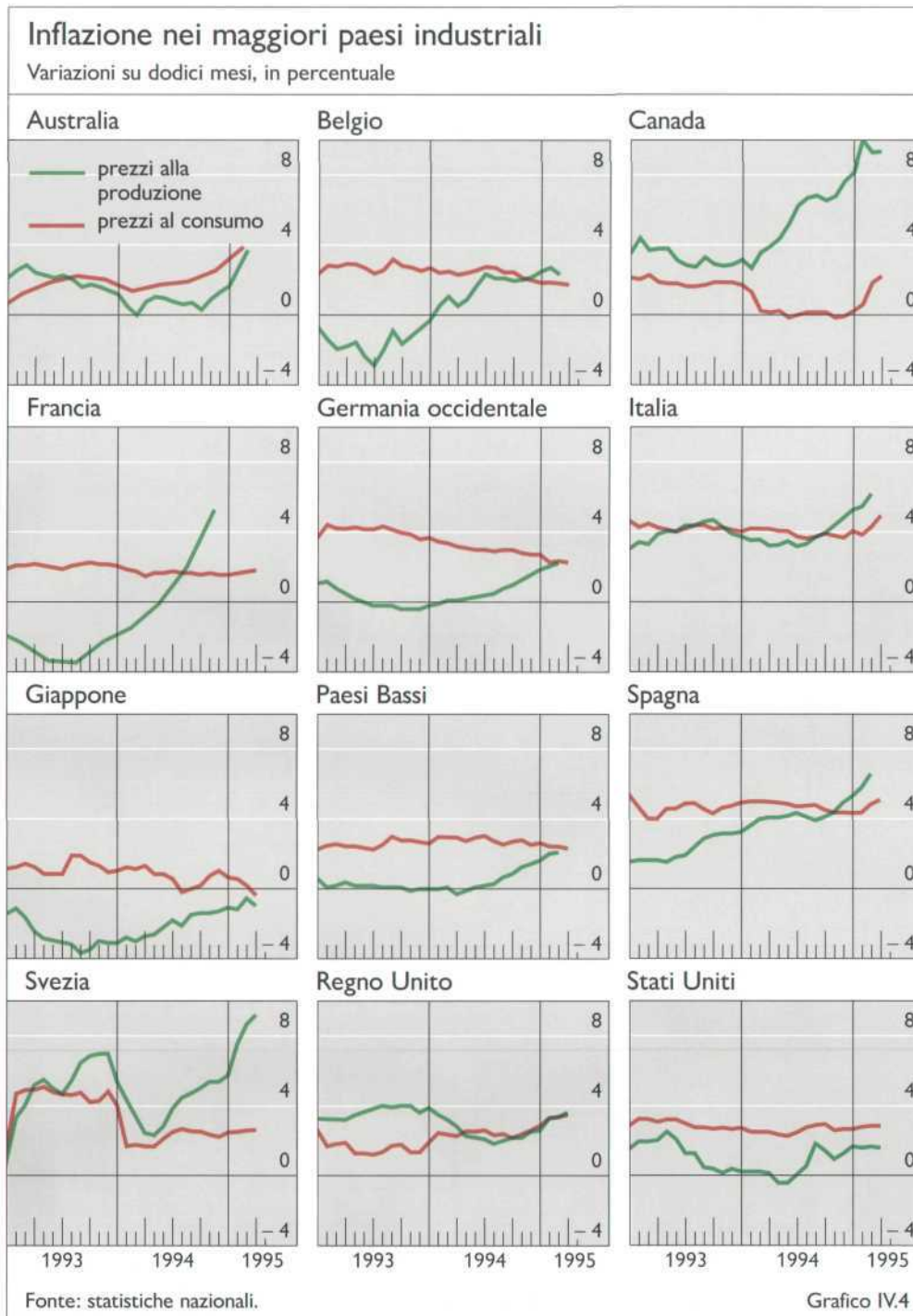
Nei primi mesi del 1995, in taluni paesi si sono avute, per contro, indicazioni di un aumento delle pressioni inflazionistiche. In Spagna e in Italia la progressione dell'indice dei prezzi al consumo si situava intorno al 5%. Nel Regno Unito il tasso d'inflazione ha cominciato a muoversi verso l'alto secondo talune misure. Anche in Svezia si è potuto osservare un graduale rafforzamento delle spinte inflazionistiche. Poiché i prezzi al consumo sono un indicatore ritardato delle pressioni in atto, al fine di meglio valutare le prospettive di inflazione nel breve periodo può essere utile considerare il comportamento dei prezzi alla produzione, che talvolta rispecchiano più prontamente tali pressioni.

Agli inizi di quest'anno, l'inflazione dei prezzi alla produzione è rimasta contenuta nella maggior parte dei paesi, anche se in qualche caso essa stava gradualmente crescendo, soprattutto per effetto della ripresa mondiale dei corsi delle materie prime. Negli Stati Uniti i prezzi alla produzione sono in ascesa dalla metà del 1994, mentre nel Regno Unito essi hanno mostrato incrementi

L'inflazione dei prezzi al consumo resta bassa in molti paesi ...

... ma vi sono segni che stia aumentando in altri

Chiari indizi di accelerazione dei prezzi alla produzione



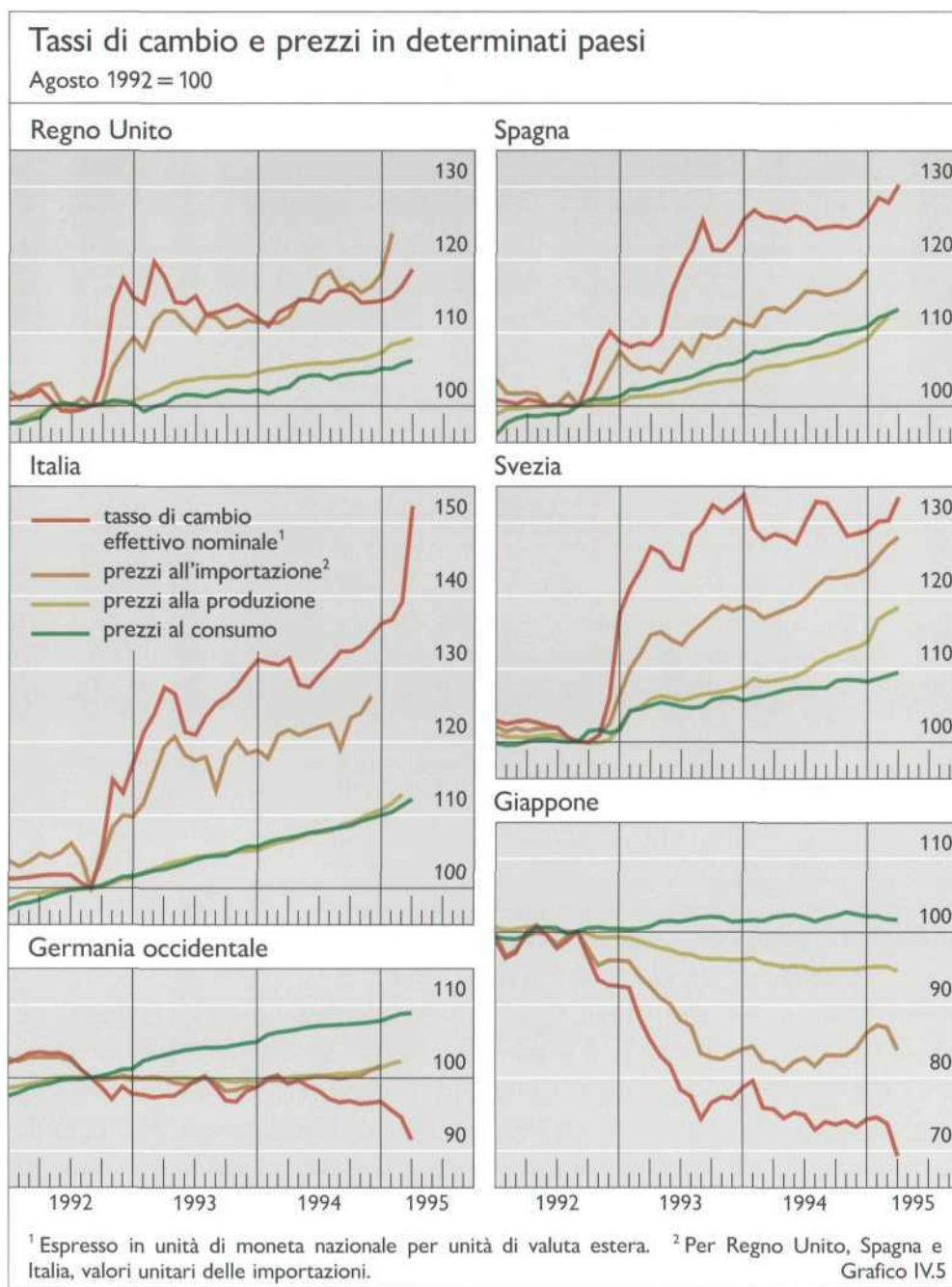
moderati. In Belgio e Germania i prezzi alla produzione avevano cessato la loro discesa verso la fine del 1993 e agli inizi del 1994, e nella primavera di quest'anno stavano aumentando a un ritmo del 2% circa. Nei primi mesi del 1995, l'inflazione dei prezzi alla produzione procedeva su valori del 5-6% in Italia e Spagna e si avvicinava al 9% in Svezia. L'indice ha segnato un'accelerazione anche in Finlandia, sebbene a partire da un livello più basso. L'eccezione è costituita dal Giappone, dove tali prezzi hanno continuato a scendere. Il quadro che emerge dalla dinamica dei prezzi alla produzione è che le pressioni inflazionistiche possono essere più forti di quanto non implichi l'andamento dei prezzi al consumo.

Tassi di cambio e inflazione

L'incremento registrato nelle comuni misure dell'inflazione è rimasto contenuto persino nei paesi europei che hanno subito un deprezzamento della propria valuta. Il grafico IV.5 mostra che in Italia, Spagna, Svezia e Regno Unito le variazioni cumulative nei prezzi all'importazione, al consumo e alla produzione fra il 1992 e gli inizi del 1995 sono state in media inferiori al deprezzamento cumulativo della moneta. In parte ciò potrebbe essere dovuto a cambiamenti strutturali nel settore al dettaglio, che hanno influito sui tassi d'inflazione rilevati. Va aggiunto che le variazioni dei tassi di cambio che intervengono in condizioni di disequilibrio non sono necessariamente traslate per intero sui prezzi. Tuttavia, nella misura in cui i margini sono stati compressi dalla debole domanda interna, vi è un certo rischio che la traslazione del deprezzamento della valuta diventi più

Incompleta traslazione delle variazioni di cambio in Italia, Spagna, Svezia e Regno Unito ...

... ma permane un certo potenziale per un'ulteriore traslazione



completa, specie nel caso delle economie aperte, mano a mano che la domanda interna riduce la capacità produttiva disponibile.

In Finlandia, Irlanda, Norvegia e Portogallo la traslazione appare compiuta

Per contro, in Finlandia, Irlanda, Norvegia e Portogallo, paesi la cui moneta si è parimenti deprezzata dal 1992, pare essersi già in gran parte compiuto l'aggiustamento dei prezzi interni. Mentre nel 1992 e 1993 il marco finlandese aveva avuto una perdita di valore effettivo analoga a quella della corona svedese e della lira, nel corso del 1994 esso si è rafforzato considerevolmente, riducendo il deprezzamento cumulativo dall'agosto 1992 al 6-8% circa. Questa cifra è dello stesso ordine di grandezza dell'incremento cumulativo dei prezzi all'importazione, alla produzione e al dettaglio. Anche nel caso dell'Irlanda la moneta ha fatto segnare nel 1994 un recupero che ha annullato circa la metà del deprezzamento, pari al 10%, subito nei primi otto mesi del 1993. La traslazione sui prezzi all'importazione e alla produzione pare essere già avvenuta. Anche in Portogallo e in Norvegia, dove il deprezzamento iniziale era stato alquanto limitato, ha avuto luogo un pieno aggiustamento dei prezzi.

L'apprezzamento del cambio smorza l'inflazione in Giappone...

I movimenti dei tassi di cambio contribuiscono a spiegare il regresso dell'inflazione dei prezzi al consumo in Giappone. Il forte apprezzamento dello yen nella prima metà del 1993 si era tradotto in una diminuzione dei prezzi all'importazione e alla produzione. Il grafico IV.5 mostra che nel periodo da metà 1992 a metà 1994, durante il quale il tasso di cambio effettivo dello yen è salito del 25%, i prezzi all'importazione sono scesi di quasi il 20% e quelli alla produzione del 5%. Allorché è rallentato l'apprezzamento dello yen, nel secondo semestre 1994, il calo dei prezzi alla produzione si è arrestato, e i prezzi all'importazione hanno addirittura cominciato a salire, di riflesso agli aumenti su scala mondiale dei corsi delle materie prime (Capitolo III). Anche l'apprezzamento del marco tedesco, mitigando l'incremento dei prezzi all'importazione, ha contribuito a rallentare il ritmo dell'inflazione in Germania. Tuttavia, poiché in larga parte l'apprezzamento cumulativo ha avuto luogo solo di recente, è difficile valutarne con precisione il pieno impatto.

... e in Germania

Previsioni di inflazione del settore privato

Il recente andamento dei prezzi alla produzione e, in alcuni casi, dei tassi di cambio fa ritenere che, nella maggior parte dei paesi, durante il 1995 i tassi d'inflazione tenderanno a rimanere ai livelli attuali o a crescere moderatamente quando la ripresa economica ora in corso inizierà a incontrare vincoli di capacità produttiva.

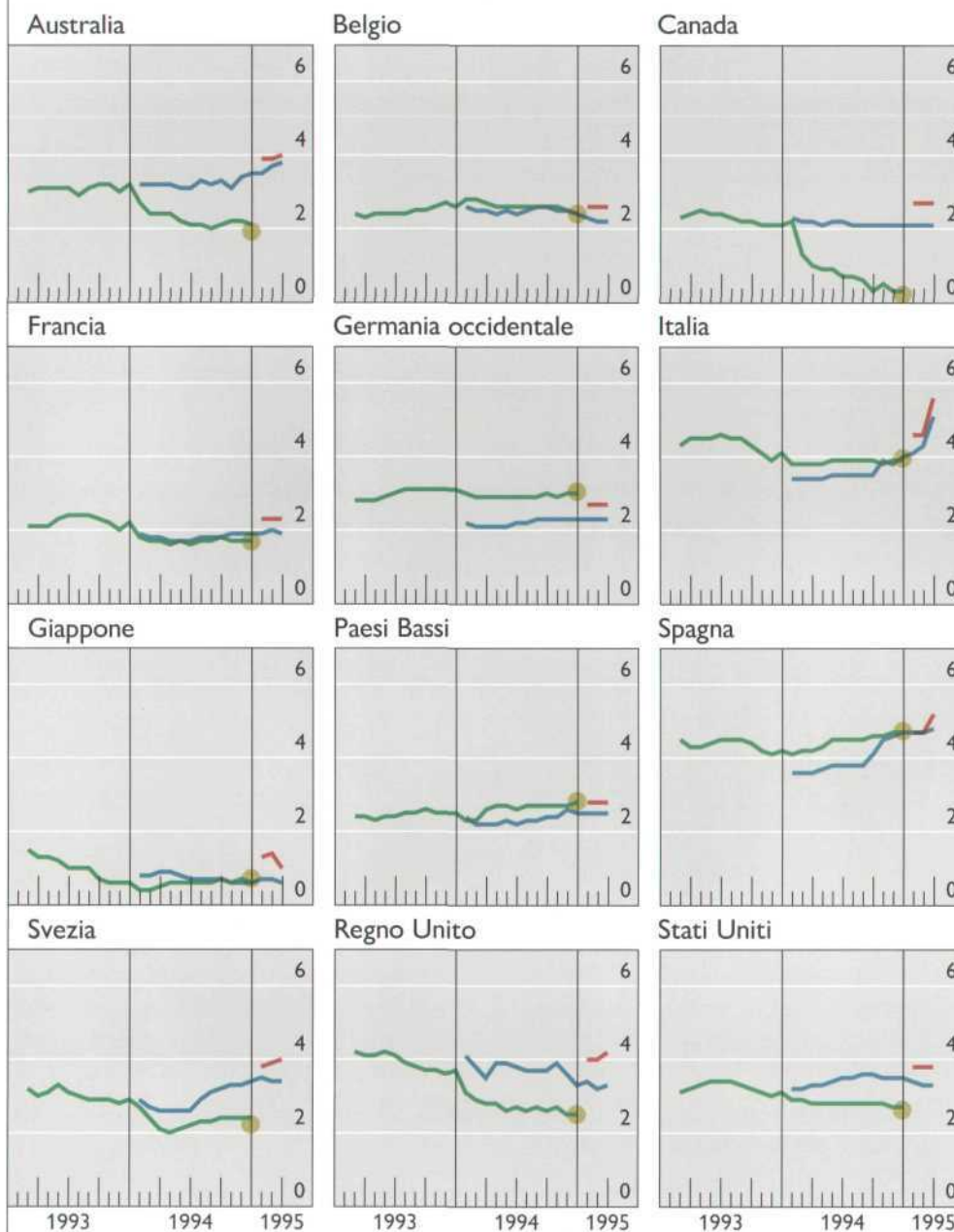
Poiché nella politica di prezzo delle imprese e nelle rivendicazioni salariali dei sindacati svolgono un ruolo critico le loro aspettative di inflazione, le previsioni formulate a tale riguardo dal settore privato possono fornire alle autorità utili informazioni circa le probabili variazioni nei margini di utile delle imprese e nelle spinte salariali. Il grafico IV.6 mostra come gli operatori privati prevedano per il 1995 un aumento dei tassi d'inflazione o, nella migliore delle ipotesi, la loro invarianza. Tali previsioni, formulate nella primavera di quest'anno, indicano un incremento dell'inflazione nel Regno Unito fin verso il limite superiore della fascia-obiettivo dell'1-4% fissata dal Governo, e in Svezia, dove i valori pronosticati implicano un superamento dell'obiettivo della banca centrale fissato all'1-3%. Per la Spagna le previsioni indicano che nel 1995 il tasso d'inflazione sarà

Secondo le previsioni del settore privato l'inflazione dovrebbe aumentare leggermente nel 1995...

Previsioni inflazionistiche degli operatori di mercato*

Variazioni medie annue dei prezzi al consumo, in percentuale

● inflazione effettiva nel 1994 previsioni per: — 1994 — 1995 — 1996



* Basate su inchieste presso le maggiori banche e società di intermediazione mobiliare; riportate in corrispondenza del mese precedente la pubblicazione.

Fonti: © The Economist, Londra (vari numeri); statistiche nazionali.

Grafico IV.6

superiore a quello del 1994. Una modesta accelerazione dell'inflazione è altresì pronosticata negli Stati Uniti e in Canada, paesi in cui è atteso il ritorno a un livello prossimo al 2%. Per contro, in alcuni casi è previsto che l'inflazione rimanga sui valori correnti o diminuisca. In Belgio, in Francia e nei Paesi Bassi sono attesi per il 1995 tassi d'inflazione simili a quelli dell'anno scorso. Infine, secondo le proiezioni private l'inflazione dovrebbe scendere verso il livello del 2% in Germania e restare al disotto dell'1% in Giappone.

... e salire ulteriormente nel 1996

Se per il 1995 le proiezioni del settore privato prevedono che l'inflazione rimanga contenuta nella maggior parte dei paesi, esse indicano in generale una sua accelerazione nel 1996. È infatti pronosticata una risalita del tasso d'inflazione a circa il 4% negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Australia e in Svezia e a oltre il 5% in Italia e in Spagna. Sono previsti aumenti anche per il Canada, al 2,5%, e per il Giappone, all'1% circa. Va comunque rilevato che per diversi paesi gli incrementi previsti restano modesti, tali da non superare il livello del 3% nel 1996. Le previsioni del settore privato in Germania rispecchiano il convincimento che un eventuale rialzo dell'inflazione verso i valori osservati nei primi anni novanta sarebbe contrastato da provvedimenti di politica monetaria. Il tasso d'inflazione in Francia dovrebbe restare ancora al disotto di quello tedesco, mentre per il Belgio e i Paesi Bassi non sono attese variazioni di rilievo fra il 1995 e il 1996.

Tassi d'interesse e aspettative inflazionistiche

Dato il ritardo con cui la manovra monetaria influisce sul livello dei prezzi, le implicazioni delle attuali politiche monetarie vanno giudicate lungo un arco temporale più esteso di quello considerato dalle previsioni di fonte privata sopra descritte. Varie banche centrali hanno di recente iniziato a far uso dei tassi d'interesse a termine come indicatori delle aspettative inflazionistiche di più lungo periodo sui mercati finanziari. Il grafico IV.7 mostra la struttura per scadenza dei tassi a termine a un anno per quattro date: gennaio e febbraio 1994, ossia prima e dopo il primo inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti; settembre 1994, quando si è arrestata l'ascesa dei rendimenti obbligazionari USA; e marzo 1995.

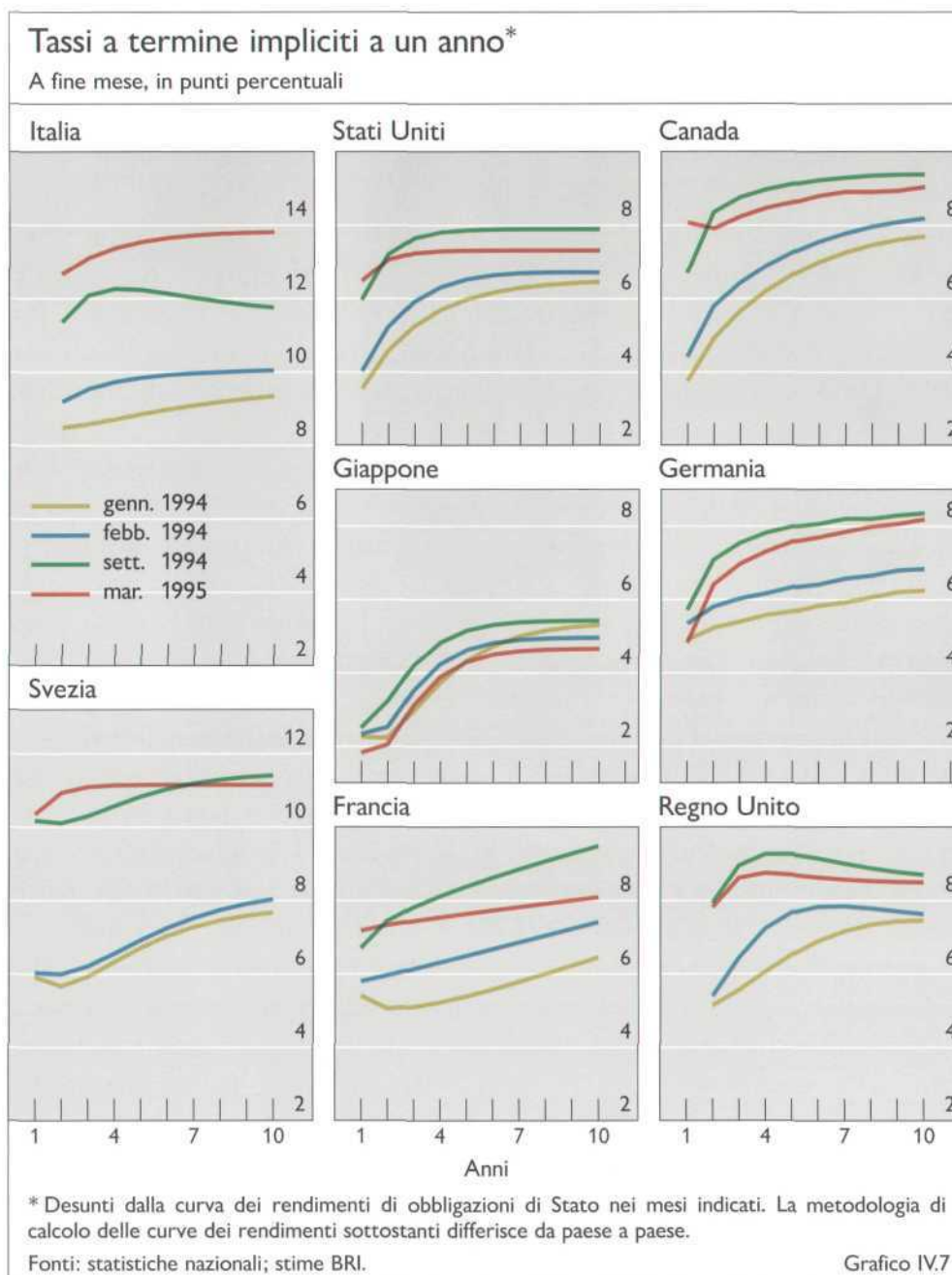
Il rialzo dei tassi a termine in molti paesi in corso d'anno...

Il grafico mostra come i tassi d'interesse a termine siano in generale saliti durante il periodo di quindici mesi terminante nel marzo 1995, ma evidenzia altresì considerevoli differenze fra i paesi. In Canada, nel Regno Unito e negli Stati Uniti i tassi a termine per scadenze più ravvicinate, che verosimilmente sono influenzati dalla ripresa economica e da un inasprimento monetario, sono aumentati in misura maggiore di quelli a più lungo termine. In Giappone, gran parte dell'aumento nei tassi a termine è evidente per le scadenze di quattro-cinque anni, mentre sono assenti variazioni di rilievo per scadenze più remote. In Svezia, la curva dei tassi a termine si è mossa verso l'alto in parallelo fra gennaio e settembre 1994, e i tassi a termine a breve sono in seguito ulteriormente saliti. In Germania i tassi d'interesse a termine nel segmento a breve sono cresciuti di poco, mentre quelli per l'arco temporale da tre a dieci anni sono aumentati in misura pressoché proporzionale. In Italia, i tassi a breve presentano una variazione superiore a quella dei rendimenti di lungo periodo fino al settembre 1994; successivamente, questi ultimi hanno fatto segnare un incremento. In Francia, l'ascesa dei tassi a termine nel 1994 è stata dapprima leggermente più pronunciata nell'arco temporale da tre a quattro anni. A partire dal settembre 1994, per contro, sono calati i tassi a più lungo termine.

Nel valutare il significato dei movimenti osservati nei tassi d'interesse a termine ai fini delle aspettative di inflazione è necessario tenere conto della possibilità che si siano modificati i rendimenti reali attesi. Ad esempio, nel 1994 i rendimenti a scadenza sulle obbligazioni a lungo termine indicizzate sono saliti di

un punto percentuale circa nel Regno Unito e di poco più in Canada. Nella misura in cui questi aumenti sono rappresentativi per gli altri paesi, sembra potersi concludere che per una proporzione compresa fra il 50 e il 75% l'incremento dei tassi a termine nell'orizzonte a quattro anni sia dovuto alle aspettative inflazionistiche. L'eccezione è rappresentata dal Giappone, dove lo spostamento nella struttura per scadenza dei tassi a termine è da attribuirsi integralmente a una variazione dei rendimenti reali attesi. Assumendo come dati i sentieri temporali dei futuri rendimenti reali e i premi di rischio, il livello dei tassi d'interesse a termine può essere usato per misurare le aspettative inflazionistiche. Ad esempio, pur ipotizzando che la somma del tasso reale atteso a un anno e del premio di rischio raggiunga il 4%, il grafico mostra che in molti paesi le aspettative di inflazione di più lungo periodo sono nell'ordine del 4% all'anno e anche più.

...indica che sono salite le aspettative di inflazione di più lungo periodo



Politica monetaria e credibilità

La credibilità assume un'importanza crescente...

Dalla possibilità che emergano pressioni inflazionistiche con il procedere della ripresa economica consegue che la credibilità della politica monetaria è destinata ad avere un'importanza sempre maggiore. Una mancanza di credibilità implica che le aspettative inflazionistiche possono essere facilmente sospinte verso l'alto, conducendo a più elevate rivendicazioni salariali e aumentando il prezzo da pagare, in termini di disoccupazione, per mantenere bassa l'inflazione. Analogamente, una mancanza di credibilità comporta, ove le autorità monetarie agiscano risolutamente, elevati tassi d'interesse reali ex post, i quali a loro volta possono esercitare un forte impatto sulle finanze pubbliche, specie nei paesi con un elevato rapporto debito/PIL. Ponendo la questione in termini più positivi, una maggiore credibilità è importante in quanto le banche centrali che hanno saputo conquistarla possono temporaneamente adattare la politica monetaria al fine di sostenere l'attività economica senza far nascere dubbi circa il loro impegno alla stabilità dei prezzi. Laddove la credibilità è limitata, un'azione a sostegno dell'economia può essere interpretata dal pubblico come il segnale di un indebolimento dell'impegno alla stabilità dei prezzi.

Rafforzamento della credibilità

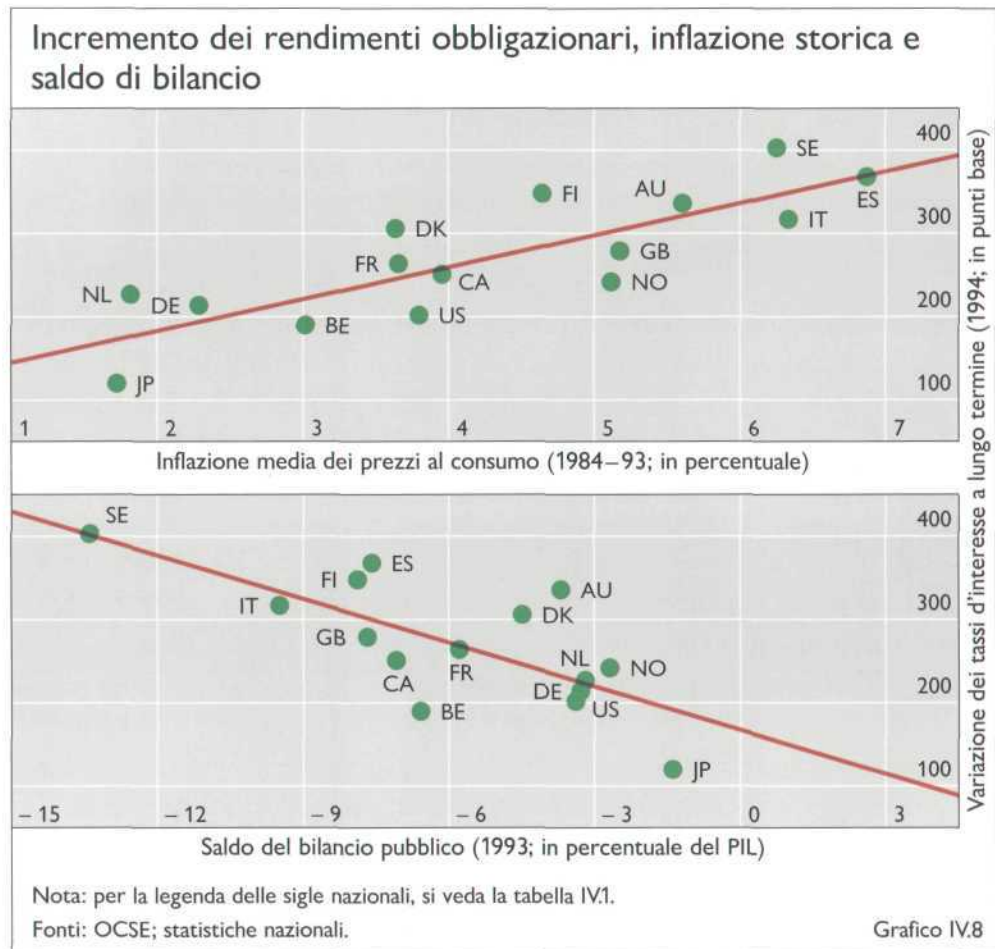
... ma può essere difficile da instaurare dati i trascorsi inflazionistici...

I due più importanti fattori che attualmente intaccano la credibilità di alcune banche centrali sono i trascorsi storici dell'inflazione e gli ampi disavanzi pubblici. Un passato inflazionistico è comunemente interpretato dai mercati finanziari come l'indizio che, per ragioni politiche od operative, le autorità monetarie sono incapaci o insufficientemente determinate a conseguire una bassa inflazione. In tali circostanze l'opinione pubblica può non dar credito alle dichiarazioni della banca centrale secondo cui la politica monetaria è tesa ad assicurare un basso livello d'inflazione, con la conseguenza che le aspettative inflazionistiche rimangono alte. La presenza di ampi disavanzi di bilancio e di un elevato rapporto debito/PIL può essere considerata dai mercati incompatibile con gli obiettivi di inflazione delle autorità monetarie, erodendo ulteriormente la loro credibilità. Il grafico IV.8 mostra la stretta correlazione fra l'entità dell'aumento nei tassi d'interesse a lungo termine nel 1994 e l'inflazione media del periodo 1984-93 da un lato e il disavanzo pubblico dall'altro. Ciò sembra indicare che i mercati finanziari prefigurino uno slittamento dell'inflazione dagli attuali bassi livelli verso valori più prossimi alle medie storiche e che sia difficile persuadere i mercati che la bassa inflazione è destinata a perdurare in presenza di ampi squilibri di bilancio.

... e gli attuali disavanzi di bilancio

La credibilità può essere accresciuta chiarendo il mandato della banca centrale...

Sebbene le cause di una debole credibilità sfuggano spesso al controllo immediato della banca centrale, esistono varie possibilità per accelerarne il rafforzamento. A tale scopo può essere utile un chiaro mandato legislativo concernente l'obiettivo primario della politica monetaria oppure un'intesa operativa con il Governo, in particolare se la banca centrale non gode di piena autonomia. Anche l'adozione di obiettivi ufficiali di controllo dell'inflazione, che forniscono al pubblico uno strumento per monitorare i risultati ottenuti dalla banca centrale, può contribuire a rinsaldarne la credibilità, così come l'impiego di obiettivi intermedi espressi in termini di espansione monetaria e di tasso di cambio.



Poiché i fattori politici svolgono un ruolo importante nel determinare la credibilità della politica monetaria, anche un rafforzamento del potere della banca centrale di manovrare in modo indipendente gli strumenti a sua disposizione può essere di grande utilità. L'autonomia della banca centrale è stata di recente sancita dalla legge in alcuni paesi, fra cui la Francia e la Spagna, e ampliata in altri, come il Regno Unito e il Canada.

... rafforzandone l'autonomia...

Un altro presupposto della credibilità è l'esistenza di un appropriato quadro per la conduzione della politica monetaria. Per evitare ogni confusione a riguardo delle finalità ultime della politica monetaria, i suoi obiettivi intermedi e finali devono essere reciprocamente compatibili, specie se essi sono plurimi. Si dovrà inoltre cercare di spiegare il nesso esistente fra gli strumenti controllati dalle autorità monetarie e gli obiettivi da esse perseguiti, affinché sia meglio compresa la capacità della banca centrale di realizzare tali obiettivi. Frequenti modifiche del quadro operativo possono far sì che diventi difficile dimostrare la determinazione con cui le autorità perseguono i propri obiettivi.

... definendo il quadro operativo della politica monetaria...

Infine, la credibilità può essere rafforzata assicurando che l'opinione pubblica comprenda appieno gli obiettivi delle autorità monetarie e l'impegno di queste alla loro realizzazione. Per affermare e preservare la credibilità è quindi importante la trasparenza. Molte banche centrali hanno ritenuto opportuno rendere note le varie informazioni statistiche impiegate nella formulazione della politica monetaria. Attraverso la pubblicazione dei documenti del processo decisionale la

... e aumentando la trasparenza

banca centrale può spiegare come essa valuta la situazione economica, la ragione per cui sono adottati determinati provvedimenti e in quale modo questi influiscono sulla sua capacità di conseguire gli obiettivi annunciati. La trasparenza consente inoltre all'opinione pubblica e agli organi legislativi di valutare i risultati conseguiti dalla banca centrale.

Obiettivi espliciti di controllo dell'inflazione

Negli ultimi anni il considerevole calo dei tassi d'inflazione nei paesi industriali è proceduto di pari passo con un rafforzamento dell'impegno al controllo dell'inflazione da parte delle autorità monetarie. Questo impegno deriva da un crescente consenso sui risultati che ci si possono attendere dalla politica monetaria a medio termine e dall'accresciuta consapevolezza dei costi di lungo periodo che comporta l'inflazione. In un numero sempre maggiore di casi l'impegno ha trovato espressione nell'annuncio di obiettivi quantitativi di controllo dell'inflazione. La pubblicazione di tali obiettivi si basa sulla convinzione che la trasparenza e la risultante definizione delle responsabilità possono contribuire a rafforzare la credibilità della politica.

Alcuni paesi hanno annunciato espliciti traguardi di inflazione

Dopo la pubblicazione in Canada e in Nuova Zelanda, agli inizi degli anni novanta, di un intervallo di valori che impegnava la politica monetaria a una progressiva decelerazione della dinamica dei prezzi, obiettivi di inflazione a medio termine sono stati fissati nel Regno Unito, in Svezia e in Finlandia nel 1992, in Francia nel 1993 e in Spagna lo scorso anno. In Italia, dal 1992 i valori programmatici pubblicati per l'inflazione hanno un ruolo di maggiore importanza nella conduzione della politica macroeconomica in senso ampio, specie sul piano della politica salariale. In Australia l'intervallo di valori annunciati indica soltanto una direttrice in termini di tassi medi d'inflazione lungo l'arco di più anni, scelta in funzione degli obiettivi fissati dai partner commerciali con livelli di inflazione inferiori alla media.

Altri paesi non pubblicano simili traguardi

Alcuni paesi maggiori non pubblicano traguardi di inflazione espliciti. In Germania, il fatto che la Bundesbank continui ad attenersi a obiettivi di crescita monetaria si fonda sul convincimento che il modo migliore per contenere durevolmente l'inflazione consista nel mantenere l'espansione della moneta entro limiti prefissati. Nella formulazione degli obiettivi monetari è implicitamente quantificato un impegno a medio termine alla stabilità dei prezzi, e il perseguimento di un obiettivo intermedio è giudicato per molti aspetti vantaggioso. La fissazione di traguardi di inflazione senza obiettivi intermedi, come avviene in alcuni paesi nei quali la domanda di moneta si è dimostrata meno stabile che in Germania, è considerata un'alternativa meno attraente. Negli Stati Uniti, alla Riserva federale è demandato per legge il compito di perseguire i tre obiettivi di massimo impiego, stabilità dei prezzi e moderati tassi d'interesse a lungo termine. Tuttavia, il suo Presidente ha frequentemente affermato dinanzi al Congresso che il conseguimento della stabilità dei prezzi è il presupposto per la realizzazione degli altri due obiettivi. Benché di recente siano state presentate al Congresso proposte per ridefinire il mandato della Riserva federale, in modo da porre maggiore enfasi sulla stabilità dei prezzi, la questione resta controversa.

Obiettivi di inflazione pubblicati						
Paesi	Obiettivo ¹	Periodo ²	Fissato da ³	Variabile di obiettivo ⁴	Variabile segnaletica ⁴	Variabile intermedia ⁵
Regno Unito	1-4	1-2 1/2% nel 1997	G	RPIX	RPIY	M0, M3
Canada	1-3	fino al 1998	BC/G	CPI	CPIXF	-
Francia	<2	dal 1995	BC	CPI		M3, AEC
Italia	2	nel 1996	G	PCD	CPI	M2
Spagna	<3	entro il 1997	BC	CPI		ALP, AEC
Svezia	2 ± 1	dal 1995	BC	CPI	CPU1/2	-
Finlandia	2	dal 1995	BC	CPIY		-
Australia	2-3	medio termine	BC		CPXI	-
Nuova Zelanda	0-2	dal 1993	G/BC	CPIX		-

¹ Tassi annui, in percentuale. Per l'Italia, l'obiettivo per il 1995 è il 2,5%. Per la Spagna, è stato fissato un obiettivo del 3,5-4% per gli inizi del 1996. ² Per il Regno Unito, fine dell'attuale legislatura (al più tardi, maggio 1997); per il Canada verrà fissato un obiettivo coerente con la stabilità dei prezzi a partire dal 1998; per l'Australia, tasso medio d'inflazione nell'arco del ciclo. ³ G = Governo; BC = banca centrale; per il Canada e la Nuova Zelanda, accordo fra il Governatore della banca centrale e il Ministro delle Finanze. ⁴ RPIX = variazione su dodici mesi dei prezzi al dettaglio esclusi gli interessi ipotecari; RPIY = RPIX escludendo le imposte indirette; CPI = variazione su dodici mesi dei prezzi al consumo; CPIXF = CPI escludendo taluni generi alimentari, prodotti energetici e variazioni delle imposte indirette; PCD = deflatore dei consumi delle famiglie, variazione annua media; CPU1 = CPI escludendo le imposte indirette e i sussidi, i costi indiretti delle abitazioni occupate dai proprietari e gli effetti del deprezzamento della corona; CPU2 = CPU1 escludendo combustibile da riscaldamento e carburanti; CPIY = CPI corretto per le imposte indirette, i sussidi e i costi di capitale delle abitazioni; CPXI = componenti di base di CPI (corrette per i tassi d'interesse e varie altre voci); CPIX = CPI escludendo i costi finanziari delle abitazioni. ⁵ M0 = base monetaria ampia; AEC = obiettivo di cambio nel quadro degli AEC; ALP = attività liquide in mano al pubblico. Tabella IV.4

Un problema di carattere generale che comporta la pubblicazione di obiettivi quantitativi in termini di inflazione riguarda la difficoltà di valutare l'impatto della politica monetaria sull'inflazione stessa, nonché l'incidenza di altri fattori sull'andamento dei prezzi nel breve periodo. Di conseguenza, non è affatto certo che le banche centrali riescano sempre a mantenere l'inflazione entro i margini ristretti degli obiettivi pubblicati. Vi è pertanto un certo rischio che un eventuale insuccesso pregiudichi la credibilità. Nei paesi in cui l'obiettivo di inflazione è stato stabilito dalla banca centrale d'intesa con il Governo, l'autonomia della politica monetaria potrebbe essere messa in discussione in caso di cambiamento della politica governativa. Pur senza prendere posizione su tali questioni fondamentali, qui di seguito sono trattati taluni problemi pratici che comporta la prassi recente di adottare obiettivi di inflazione.

Specificazione degli obiettivi

Nella maggior parte dei paesi che impiegano espliciti traguardi di inflazione, l'obiettivo di medio periodo è il conseguimento di un basso tasso d'inflazione definito in termini di prezzi al consumo. Questo indice è disponibile con tempestività, subisce di rado revisioni ed è ampiamente usato come misura dell'inflazione specie nelle contrattazioni salariali. Gli indici dei prezzi al consumo sono in varia misura soggetti a distorsioni verso l'alto derivanti, fra l'altro, da cambiamenti a livello di prodotti o di distribuzione al dettaglio in risposta a variazioni nei prezzi relativi, nonché da una sottostima dei mutamenti di qualità e dei

Possibili svantaggi della pubblicazione di obiettivi finali specifici

Indici dei prezzi utilizzati

benefici provenienti dall'introduzione di nuovi beni. Si potrebbe tener conto di ciò adottando un valore di obiettivo superiore a zero. Gli sforzi tesi a migliorare l'accuratezza delle comuni misure dell'inflazione potrebbero ridurre l'esigenza di compensare simili distorsioni nella definizione degli obiettivi.

Orizzonte temporale

Di norma, l'orizzonte temporale degli obiettivi è di medio periodo. La sua estensione è abbastanza lunga da tener conto dei ritardi con cui agisce la politica monetaria, ma abbastanza corta da incoraggiare una correzione verso il basso delle aspettative inflazionistiche. Un valore puntuale di obiettivo potrebbe fornire un più chiaro riferimento per ridurre tali aspettative; d'altra parte, un intervallo di valori, sebbene normalmente ristretto in rapporto alla variabilità passata dell'inflazione, può in certa misura tener conto dei movimenti dei prezzi di natura transitoria e dell'incertezza nel prevedere l'impatto della politica monetaria sull'inflazione.

Uso di misure dell'inflazione di base e temporanei scostamenti

Il calcolo degli incrementi dei prezzi sull'arco di dodici mesi, come è generalmente previsto nelle specificazioni degli obiettivi, smorza le fluttuazioni di breve periodo, alle quali chiaramente la politica monetaria non dovrebbe reagire. Talune banche centrali escludono dalla misura dell'inflazione posta a obiettivo determinate componenti il cui prezzo ha una spiccata volatilità o è soggetto ad ampie variazioni periodiche che potrebbero non rispecchiare l'equilibrio corrente fra offerta e domanda aggregata. Altre impiegano tali misure corrette unicamente per stimare le tendenze di fondo. Nel Regno Unito, in Australia e in Nuova Zelanda, dove l'onere per interessi ipotecari entra nel calcolo dei costi delle abitazioni occupate dai proprietari ai fini dell'indice dei prezzi al consumo, esso è escluso dalla misura assunta come obiettivo, in quanto direttamente influenzato dalla manovra monetaria. Molte banche centrali aggiustano gli indici dei prezzi onde eliminare gli effetti immediati di modifiche dell'imposizione indiretta. La Banca del Canada, tuttavia, ha annunciato che si opporrà fermamente a una compensazione degli effetti di secondo impatto sul tasso d'inflazione di fondo. In Canada e Nuova Zelanda è prevista in via eccezionale la possibilità di scostamenti temporanei dall'obiettivo, e persino di una sua revisione o sospensione, nel caso di determinati shock dal lato dell'offerta, come forti variazioni nel prezzo del petrolio o di altre materie prime.

Distinzione fra inflazione zero e stabilità dei prezzi

Essendo l'inflazione scesa a livelli relativamente bassi, studi accademici e di altra fonte hanno iniziato ad analizzare la distinzione fra inflazione zero e stabilità dei prezzi. Un obiettivo di inflazione zero basato su una misura accurata della dinamica dei prezzi potrebbe comportare uno slittamento della base qualora vengano compensati nella definizione dell'obiettivo gli effetti una tantum di cambiamenti tributari o di shock esogeni sui prezzi. Nel caso, ad esempio, di sistematici shock contrattivi dal lato dell'offerta, potrebbe esservi una sensibile differenza fra la scelta di un obiettivo di inflazione zero e di un obiettivo di stabilità dei prezzi. Alcuni commentatori hanno sostenuto che i maggiori costi dell'inflazione nelle economie moderne derivano da un'erosione dell'affidabilità della moneta come unità di conto, e che quindi l'obiettivo a più lungo termine dovrebbe essere la stabilità del livello dei prezzi nel lungo periodo. Un'ulteriore argomentazione avanzata è che nel quadro di un credibile obiettivo di stabilità dei prezzi l'aspettativa che le eventuali variazioni dovute a uno shock saranno successivamente invertite potrebbe contribuire a stabilizzare l'economia e lo

stesso livello dei prezzi. Come controargomentazione è stato fatto rilevare che la scelta della stabilità dei prezzi quale obiettivo della politica monetaria comporterebbe talora la necessità di riduzioni del loro livello. Ciò solleva interrogativi circa la flessibilità verso il basso dei prezzi e circa la possibilità che debba aumentare la variabilità di breve periodo dell'inflazione e del prodotto per conseguire tale obiettivo. Poiché un'inflazione zero o la stabilità del livello dei prezzi comporta un cambiamento strutturale (ossia di "regime"), l'esperienza del passato potrebbe non fornire risposte conclusive al riguardo.

Attuazione delle strategie basate su obiettivi di inflazione

Le differenze nell'attuazione delle strategie antinflazionistiche si incentrano sull'uso degli obiettivi intermedi nella conduzione della politica monetaria e sollevano la questione del modo migliore di conseguire i traguardi di inflazione in assenza di tali grandezze di riferimento. In Francia e in Spagna gli obiettivi di inflazione sono sorretti dagli impegni di cambio in seno agli AEC. Sono tuttavia anche utilizzate direttrici a medio termine per la crescita degli aggregati monetari come parametro-guida per le implicazioni della politica monetaria sull'inflazione nel medio periodo. In Nuova Zelanda l'evoluzione del tasso di cambio entro una data fascia-obiettivo serve da principale indicatore delle condizioni monetarie e delle pressioni inflazionistiche, considerata l'importanza che ha l'effetto diretto dei prezzi dei tradables sul livello dell'inflazione interna.

Le banche centrali di Regno Unito, Canada, Svezia e Finlandia aggiustano i tassi d'interesse a breve al fine di realizzare l'obiettivo di inflazione nel medio periodo mediante procedure esplicitamente orientate al futuro usando una varietà di indicatori. Esistono peraltro notevoli differenze quanto al modo in cui tali banche centrali impiegano determinati indicatori. L'approccio seguito dalla Banca del Canada si incentra su stime econometriche dell'influsso esercitato sul processo inflazionistico dagli eccessi di domanda o di offerta, ma fa altresì uso degli aggregati monetari e della crescita della spesa globale come indicatori complementari dei tassi d'inflazione futuri. Sia in Canada che in Svezia, nel breve periodo viene impiegato un "indice delle condizioni monetarie", definito come media ponderata dei tassi d'interesse a breve e del tasso di cambio, per valutare se la politica monetaria è coerente con gli obiettivi posti per la domanda aggregata. La Banca d'Inghilterra utilizza modelli formali e vari indicatori, fra cui i prezzi delle abitazioni, il tasso di cambio e misurazioni dirette dei prezzi e dei costi per prevedere la distribuzione probabilistica dell'inflazione futura, data la politica monetaria in atto. Tali previsioni hanno un peso importante nel valutare l'impostazione della politica monetaria che essa raccomanda al Cancelliere dello Scacchiere.

Nel Regno Unito, così come in Canada, Nuova Zelanda, Spagna e Svezia il livello di attendibilità delle previsioni è analizzato in bollettini periodici sulla politica monetaria e sull'inflazione pubblicati dalla banca centrale. La conoscenza da parte del pubblico del margine di incertezza cui è soggetta la capacità della banca centrale di controllare il tasso d'inflazione è giudicata utile al fine di assicurare che gli inevitabili scostamenti dal valore numerico dell'obiettivo non facciano dubitare del suo impegno in tal senso.

Procedure impiegate per calibrare i tassi d'interesse in funzione della futura dinamica dell'inflazione

Pubblicazione di bollettini sull'inflazione

Compatibilità delle altre politiche con gli obiettivi di inflazione

Le differenze tra i vari paesi quanto alla responsabilità per la fissazione degli obiettivi di inflazione sollevano interrogativi circa le implicazioni che possono avere il mandato istituzionale e l'autonomia della banca centrale per la credibilità della politica monetaria, nonché sul modo in cui può essere realizzato il più ampio consenso politico necessario ad assicurare coerenti politiche di bilancio.

Impegno
dei Governi
agli obiettivi
di inflazione

In Francia e in Spagna la legislazione che ha reso indipendente l'istituto di emissione ha conferito al medesimo un mandato generale a perseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi. In Nuova Zelanda la banca centrale è vincolata per legge all'obiettivo della stabilità dei prezzi, secondo i termini di intese negoziate con il Ministro delle Finanze. Nel Regno Unito l'obiettivo di inflazione è fissato dal Cancelliere dello Scacchiere, mentre in Canada esso è stabilito dalla banca centrale di concerto con il Ministro delle Finanze. In Finlandia il Governo si è impegnato al perseguimento dell'obiettivo posto dalla Banca di Finlandia in connessione con l'annuncio di tagli alla spesa pubblica. In Svezia l'obiettivo è stato concordato all'unanimità dal Consiglio direttivo della banca centrale e poggia su un ampio consenso politico, giacché il Governo e il Parlamento hanno successivamente espresso il proprio sostegno. In Italia, infine, il tasso d'inflazione programmato era stato stabilito dal Governo nel 1992, all'epoca dell'accordo nazionale sul costo del lavoro che aveva abolito l'indicizzazione dei salari, ma è stato in seguito incorporato negli obiettivi fissati dalla Banca d'Italia per M2.

L'impegno generale a perseguire obiettivi di inflazione da parte dei Governi non è stato seguito in tutti i paesi da una pronta adozione di misure di restrizione fiscale. Tuttavia, il fatto di rendere coerenti i prezzi e i salari stabiliti o influenzati dal Governo con gli obiettivi di inflazione ha contribuito in alcuni casi sia a ridurre il disavanzo di bilancio, sia a minimizzare i costi del controllo dell'inflazione in termini di minore prodotto.

Effetti generali
delle strategie
basate su obiettivi
ufficiali di inflazione

In Canada, Nuova Zelanda, Regno Unito, Svezia e Finlandia, l'inflazione è calata più del previsto dopo l'annuncio degli obiettivi, ma in presenza di una ripresa economica inaspettatamente lenta. La questione essenziale che si pone ora è se la credibilità conquistata grazie ai recenti risultati possa contribuire a contenere le aspettative inflazionistiche e a facilitare così una sostenibile ripresa economica non inflazionistica. Occorrerà osservare il comportamento dell'inflazione lungo l'intero ciclo economico prima di poter giudicare l'efficacia degli obiettivi formali nel promuovere una maggiore stabilità dei prezzi.

V. Turbolenza sui mercati obbligazionari

Aspetti salienti

Per gli investitori in obbligazioni e in azioni il periodo sotto rassegna ha segnato un brusco capovolgimento delle sorti. Una sequenza di eventi iniziata al principio del 1994 ha infranto le diffuse aspettative favorite dalle propizie condizioni del mercato negli anni precedenti. Era stato previsto che i rendimenti obbligazionari avrebbero continuato a calare in Europa e sarebbero saliti solo di poco negli Stati Uniti. Invece, essi sono aumentati fortemente quasi ovunque in seguito all'inasprimento della politica monetaria attuato dalla Riserva federale agli inizi di febbraio. Ciò ha comportato perdite di portafoglio fra le più pesanti del dopoguerra e ha arrestato, o addirittura invertito, l'ascesa dei corsi azionari. Si era sperato che la bassa inflazione e il più risoluto impegno antinflazionistico da parte delle autorità monetarie avrebbero ridotto la volatilità dei mercati. Di fatto, questa è cresciuta considerevolmente di pari passo con la salita dei rendimenti. Non solo, fra i paesi più colpiti ve ne sono alcuni con i migliori trascorsi storici e le più favorevoli prospettive in termini di inflazione. In considerazione del vigore delle politiche di aggiustamento strutturale e dei recenti risultati economici, si riteneva che i mercati emergenti avrebbero offerto eccellenti prospettive. Al contrario, la loro performance è risultata fra le più scadenti. Essi non sono sfuggiti ai sussulti del mercato obbligazionario nei primi mesi del 1994 e hanno poi attraversato un periodo particolarmente turbolento, sulla scia della crisi messicana, durante l'ultimo scorcio del 1994 e agli inizi di quest'anno.

L'aumento dei rendimenti obbligazionari, benché non senza precedenti, è stato comunque ingente sulla base dei parametri storici. In certa misura, si è trattato di una reazione di fronte al mutamento delle prospettive economiche, e soprattutto all'inaspettato vigore della ripresa. I paesi con un passato di inflazione relativamente alta e deboli situazioni di bilancio sono risultati essere più vulnerabili. Nondimeno, l'entità e la configurazione internazionale dell'incremento dei rendimenti vanno inoltre viste, almeno in parte, come una correzione rispetto a precedenti livelli insostenibilmente bassi, specie in Europa. Pare inoltre che talune strategie di negoziazione e pratiche contabili abbiano contribuito ad amplificare e propagare l'aggiustamento. Fra di esse spicca in particolare il diffuso ricorso a strategie di leverage.

Nella maggior parte dei paesi la volatilità di breve periodo dei rendimenti obbligazionari ha toccato punte che trovano ben pochi riscontri dagli inizi degli anni ottanta. L'evidenza empirica indica come non sia inusuale un forte aumento della volatilità allorché subentra una fase protratta di calo dei corsi obbligazionari. Tuttavia, se confrontato con episodi analoghi a metà degli anni ottanta, il recente incremento della volatilità mostra una durata eccezionale, e la sua incidenza internazionale appare di più difficile interpretazione. Almeno in parte,

la spiegazione sembra risiedere nella ridotta liquidità del mercato causata dalle forti perdite subite dagli operatori e dal rapido disimpegno degli investitori non residenti da taluni mercati-chiave, segnatamente la Germania. È possibile che anche le pratiche di leverage abbiano avuto un ruolo significativo, amplificando le perdite in rapporto al patrimonio e accentuando così l'impatto delle medesime sulla percezione del rischio e sulla capacità di market-making.

La turbolenza dei mercati obbligazionari nel periodo in esame induce a ritenere che nell'attuale contesto finanziario sia la probabilità di fluttuazioni estreme dei prezzi, sia la portata delle loro conseguenze, possano essere maggiori che in passato. Al fine di cogliere i benefici della liberalizzazione e innovazione finanziaria, limitandone nel contempo i costi potenziali, è necessaria l'applicazione di politiche ai livelli micro e macroeconomico capaci di rafforzarsi vicendevolmente.

Mercati azionari

A fine 1993 i corsi azionari erano alti in rapporto agli utili ...

A seguito dei forti incrementi del 1993, all'inizio dello scorso anno i corsi azionari si situavano a livelli storicamente elevati. Non è inusuale un aumento delle quotazioni azionarie prima di una ripresa economica, sulla scia della tendenza calante dei tassi d'interesse attorno al punto di svolta inferiore del ciclo congiunturale. Nondimeno, data l'intensità del fenomeno, all'epoca erano sorti interrogativi circa la misura in cui i valori osservati fossero compatibili con le prospettive future in termini di utili e con i rendimenti su attività alternative.

I dubbi a riguardo della solidità dei corsi traevano origine soprattutto dalle misure dei rendimenti azionari in raffronto ai parametri storici. In particolare, a fine 1993 il rapporto prezzo/utigli (price/earnings ratio) si trovava a livelli di massimo o quasi in vari paesi industriali (tabella V.1), compresi Stati Uniti e Regno Unito, in cui la ripresa era ormai ben avviata. Una situazione analoga era osservabile nei mercati emergenti, specie in quelli del Sud-Est asiatico.

Rapporto prezzo/utigli ¹							
Paesi	Sett. 1987 ²	Massimo 1983-93		Media 1983-93	Dic. 1993	Dic. 1994	Marzo 1995
		Livello	Data				
Stati Uniti	23	26	Ago. 1992	16	23	17	16
Giappone	70	74	Giu. 1987	44	57	66	59
Germania	15	25	Dic. 1993	14	25	16	13
Francia	14	17	Dic. 1993	12	17	13	11
Italia	15	44	Apr. 1986	17 ³	18	18	18
Regno Unito	18	21	Nov. 1993	14	20	18	17
Canada	20	104 ⁴	Dic. 1993	30	104 ⁴	22	16
Belgio	15	16	Dic. 1993	11	16	15	14
Paesi Bassi	15	16	Nov. 1993	11	16	14	13
Svizzera	14	17	Dic. 1993	11	17	14	15

¹ Rapporto fra quotazione e utile unitario. ² Mese precedente la crisi borsistica mondiale.
³ Febbraio 1986-dicembre 1993. ⁴ Eccezionalmente elevato a causa di utili a bilancio molto bassi o negativi.
 Fonte: Datastream. Tabella V.1

Il quadro appariva tuttavia alquanto differente se i rendimenti azionari erano comparati a quelli di attività alternative. Un utile indicatore della valutazione relativa è il differenziale di rendimento (dividend yield gap) corretto per l'inflazione, calcolato come scarto fra un tasso d'interesse a lungo termine deflazionato e il rendimento azionario in termini di dividendo. Su questa base i valori espressi dal mercato non si discostavano dall'esperienza storica (tabella V.2); anzi, nella maggior parte dei casi essi erano inferiori alla media del decennio precedente.

In presenza di corsi azionari già elevati in rapporto agli utili, ma sostanzialmente in linea con i tassi d'interesse a lungo termine, il fattore-chiave della loro evoluzione futura è parso risiedere nel comportamento dei mercati obbligazionari. Mentre i prezzi delle azioni non avevano praticamente risentito del primo aumento dei rendimenti obbligazionari USA nell'ottobre 1993, essi hanno invece subito un cedimento su scala mondiale nel febbraio 1994, allorché i tassi a lunga sono fortemente saliti negli Stati Uniti e altrove in seguito alla svolta impartita alla politica monetaria americana. Con l'ulteriore ascesa dei rendimenti nella restante parte dell'anno, la performance dei mercati azionari è rimasta mediocre (tabella V.3). Alla fine del primo trimestre di quest'anno gli indici di borsa nei paesi industriali risultavano in genere leggermente diminuiti rispetto al dicembre 1993. Il calo sarebbe stato più marcato se non fosse intervenuto il miglioramento delle prospettive di redditività connesso all'inatteso vigore dell'attività economica negli Stati Uniti e, successivamente, in Europa.

Anche i mercati azionari emergenti hanno pagato le conseguenze della salita dei rendimenti obbligazionari. Fra i centri colpiti per primi e in modo più grave figurano quelli che nel corso del 1993 avevano maggiormente beneficiato degli investimenti esteri, e dove i corsi apparivano comparativamente elevati. Ciò vale anche per diversi mercati del Sud-Est asiatico. Taiwan e Corea hanno fatto registrare andamenti migliori rispetto agli altri mercati della regione, probabilmente anche a causa della loro minore vulnerabilità di fronte agli umori degli

... ma non in rapporto ai rendimenti obbligazionari

Performance mediocre in presenza di rendimenti obbligazionari in aumento

Anche i mercati emergenti sono colpiti

Differenziali di rendimento fra obbligazioni e azioni, in termini reali ¹							
Paesi	Sett. 1987 ²	Massimo 1983-93		Media 1983-93	Dic. 1993	Dic. 1994	Marzo 1995
		Livello	Data				
Stati Uniti	2,4	5,1	Ago. 1983	1,5	0,3	2,2	1,6
Giappone	4,5	5,4	Ago. 1983	3,1 ³	1,2	3,2	3,1
Germania	4,5	5,6	Nov. 1986	2,7	0,4	3,0	3,3
Francia	5,1	5,1	Sett. 1987	2,1	1,0	3,5	2,5
Italia	3,6	4,5	Ago. 1987	2,4	0,5	3,8	4,3
Regno Unito	3,1	4,2	Sett. 1986	0,7	0,5	1,9	1,0
Canada	4,1	6,0	Giu. 1984	2,5	2,5	6,4	3,9
Belgio	3,6	4,4	Dic. 1986	2,0	1,0	3,3	3,1
Paesi Bassi	3,4	3,6	Ott. 1987	1,3	-0,4	1,5	1,4
Svizzera	0,8	2,3	Nov. 1986	-0,6	-0,1	3,3	1,7

¹ Tassi d'interesse a lungo termine meno dividendi azionari meno tasso d'inflazione su dodici mesi. ² Mese precedente la crisi borsistica mondiale. ³ Agosto 1983-dicembre 1993.
 Fonti: Datastream; autorità nazionali. Tabella V.2

Indici azionari							
Paesi	Dic. 1992	Gennaio	Marzo	Giugno	Sett.	Dic.	Marzo 1995
	Dicembre 1993 = 100						
Stati Uniti	93	103	96	95	99	99	107
Giappone	91	113	109	116	110	108	91
Germania	68	96	94	89	89	93	85
Francia	82	103	92	83	83	83	82
Italia	73	107	116	112	111	103	98
Regno Unito	81	104	93	87	90	90	92
Canada	78	105	100	93	101	98	100
Australia	71	106	95	92	93	88	88
Belgio	77	104	99	96	93	94	87
Paesi Bassi	68	104	96	92	96	101	96
Spagna	67	111	99	93	92	88	83
Svezia	66	114	100	98	101	105	104
Svizzera	66	108	97	93	90	92	88
Argentina*	60	110	90	84	98	75	67
Brasile*	52	130	137	106	192	168	114
Cile*	77	121	102	115	137	141	132
Messico	68	107	93	87	106	91	70
Venezuela	91	101	118	124	151	136	124
Corea	78	109	100	108	121	119	108
Hong Kong	46	97	76	74	80	69	72
Malaysia	51	87	75	79	89	76	77
Singapore	63	96	86	92	96	92	86
Taiwan	56	101	87	98	117	117	108
Thailandia	53	89	74	76	88	81	72

* IFC Investable Indexes.
 Fonti: International Finance Corporation (IFC); statistiche nazionali. Tabella V.3

investitori esteri, date le restrizioni poste all'accesso di questi ultimi. In America latina l'indebolimento dei corsi azionari è generalmente intervenuto più tardi, e si è intensificato dopo la crisi messicana nell'ultima parte del 1994 e agli inizi di quest'anno.

Due paesi industriali in cui gli indici azionari sono apparsi meno influenzati dalle tendenze internazionali sono l'Italia e il Giappone. In Italia i corsi hanno avuto un andamento altalenante in reazione ai rapidi mutamenti della scena politica. In Giappone l'evoluzione dei prezzi pare essere stata condizionata da una serie di fattori specifici: le incertezze circa l'approvazione di stanziamenti di bilancio intesi a stimolare l'economia (inizi 1994); la sospensione delle negoziazioni commerciali con gli Stati Uniti (metà febbraio e inizio marzo); la revoca delle restrizioni poste alle nuove emissioni azionarie (settembre); il terremoto di Kobe (gennaio 1995). Nell'arco del periodo il mercato pare essere stato sorretto principalmente da acquisti di non residenti, mentre la domanda degli investitori istituzionali e privati giapponesi è rimasta sotto tono.

A marzo di quest'anno in generale i rapporti prezzo/utigli risultavano leggermente diminuiti rispetto ai livelli di fine 1993. La principale eccezione era

costituita dal Giappone, dove essi erano aumentati nonostante il calo dei corsi. Per converso, apparivano ampliati – in alcuni casi in misura considerevole – i differenziali di rendimento, in conseguenza della limitata risposta dei prezzi delle azioni alla forte crescita dei rendimenti obbligazionari.

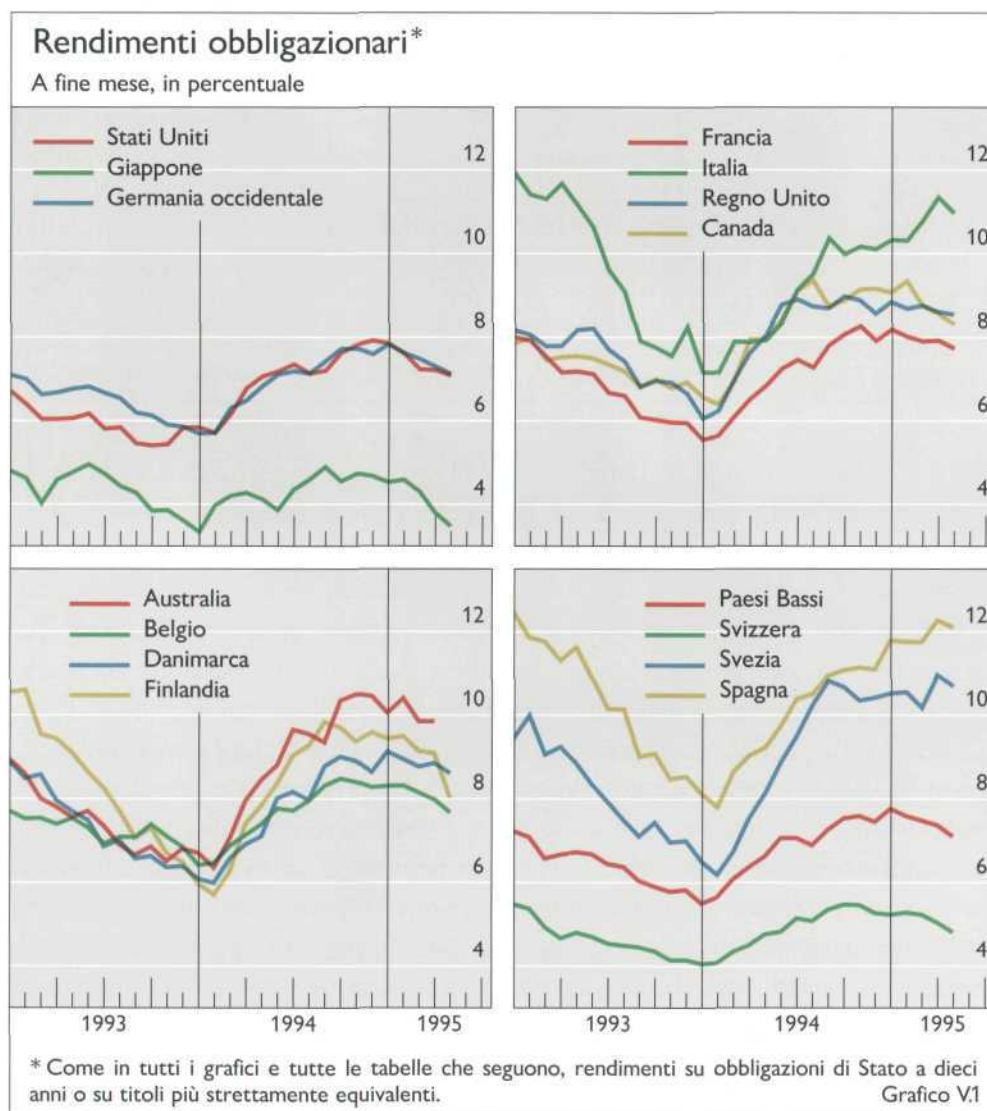
Mercati obbligazionari: tendenze dei rendimenti

Il 1994 è stato un anno particolarmente difficile per gli investitori in obbligazioni. Secondo talune stime, le minusvalenze in conto capitale sui mercati mondiali si situerebbero intorno a \$1 500 miliardi, equivalenti a quasi il 10% del PIL dell'area OCSE. Si tratta della perdita annua più grande da oltre un decennio. Inoltre, essa ha segnato la fine di un lungo periodo di prezzi ascendenti, ha colpito un'ampia gamma di investitori, ha avuto una portata geografica straordinaria e si è prodotta su posizioni con un grado di leva finanziaria relativamente elevato.

Le variazioni dei rendimenti a lungo termine all'origine di tali perdite sono mostrate nel grafico V.1. Fra l'inizio e la fine del 1994 i tassi a lunga nei paesi industriali sono in generale saliti di circa 200–300 punti base. Ai due estremi del campo di variazione si trovano da un lato il Giappone e la Svizzera, con soli

Ingenti perdite sui mercati obbligazionari ...

... in seguito all'impennata dei tassi a lunga



Raffronto tra due mercati obbligazionari ribassisti: sincronismo internazionale						
Paesi	1986-87			1993-94		
	Minimo rendimenti	Anticipo mercato USA ¹	Anticipo tasso-guida USA ^{2,3}	Minimo rendimenti	Anticipo mercato USA ¹	Anticipo tasso-guida USA ²
	Data	in mesi		Data	in mesi	
Stati Uniti	Ago. 1986	-	- 7	Ott. 1993	-	- 3
Giappone	Mag. 1987	9	2	Dic. 1993	2	- 1
Germania	Apr. 1986	- 4	- 11	Gen. 1994	3	0
Francia	Ago. 1986	0	- 7	Gen. 1994	3	0
Italia	Gen. 1987	5	- 2	Gen. 1994	3	0
Regno Unito	Apr. 1986	- 4	- 11	Dic. 1993	2	- 1
Canada	Mar. 1987	7	0	Gen. 1994	3	0
Belgio	Ago. 1986	0	- 7	Gen. 1994	3	0
Danimarca	Apr. 1986	- 4	- 11	Gen. 1994	3	0
Finlandia	Mar. 1986	- 5	- 12	Gen. 1994	3	0
Paesi Bassi	Ago. 1986	0	- 7	Gen. 1994	3	0
Spagna	Ott. 1986	2	- 5	Gen. 1994	3	0
Svezia	Ott. 1986	2	- 5	Gen. 1994	3	0

¹ Divario temporale fra il minimo nel mercato USA e il minimo nel rispettivo mercato. ² Divario temporale fra il minimo del tasso-guida USA e il minimo nel rispettivo mercato. Sulla base del mese che precede l'inasprimento monetario (ossia rispettivamente marzo 1987 e gennaio 1994). ³ Se si assume il settembre 1986 come data di riferimento, il divario deve essere accresciuto di cinque mesi.

Tabella V.4

120 punti circa, e dall'altro la Svezia, l'Italia e la Spagna, dove l'incremento si è situato fra i 300 e i 400 punti. Se si prescinde dall'Italia e dalla Svezia dove è proseguito l'aumento, nel primo trimestre del 1995 i rendimenti sono rimasti pressoché stabili o sono calati. L'entità e la configurazione geografica del movimento non sono state però tali da modificare il quadro complessivo. Fa eccezione il Giappone, dove alla fine del periodo i rendimenti erano ridiscesi all'incirca al loro livello iniziale.

I tassi a lungo termine negli Stati Uniti avevano toccato il punto di svolta inferiore già nell'ottobre 1993; quelli nel Regno Unito e in Giappone nel dicembre dello stesso anno. Tutti gli altri mercati hanno raggiunto il proprio minimo nel gennaio 1994. Febbraio ha segnato in tutti i paesi l'inizio di una fase di forte crescita, di cui è stato foriero il brusco incremento dei tassi statunitensi. L'ascesa dei rendimenti obbligazionari non si è distribuita in modo uniforme durante la restante parte dell'anno, essendosi per lo più concentrata nei tre mesi terminanti alla fine di aprile. Infatti, a quell'epoca in genere si era già prodotta oltre la metà della correzione intervenuta nel corso dell'intero anno. Nella maggior parte dei paesi i tassi hanno toccato il culmine agli inizi di novembre.

Anche il grado di sincronismo della variazione dei rendimenti fra i diversi mercati nazionali non è stato costante durante il periodo. Esso è risultato massimo nella fase iniziale di ascesa. Fra i primi di maggio e il principio di settembre i tassi a lunga sono leggermente discesi negli Stati Uniti, mentre hanno proseguito la loro salita altrove, benché generalmente a un ritmo più lento, tranne che in Italia e Svezia, dove l'aumento si è accelerato. Una flessione temporanea in Giappone nella primavera non ha trovato eco negli altri mercati.

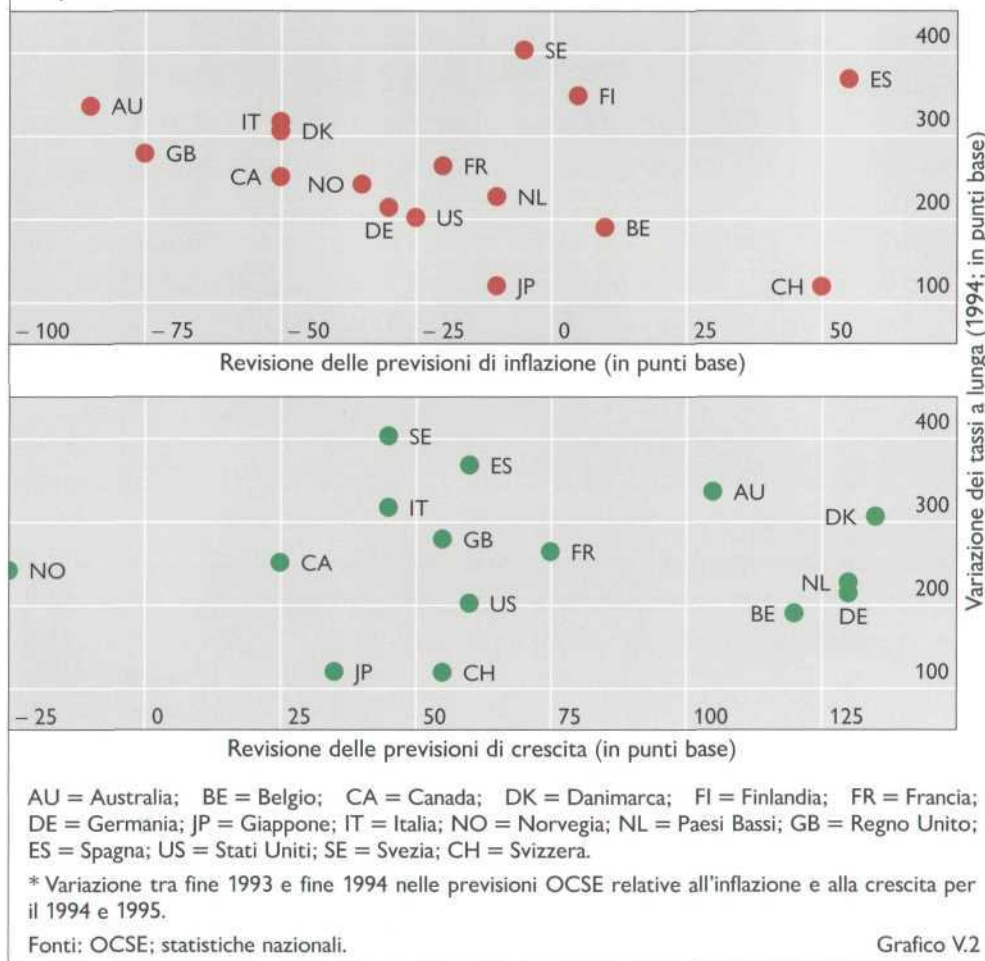
Variazione dei rendimenti obbligazionari a seguito di inasprimenti della politica monetaria USA

Data	US	JP	DE	FR	GB	NL
	Variazione su quattro giorni, in % della variazione del tasso-guida USA ¹					
8 aprile 1987 ²	180	-24	20	24	72	16
30 marzo 1988	48	-84	8	-4	-56	-12
4 febbraio 1994 ²	44	-28	84	44	100	64

Nota: per la legenda delle sigle nazionali, si veda il grafico V.2.
¹ Aumento di 25 punti base in tutti e tre i casi. ² Mutamento nell'indirizzo di politica monetaria USA.
 Fonti: Datastream; autorità nazionali. Tabella V.5

Sebbene ragguardevole, l'entità dell'aumento non è senza precedenti. Analoghe variazioni nell'arco di tre mesi si erano già prodotte verso la fine degli anni settanta e agli inizi degli anni ottanta. E benché l'aggiustamento verso l'alto intervenuto nell'arco dell'intero anno trovi meno esempi nel passato, neanche esso è stato del tutto anomalo rispetto all'esperienza storica. Lo stesso vale per la sintonia dei movimenti fra i vari mercati. Quanto meno su base mensile o settimanale, nel 1994 le correlazioni fra le variazioni dei tassi a lungo

Aumento dei rendimenti obbligazionari e revisione delle aspettative di inflazione e di crescita*



Caratteristiche atipiche dell'aumento

termine USA e quelle degli altri paesi non si sono discostate di molto dai valori osservati in precedenza.

Purtuttavia, i recenti sviluppi sono rimarchevoli per diversi aspetti. Anzitutto, il forte aumento dei tassi ha avuto luogo in presenza di un'inflazione persistentemente bassa e ancora calante, mentre gli analoghi incrementi verificatisi negli ultimi anni settanta e nel primo scorcio del decennio seguente si erano iscritti in un contesto inflazionistico. In secondo luogo, l'inizio della tendenza ribassista nei vari mercati è stato assai più sincrono che in passato. Dagli anni settanta era accaduto in una sola occasione, intorno al 1986-87, che una tale svolta dei rendimenti obbligazionari si fosse prodotta su scala mondiale. Ma allora, la dispersione dei punti di minimo era stata assai più alta, nonostante la maggiore uniformità nella posizione ciclica delle economie (tabella V.4). Infine, lo scorso anno è stata la prima volta che si è instaurato un mercato al ribasso in così tanti paesi diversi in seguito a un inasprimento della politica monetaria americana (il 4 febbraio 1994). Si aggiunga che tale inasprimento non è stato imitato immediatamente dagli altri paesi, giacché le banche centrali europee hanno continuato ad allentare le condizioni monetarie e queste sono rimaste sostanzialmente invariate in Giappone. In effetti, se si prescinde dal Giappone, l'intensità della reazione dei tassi a lungo termine negli altri paesi di fronte all'iniziativa della Riserva federale è apparsa atipicamente forte, più forte di quella degli stessi rendimenti USA (tabella V.5).

Tre spiegazioni complementari dell'aumento dei rendimenti:

A spiegazione degli sviluppi dello scorso anno sono state avanzate tre ipotesi complementari. In primo luogo, l'aumento dei tassi a lungo termine potrebbe essere dovuto a una reazione ben fondata dei mercati al mutare delle condizioni economiche fondamentali, come l'inflazione, la crescita del prodotto e l'orientamento di politica monetaria. In secondo luogo, è possibile che esso abbia rappresentato una correzione di precedenti eccessi speculativi che avevano portato i tassi a livelli insostenibilmente bassi. In terzo luogo, l'aumento

Raffronto tra due mercati obbligazionari ribassisti: revisioni delle aspettative									
Paesi ¹	Revisione delle previsioni di:				Paesi ¹	Revisione delle previsioni di:			
	crescita		inflazione			crescita		inflazione	
	1987 ²	1994	1987 ²	1994		1987 ²	1994	1987 ²	1994
	in punti percentuali					in punti percentuali			
US	-1,25	0,80	1,00	-0,40	AU	-1,00	1,20	0,75	-1,60
JP	2,25	0,50	-0,50	-0,10	BE	-0,25	1,40	1,00	-0,10
DE	-1,50	2,00	0,75	-0,60	DK	-3,25	2,20	2,75	-0,90
FR	-1,25	1,10	0,75	-0,60	FI	1,25	3,80	0,25	0,30
IT	-0,25	0,50	1,75	-1,00	NL	0,75	1,90	-1,25	-0,10
GB	1,00	0,60	1,00	-0,80	ES	1,25	0,90	-1,00	0,40
CA	1,00	0,40	1,75	-1,20	SE	0,75	0,80	0,50	0,00

Nota: per la legenda delle sigle nazionali, si veda il grafico V.2.
¹ In Norvegia e in Svizzera i rendimenti sono rimasti stabili o hanno subito un calo. ² Sulla base delle previsioni OCSE alla data più vicina al punto di minimo. Per la collocazione temporale di quest'ultimo si veda la tabella V.4.
 Fonte: OCSE.

Tabella V.6

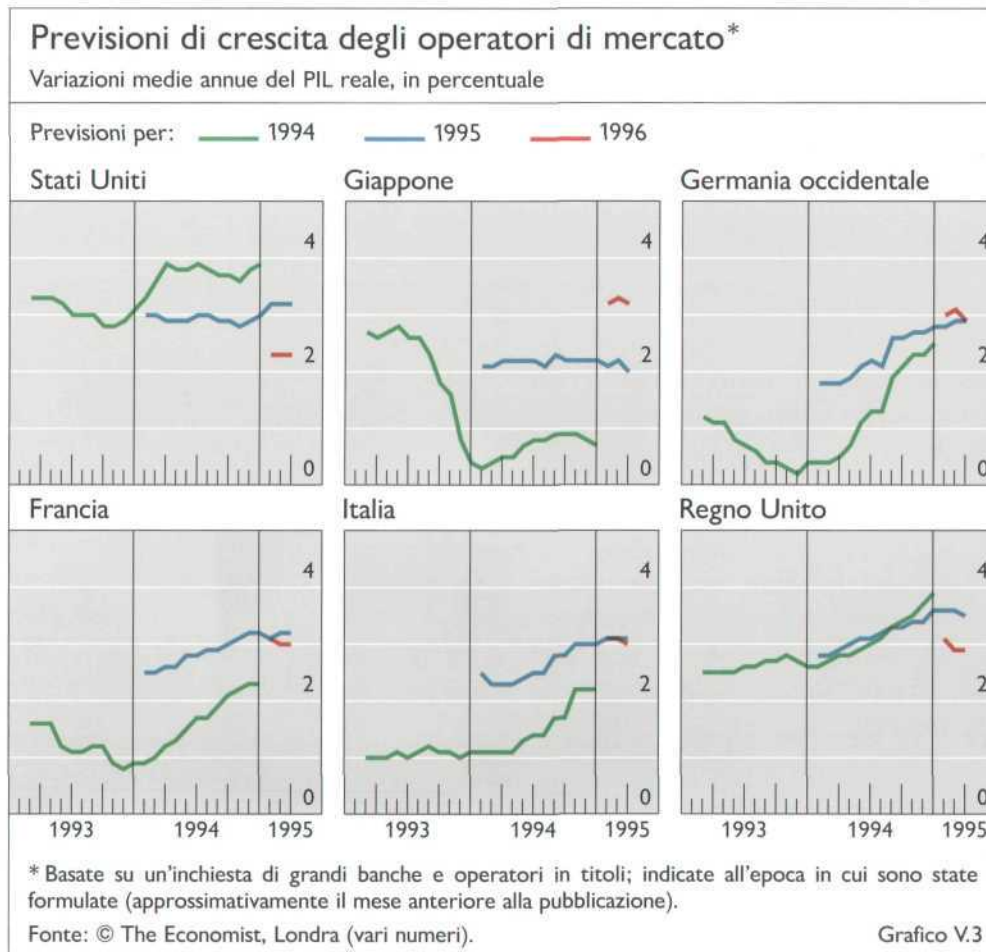
potrebbe essere stato esacerbato da fattori istituzionali, e segnatamente da particolari strategie di negoziazione che hanno sottoposto a eccessive sollecitazioni i meccanismi del mercato e amplificato la reattività dei prezzi al variare del contesto economico.

Una serie di eventi nel corso dell'anno ha probabilmente indotto gli investitori a modificare la propria valutazione circa i livelli congrui dei tassi a lungo termine: la prima ipotesi. In Giappone, anteriormente all'inasprimento delle condizioni monetarie statunitensi, una forte ripresa del mercato azionario aveva fatto nascere dubbi a riguardo di un ulteriore allentamento della politica monetaria, e si era avuta notizia che il Trust Fund del Ministero delle Finanze avrebbe revocato il proprio programma di acquisti di obbligazioni di Stato. Negli Stati Uniti, alla restrizione monetaria hanno fatto seguito in febbraio e in marzo segnalazioni indicanti che l'attività economica, e presumibilmente le spinte inflazionistiche, stavano accelerando più di quanto ci si fosse aspettato. Pressoché alla stessa epoca, anche nel Regno Unito sono apparsi dati che evidenziavano una crescita più forte del previsto. In Germania, l'annuncio, ai primi di marzo, di una rapida espansione di M3 è intervenuto dopo un allentamento inaspettatamente contenuto della politica monetaria verso metà febbraio. Nella primavera sono emerse più diffuse indicazioni che la ripresa dell'attività economica in Europa era iniziata prima e procedeva a ritmo più sostenuto di quanto si pensasse in origine. Nel corso dell'anno le incertezze politiche e di bilancio hanno offuscato le prospettive per gli investitori in un certo numero di paesi, fra cui in particolare Canada, Italia e Svezia.

cambiamento di grandezze fondamentali...

Raffronto tra due mercati obbligazionari ribassisti: relazione con l'inflazione									
Paesi	Epi- sodio (decen- nio)	Anti- cipo ¹ in mesi	Rendimenti nominali			Rendimenti deflazionati ²			Livello iniziale in punti perc.
			Variazione dopo			Variazione dopo			
			1 mese	6 mesi	1 anno	1 mese	6 mesi	1 anno	
			in punti base						
US	80	4	50	24	205	32	-29	-66	5,4
	90	7	40	162	238	47	201	252	2,7
JP	80	-4	87	141	96	55	66	75	3,8
	90	7	63	101	119	44	149	157	2,3
DE	80	8	50	72	12	50	132	2	5,9
	90	>12	59	142	190	69	198	308	2,3
FR	80	0	24	127	228	-1	-15	78	5,6
	90	2	48	155	225	58	175	246	4,0
IT	80	5	6	112	51	37	121	5	5,3
	90	6	17	208	319	18	265	354	3,0
GB	80	4	33	234	24	53	235	-3	5,3
	90	9	17	284	278	1	311	299	3,4
CA	80	-2	116	266	137	76	234	135	4,1
	90	9	55	297	295	163	413	365	5,1

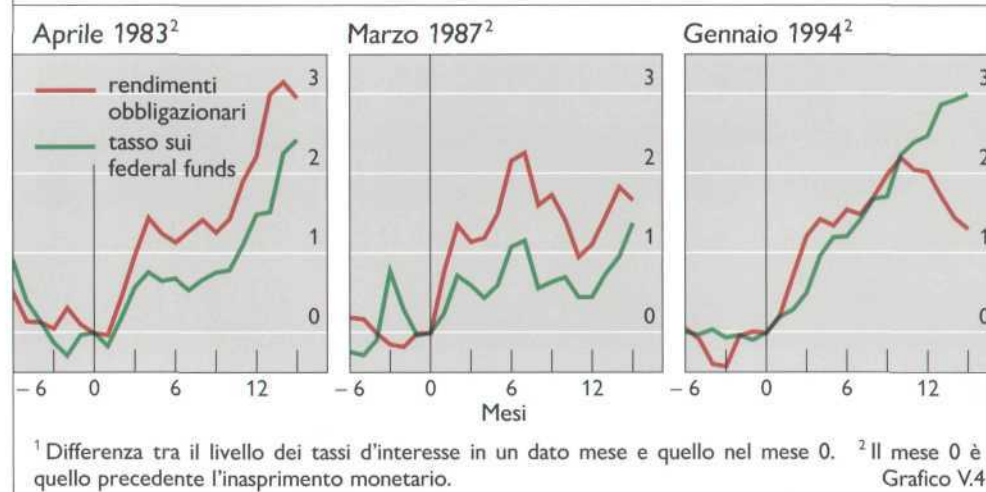
Nota: per la legenda delle sigle nazionali, si veda il grafico V.2.
¹ Divario temporale fra il minimo dei rendimenti e il minimo dell'inflazione. ² Rendimenti obbligazionari meno inflazione su dodici mesi dei prezzi al consumo (per il Regno Unito, esclusi gli interessi ipotecari).
 Tabella V.7



In linea di massima, la configurazione internazionale della salita dei rendimenti è coerente con la medesima ipotesi (grafico IV.8). Vi è infatti una sostanziale corrispondenza fra l'entità dell'aumento e la presenza di condizioni economiche che possono accrescere la vulnerabilità di un paese di fronte a un deterioramento nella fiducia degli investitori. L'aumento dei rendimenti è stato comparativamente maggiore nei paesi con un tasso d'inflazione mediamente più elevato durante il precedente decennio o con una precaria situazione delle finanze pubbliche. Un passato di risultati relativamente mediocri nel combattere l'inflazione viene facilmente percepito come un segno che la futura dinamica dei prezzi sarà più sensibile a un'accelerazione dell'attività economica. In particolare, esso può minare la credibilità dell'impegno delle autorità monetarie a controllare le spinte inflazionistiche emergenti. Per la stessa ragione, può suscitare sfavorevoli aspettative a lungo termine per la valuta del paese in questione. In effetti, emergerebbe un quadro analogo qualora si considerassero i trascorsi storici in termini di tasso di cambio. Gli squilibri di bilancio possono parimenti essere visti come un vincolo gravante sulla capacità di più lungo periodo delle autorità monetarie di perseguire un fermo orientamento antinflazionistico. Per i paesi aderenti agli AEC, in particolare, essi possono altresì essere considerati come un barometro dei tempi o della probabilità di un loro ingresso nell'Unione monetaria. Inoltre, laddove è più grande il pericolo di un'accumulazione insostenibile del debito, tali squilibri possono suscitare timori di potenziali insolvenze presso gli operatori del mercato.

Raffronto tra mercati obbligazionari USA ribassisti: relazione con il tasso-guida

In punti percentuali¹



Sebbene il differente grado di vulnerabilità dinanzi al mutare delle condizioni economiche possa contribuire a spiegare la dimensione *relativa* dell'aumento dei rendimenti nei vari paesi, non è tuttavia evidente che l'apparizione di nuovi dati economici basti a giustificare l'intensità *media* della reazione. Di fatto, all'epoca molti osservatori furono sorpresi dalla portata dell'aumento, specie nella fase iniziale, considerato che il quadro economico appariva sostanzialmente stabile.

A spiegazione dell'ascesa dei tassi d'interesse non può essere addotto un cambiamento delle aspettative inflazionistiche nel *breve periodo*, ad esempio su un arco temporale di due anni. Vi sono infatti solidi indizi che nel corso del 1994 tali aspettative abbiano in genere subito una correzione verso il basso. È quanto emerge dalle revisioni delle proiezioni OCSE (grafico V.2, riquadro superiore). Il quadro non è molto diverso se si considerano le opinioni degli operatori del mercato (Capitolo VI): i pochi casi di aggiustamento verso l'alto si sono avuti soltanto verso la *fine* del 1994. Il grafico V.2 evidenzia altresì come vi sia stata semmai una correlazione perversa a livello internazionale fra le revisioni delle proiezioni inflazionistiche OCSE e la crescita dei rendimenti obbligazionari.

L'anomalia degli sviluppi determinatisi lo scorso anno risalta ancor più se si assume come termine di paragone la precedente fase di ribasso generalizzato dei corsi negli anni ottanta. Allora le revisioni delle aspettative inflazionistiche a breve termine erano state per lo più al rialzo (tabella V.6). Inoltre, in netto contrasto con l'episodio più recente, l'aumento dei rendimenti aveva seguito dappresso l'andamento dell'inflazione (tabella V.7). In particolare, il punto di minimo dei rendimenti aveva in genere preceduto di pochi trimestri quello dell'inflazione, e a distanza di un anno la risalita dell'inflazione aveva neutralizzato in gran parte, o interamente, l'aumento dei rendimenti. Nel periodo recente, dopo un analogo intervallo di tempo una tale compensazione è ben lontana dall'essersi prodotta. L'evidenza statistica di più lungo periodo per gli Stati Uniti indica peraltro che la vicinanza fra il punto di minimo dei rendimenti obbligazionari e quello dell'inflazione è una caratteristica ricorrente dell'inizio di mercati al ribasso.

... come le aspettative di inflazione a breve termine...

... e di crescita economica...

Gli indizi a favore dell'ipotesi di una mutata percezione delle condizioni economiche fondamentali sono assai più consistenti ove l'aumento dei rendimenti sia posto in relazione con l'annuncio di nuovi dati sulla crescita del prodotto, un potenziale segnale di inflazione al di là dell'orizzonte di due anni (Capitolo II) o di maggiori pressioni sulle risorse reali, e quindi di più elevati tassi d'interesse reali. Sia le proiezioni OCSE sia le aspettative degli operatori del mercato a riguardo della crescita cumulativa nel 1994 e nel 1995 sono state corrette verso l'alto nel corso del 1994 (grafico V.2, riquadro inferiore, e grafico V.3). Ciò contrasta con quanto avvenne nel precedente episodio del 1986-87, giacché allora le prospettive di crescita erano di fatto peggiorate in vari paesi (tabella V.6). Restano comunque taluni interrogativi. Le revisioni delle proiezioni di crescita per le varie economie non contribuiscono a spiegare la configurazione internazionale degli aumenti dei rendimenti (grafico V.2). Inoltre, in Europa, il forte incremento iniziale dei tassi d'interesse è generalmente intervenuto prima che emergessero indicazioni dirette di una ripresa più vigorosa del previsto. E quanto agli Stati Uniti, paese in cui ha preso avvio l'ascesa mondiale dei rendimenti, gli operatori non sembrano aver corretto le loro aspettative di crescita per il 1995 se non nell'ultimo scorcio dell'anno, e anche allora soltanto in misura modesta.

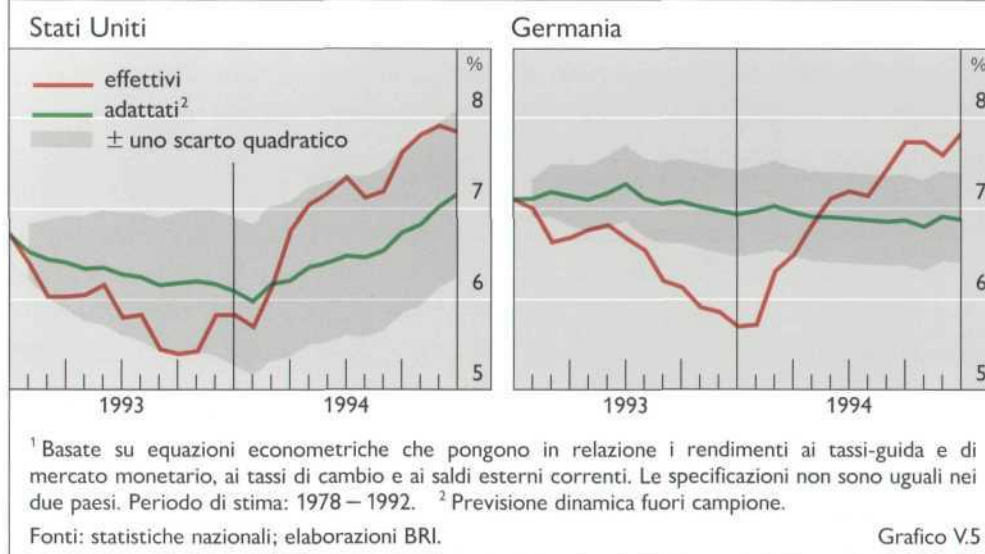
... e orientamento di politica monetaria;

Altrettanto contrastanti sono le indicazioni concernenti l'impatto del cambiamento delle condizioni monetarie. Sebbene considerevole, l'aumento dei rendimenti obbligazionari USA nel 1994 non appare atipico rispetto a quelli intervenuti in passato in seguito a una svolta nell'orientamento di politica monetaria (grafico V.4). L'inasprimento era un segnale inequivocabile che in futuro i tassi a breve sarebbero cresciuti ulteriormente; per contro non è chiaro in quale misura esso possa aver sorpreso gli operatori del mercato. Vi sono indizi che una restrizione era attesa da tempo (Capitolo IV) e, d'altra parte, essa è stata di entità comparabile a quella di precedenti strette monetarie. Ma, soprattutto, è difficile spiegare l'intensità della reazione dei rendimenti obbligazionari al di fuori degli Stati Uniti, date le differenze in termini di posizione ciclica e di condizioni monetarie interne.

Tassi d'interesse a lungo termine corretti per l'inflazione ¹							
Paesi	Media 1983-92	Minimo rendimenti ²	Marzo 1995	Paesi	Media 1983-92	Minimo rendimenti ²	Marzo 1995
	in percentuale				in percentuale		
US	5,3	2,7	4,3	AU	6,2	5,0	6,0
JP	4,2	2,3	4,1	AT	5,1	2,8	5,0
DE	5,2	2,0	5,0	BE	6,1	4,1	6,4
FR	5,6	3,7	6,1	DK	6,8	4,2	6,3
IT	5,5	3,0	6,4	NL	5,7	2,4	4,8
GB	4,4	3,4	5,8	ES	5,9	2,8	7,0
CA	5,8	5,1	6,3	SE	5,2 ³	4,6	8,1

Nota: per la legenda delle sigle nazionali, si veda il grafico V.2; AT = Austria.
¹ Rendimenti obbligazionari meno inflazione su dodici mesi dei prezzi al consumo (per il Regno Unito, esclusi gli interessi ipotecari). ² Punto di minimo dei rendimenti obbligazionari nominali a fine 1993-inizio 1994. ³ Dal marzo 1984. Tabella V.8

Rendimenti obbligazionari: relazioni con grandezze economiche fondamentali¹



In sintesi, l'analisi precedente porta a concludere che lo scorso anno i rendimenti obbligazionari non rispondevano soltanto alle grandezze economiche fondamentali, oppure che i mercati finanziari erano divenuti più orientati al futuro, reagendo ai segnali anticipati di sviluppi prefigurabili più avanti nel tempo.

Vi è infatti motivo di credere che parte della spiegazione degli accadimenti del 1994 vada ricercata nell'anno precedente. Vari elementi indicano che l'aumento mondiale dei rendimenti è stato in certa misura un aggiustamento di livelli insostenibilmente bassi: la seconda ipotesi. Anzitutto, in parecchi paesi i rendimenti corretti per l'inflazione apparivano bassi se confrontati al precedente decennio (tabella V.8). In secondo luogo, l'analisi statistica mostra che in certi paesi i rendimenti obbligazionari erano inferiori ai valori che ci si sarebbe potuto attendere sulla scorta delle loro relazioni storiche con le variabili economiche fondamentali (grafico V.5). Nel caso della Germania, mercato di riferimento per l'Europa, durante il 1993 i tassi effettivi risultano notevolmente più bassi dei valori previsti sulla base di equazioni econometriche che cercano di cogliere le suddette regolarità. Per gli Stati Uniti l'esercizio non fornisce indicazioni conclusive in quanto i risultati mostrano una forte sensibilità alle specificazioni parametriche. In terzo luogo, l'entità del calo dei rendimenti nel 1993 contribuisce a spiegare la configurazione internazionale degli aumenti nel 1994 (grafico V.6). Infine, l'ipotesi di tassi a lungo termine eccessivamente bassi verso la fine del 1993 risulta coerente con livelli delle quotazioni azionarie elevati in rapporto agli utili, ma non rispetto ai rendimenti obbligazionari.

correzione di livelli
eccessivamente
bassi...

È ovviamente difficile identificare le forze che potrebbero essere state alla base dell'eccezionale calo dei tassi nel 1993. Nondimeno, è possibile individuare una serie plausibile di incentivi, un importante meccanismo propiziatore e taluni segni di una maggiore tolleranza nei confronti del rischio.

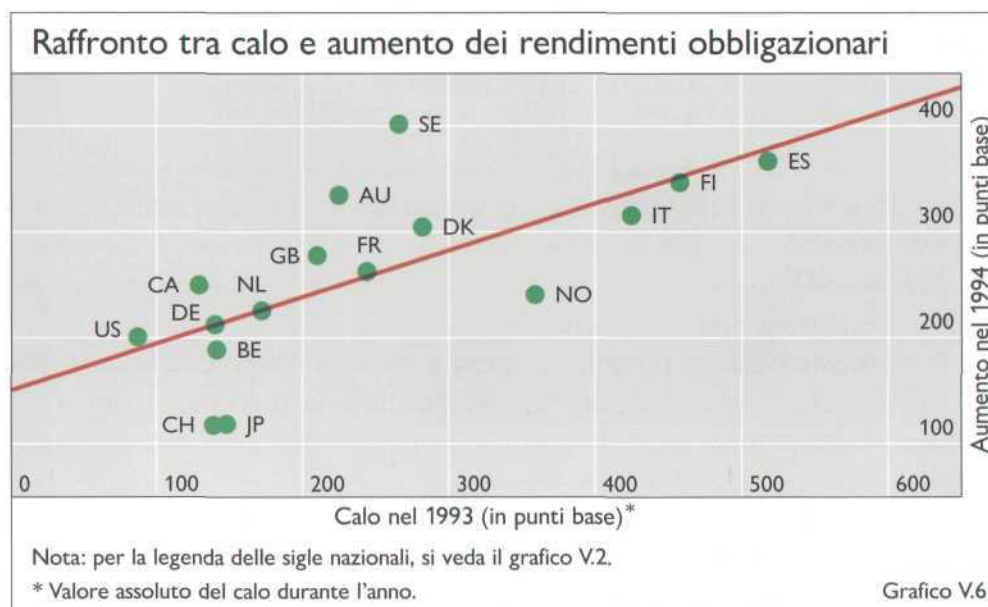
... causati da eccessi
speculativi;

Assai probabilmente, l'incentivo originario è stato l'allettamento costituito dal divario particolarmente ampio e durevole esistente dagli inizi degli anni novanta fra la remunerazione dei titoli obbligazionari e quella degli investimenti a

breve. Negli Stati Uniti tale situazione era resa possibile da una curva dei rendimenti eccezionalmente ripida, in concomitanza con un tasso sui federal funds mantenuto su livelli molto bassi per un periodo eccezionalmente lungo. Fra gli inizi del 1991 e il gennaio 1994 il differenziale è ammontato in media a circa 300 punti base, il valore più alto registrato sull'arco di tre anni nel periodo postbellico. È ben possibile che alla fine del 1993 presso gli operatori del mercato prevalesse ormai un falso senso di sicurezza; in effetti, essi parevano attendersi che i tassi a lunga sarebbero ulteriormente calati in Europa e non avrebbero potuto salire di molto negli Stati Uniti, grazie a una combinazione di consolidamento fiscale e di vigilanza da parte delle autorità monetarie.

Un importante meccanismo che ha favorito il processo è stato l'esteso ricorso a strategie di leverage, mediante cui gli operatori hanno potuto assumere posizioni ingenti con un ammontare relativamente modesto di capitale proprio, sia attraverso l'accensione di prestiti sia con l'utilizzo di strumenti derivati (tabella V.9 e Capitolo VIII). Una pratica molto diffusa a partire dai primi anni novanta, specie negli Stati Uniti, consisteva nel finanziare posizioni a lungo termine mediante indebitamento a breve. Nonostante la loro rilevanza, i cosiddetti "hedge funds" costituivano soltanto uno dei molti tipi di operatori facenti ricorso a tali pratiche. Fra gli altri figuravano le imprese di intermediazione mobiliare e le banche. È naturale che le banche incrementino il proprio portafoglio obbligazionario quando la domanda di credito è debole, ma tali investimenti hanno assunto allora proporzioni ben maggiori che nei cicli precedenti. A seguito del calo dei tassi a lunga negli Stati Uniti, gli operatori hanno rivolto in misura crescente la loro attenzione al Canada e ai mercati europei e latino-americani, alla ricerca di tassi più elevati e di guadagni in conto capitale. Molto spesso il rischio di cambio era coperto, solitamente mediante indebitamento a breve sui mercati locali. In tale contesto hanno avuto particolare rilevanza le operazioni pronti contro termine.

Infine, il diffuso ricorso a pratiche di leverage ha parimenti costituito un segno evidente dell'accresciuta propensione al rischio. Un altro sintomo era



Indicatori di leverage nei mercati obbligazionari internazionali ¹							
Acquisti di obbligazioni	1991	1992	1993	1994			
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
in miliardi di dollari USA							
Stati Uniti	131	99	76	9	-26	-17	-22
Banche commerciali ²	111	105	73	17	-6	-20	-18
Operatori in titoli ²	20	-6	3	-8	-20	3	-4
Regno Unito	19	53	136	-43	-18	0	..
Banche ³ : titoli di Stato	-2	6	16	2	0	-1	3
obbligazioni estere	15	24	52	-5	-1	7	19
GEMMs ⁴ : titoli di Stato	..	..	9	-9	0	-1	..
Operatori in titoli:							
obbligazioni estere	6	23	59	-31	-17	-5	3
Totale	150	152	212	-34	-44	-17	..
<i>Per memoria:</i>							
finanziamento							
interbancario ⁵	7	54	182	-54	-48	-1	17
finanziamento mediante							
PCT ⁶ : Spagna	..	8	24	-8	-8	-4	-2
Svezia	..	..	13	-5	-3	-6	2

¹ Si veda il Capitolo VIII per i dati sui mercati derivati. ² Titoli del Tesoro e di enti federali per le banche e obbligazioni societarie ed estere per gli operatori in titoli. ³ Comprese le building societies. ⁴ Gilt-edged market-makers (operatori primari in titoli di Stato). ⁵ Crediti interbancari sull'estero in moneta nazionale erogati dalle banche situate in Europa, in quanto indicatore dell'andamento delle acquisizioni di obbligazioni da parte di non residenti coperte contro il rischio di cambio. ⁶ Indicatori degli acquisti esteri di obbligazioni di Stato finanziati mediante operazioni pronti contro termine.

Fonti: statistiche nazionali; BRI.

Tabella V.9

individuabile nel restringimento generale degli spreads fra i diversi mercati nel 1993, in particolare in Europa e in America latina, a indicazione di strategie di investimento meno selettive (grafico V.7).

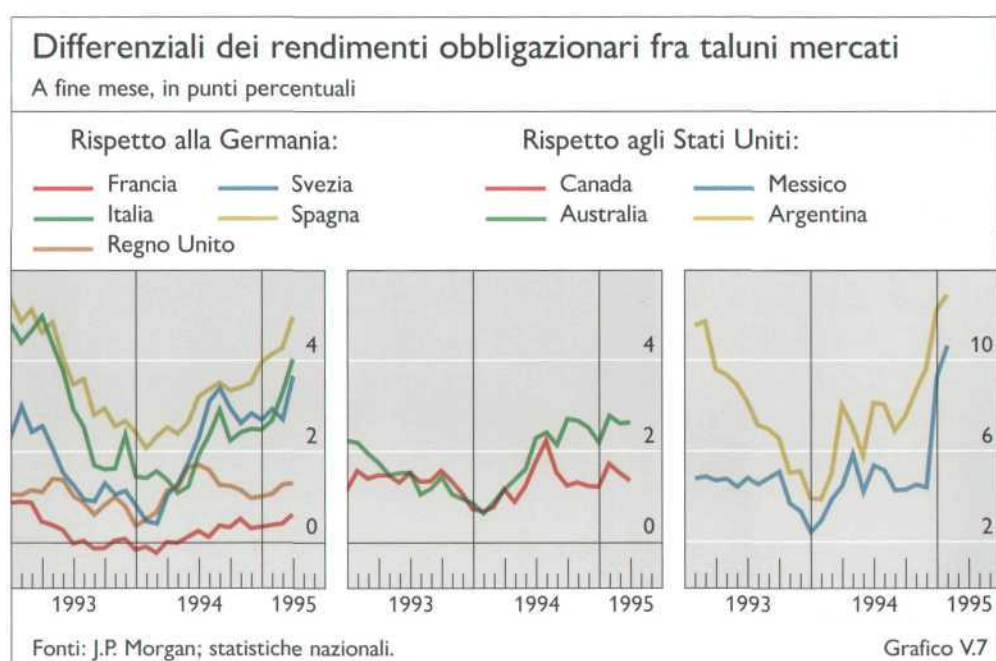
In sintesi, in analogia al "gioco della convergenza" che aveva preceduto la crisi valutaria in seno agli AEC nell'autunno 1992, nell'ultima parte del 1993 la struttura globale dei portafogli era inadatta a sopportare l'arrivo di nuovi dati deludenti, indipendentemente dal significato intrinseco dei medesimi.

In questo contesto di fondo, è possibile che varie caratteristiche istituzionali e pratiche di mercato abbiano amplificato la correzione dei tassi a lungo termine, quanto meno nella fase iniziale: la terza ipotesi. Tra i fattori determinanti figurano ancora una volta le strategie di leverage. Così come avevano aumentato la redditività del capitale in presenza di tassi d'interesse calanti, esse hanno moltiplicato le perdite allorché questi hanno iniziato a salire, acuendo così la percezione del rischio e intensificando le pressioni a liquidare posizioni, in parte anche per far fronte alle chiamate di margini di garanzia addizionali. Un secondo fattore è costituito dalle diffuse procedure di gestione del rischio che attivano vendite automatiche al raggiungimento di determinati valori-soglia al fine di limitare le perdite. Questo effetto è stato probabilmente accentuato dalle pratiche contabili. Poiché a fine anno gli operatori avevano generalmente azzerato i conti economici valutando il portafoglio ai prezzi correnti di mercato, non vi era

fattori istituzionali
e pratiche di
mercato

un gran margine per assorbire le perdite subite nei primi mesi del 1994. Un ultimo fattore è collegato alla dinamica del mercato USA dei titoli assistiti da garanzia ipotecaria che, con un ammontare di pressoché \$1400 miliardi, superano di circa il 30% le disponibilità del settore privato in titoli di Stato decennali. Con l'aumento dei tassi a lunga è diminuita la probabilità di un rimborso anticipato dei mutui ipotecari sottostanti, allungando così la scadenza effettiva (durata finanziaria o "duration") dei titoli corrispondenti. Per coprire la conseguente dissimmetria di scadenze si è resa necessaria la vendita di un ingente volume di obbligazioni di Stato con durata finanziaria corrispondente, determinando così una pressione addizionale al ribasso sui corsi. Si è stimato che fra l'ottobre 1993 e l'aprile 1994 le operazioni di copertura effettuate da operatori primari, gestori di patrimoni e altri investitori siano equivalenti alla vendita di oltre \$300 miliardi di titoli decennali del Tesoro.

Un importante fattore di collegamento dei rendimenti fra i diversi mercati è stato il disimpegno generalizzato degli investitori non residenti, soprattutto statunitensi, che hanno iniziato a liquidare le posizioni accumulate durante il periodo di tassi calanti (si veda più oltre, nonché i Capitoli VI e VIII). In questo contesto hanno parimenti svolto un ruolo significativo le strategie di negoziazione. Le procedure di limitazione delle perdite utilizzate dagli operatori attivi a livello internazionale contemplano solitamente una molteplicità di esposizioni. Parrebbe che le vendite di obbligazioni in Europa siano state innescate dalle perdite subite sulle transazioni yen/dollaro allorché la moneta americana si è deprezzata in seguito alla sospensione delle trattative commerciali USA-Giappone fra la metà di febbraio e i primi di marzo. Più in generale, la pressione in vendita si è concentrata sui mercati e segmenti di mercato giudicati maggiormente liquidi. Nella prima parte di marzo il volume delle contrattazioni sui mercati europei dei futures obbligazionari ha raggiunto livelli record (Capitolo VIII) e nei mercati emergenti le obbligazioni Brady hanno sofferto più dei segmenti meno liquidi.



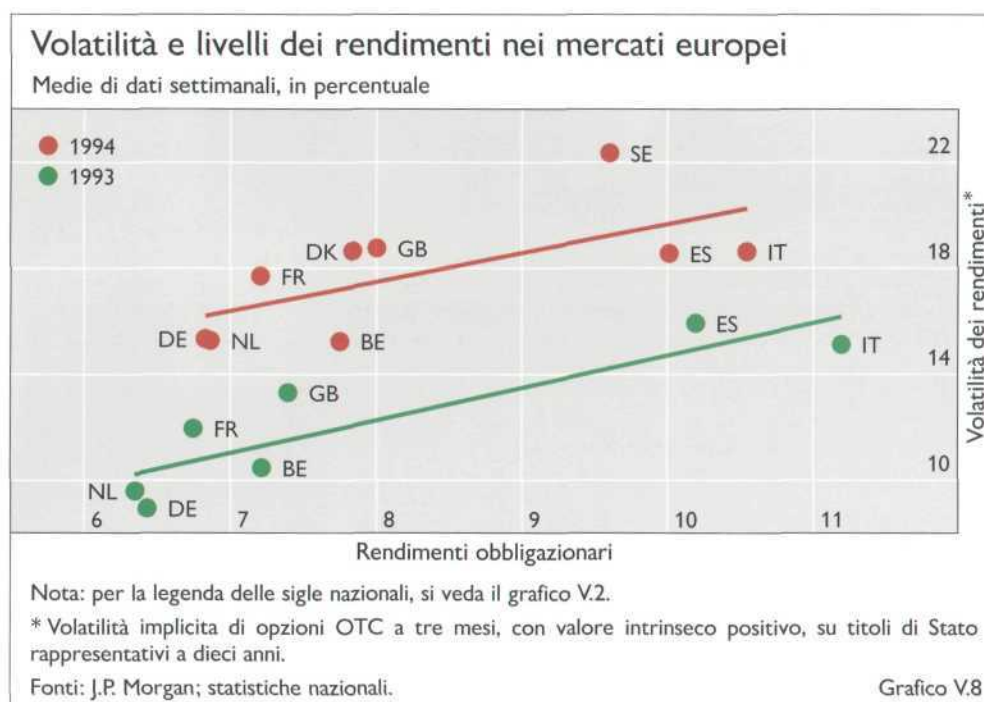
Mercati obbligazionari: volatilità dei rendimenti

Il livello generalmente basso raggiunto dai tassi d'inflazione nel 1993 aveva alimentato l'aspettativa che la volatilità sui mercati obbligazionari sarebbe rimasta contenuta. La correlazione positiva fra la variabilità e il livello dei tassi di riferimento che emerge da un'analisi comparata dei mercati europei fornisce una certa giustificazione a tale assunto (grafico V.8). Poiché i differenziali di rendimento sono in gran parte il riflesso delle aspettative di lungo periodo e degli andamenti passati in termini di inflazione, la relazione indurrebbe a ritenere che le economie a più bassa inflazione beneficino di mercati obbligazionari meno instabili.

Di fatto, le cose sono andate in modo alquanto diverso. L'ascesa generalizzata dei rendimenti nel 1994 si è accompagnata a un forte aumento della loro volatilità (grafico V.9). In generale, questa ha iniziato a crescere in febbraio, in seguito all'aggiustamento verso l'alto dei tassi. La principale eccezione è costituita dal Giappone, dove l'incremento era già avvenuto in gennaio. L'intensità e la persistenza del fenomeno non sono state uniformi nei vari paesi. Misurato dallo scarto quadratico medio delle variazioni percentuali giornaliere su una base di osservazione mobile di tre mesi, l'aumento è stato comparativamente modesto negli Stati Uniti, mentre è risultato particolarmente forte e durevole nei paesi costituenti il nucleo degli AEC, dove alla fine dell'anno la volatilità superava ancora i livelli ante-1994. In Europa la variabilità dei tassi ha toccato l'apice verso la metà dell'anno, all'incirca un mese e un trimestre più tardi che negli Stati Uniti e in Giappone rispettivamente. Il quadro appare simile se si considera la volatilità desunta dalle opzioni OTC a tre mesi su titoli di Stato decennali rappresentativi ("volatilità implicita"), un indicatore, questo, delle aspettative del mercato circa la variabilità dei rendimenti. La principale differenza è che negli Stati Uniti l'aumento appare ancora più modesto. Un raffronto tra la volatilità storica e

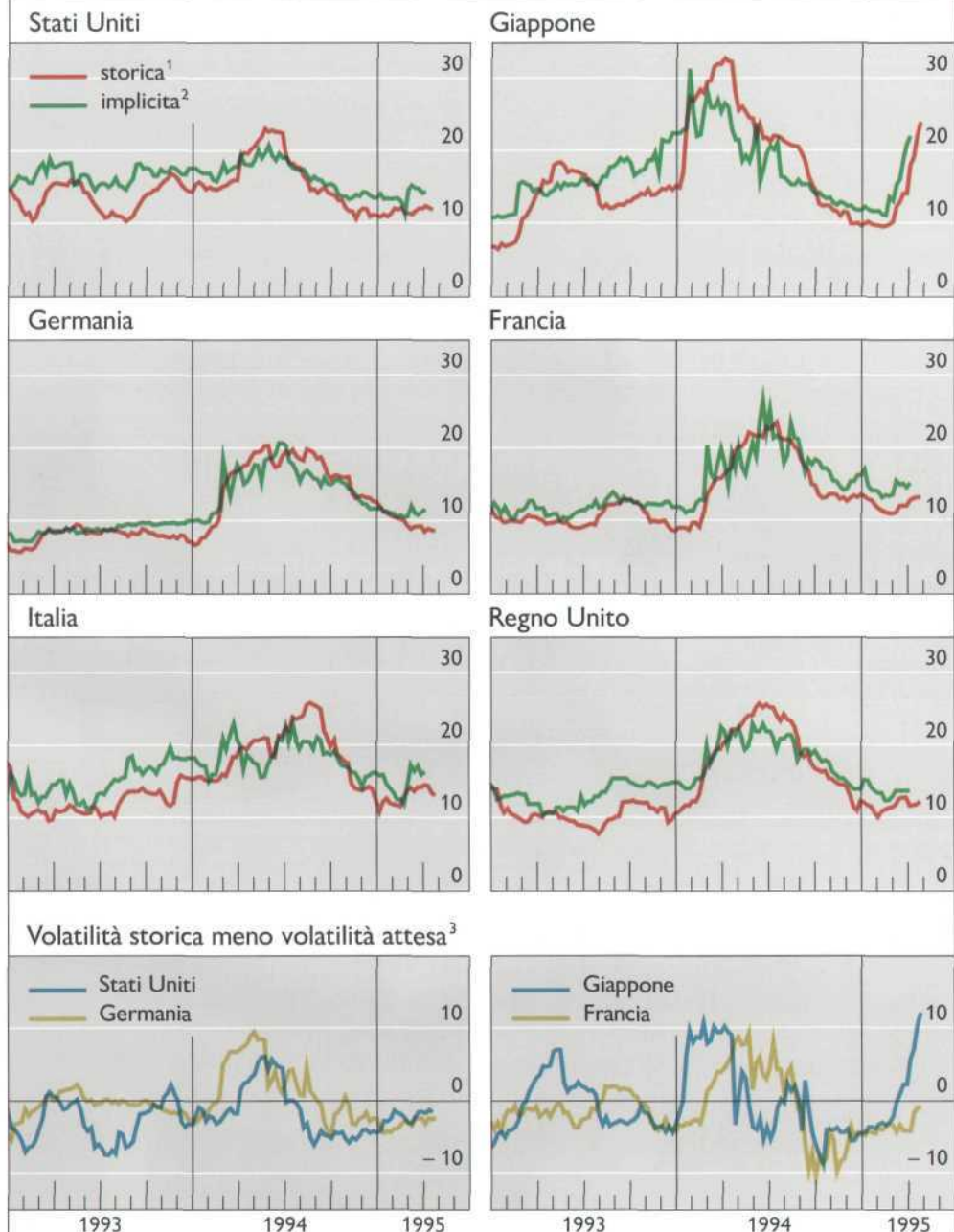
Contrariamente alle aspettative...

... forte aumento della volatilità nel 1994



Volatilità dei rendimenti obbligazionari dal 1993

In percentuale



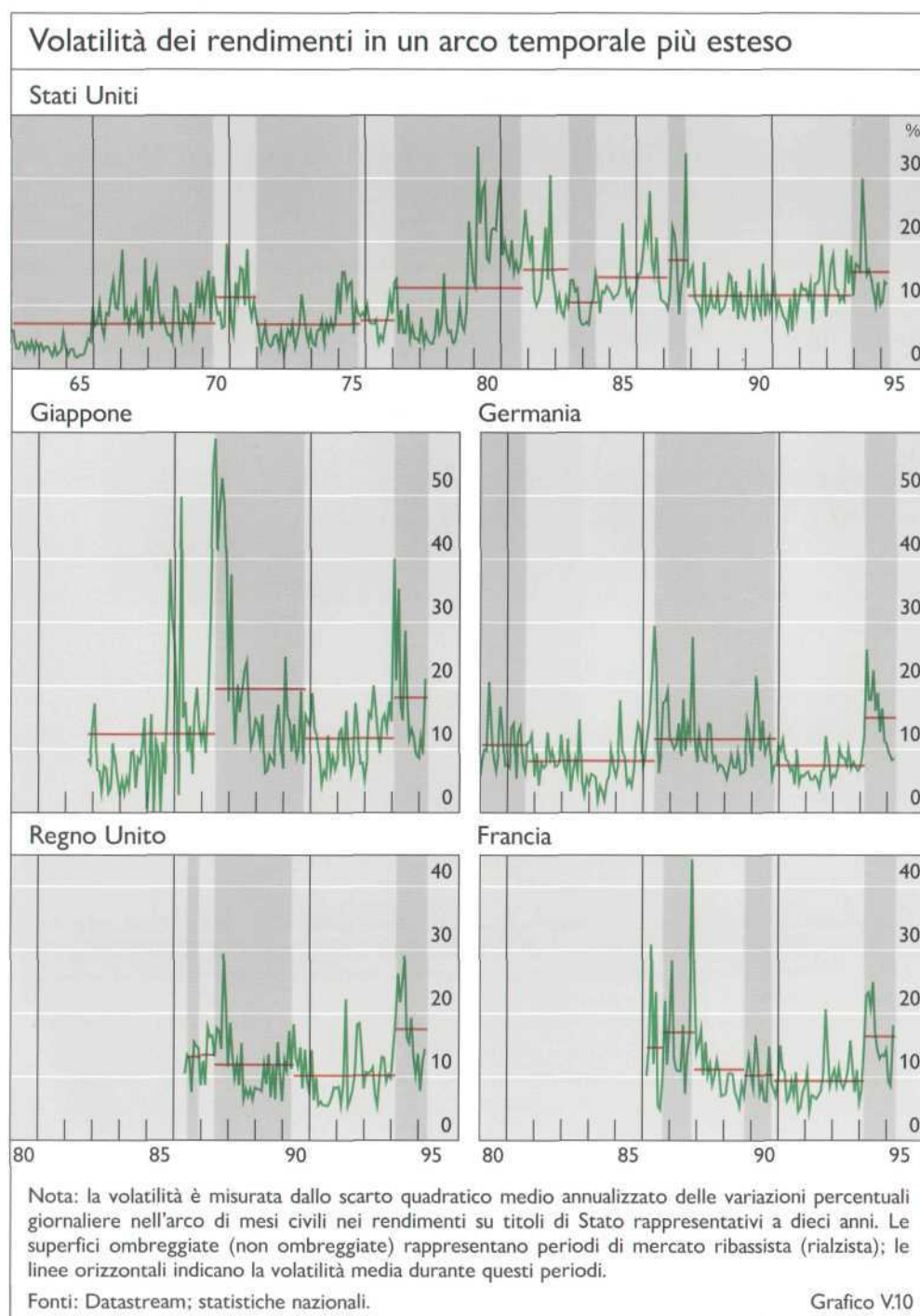
¹ La volatilità storica è misurata dallo scarto quadratico medio annualizzato delle variazioni percentuali giornaliere nei rendimenti obbligazionari calcolato sui precedenti novantuno giorni civili. ² Come definita nel grafico V.8; valori alla data di esercizio del contratto. ³ La volatilità attesa è la volatilità implicita riportata alla data di estinzione del contratto, così da essere allineata con la volatilità storica (ad esempio, il valore per dicembre è pari alla differenza fra la volatilità storica misurata in dicembre e la volatilità implicita misurata in settembre).

Fonti: Datastream; J.P. Morgan; statistiche nazionali.

Grafico V.9

quella attesa sembra indicare che originariamente gli operatori non avevano previsto le condizioni di turbolenza e che in seguito ne hanno sovrastimato la durata. Il profilo si presenta omogeneo fra i diversi paesi. Esso evidenzia che le aspettative del mercato sono fermamente ancorate al comportamento della volatilità nel passato prossimo e vengono corrette solo lentamente.

In una prospettiva temporale di più lungo periodo, risaltano ancora più chiaramente la dimensione dell'aumento della volatilità nel 1994 e la sua inconsueta incidenza geografica. I dati statistici disponibili mostrano come questo aumento rappresenti il terzo episodio mondiale di tale portata dagli inizi degli anni ottanta (grafico V.10). I primi due si erano prodotti rispettivamente agli inizi di quel decennio e in corrispondenza della crisi borsistica del 1987. Lo scorso anno, la variabilità ha fatto registrare un livello e una persistenza quasi senza precedenti in alcuni dei paesi con i più bassi tassi d'interesse e con le migliori esperienze e prospettive in termini di inflazione, come la Germania e i Paesi Bassi. In Europa generalmente essa è anche stata più alta che all'epoca delle crisi valutarie del 1992 e 1993.



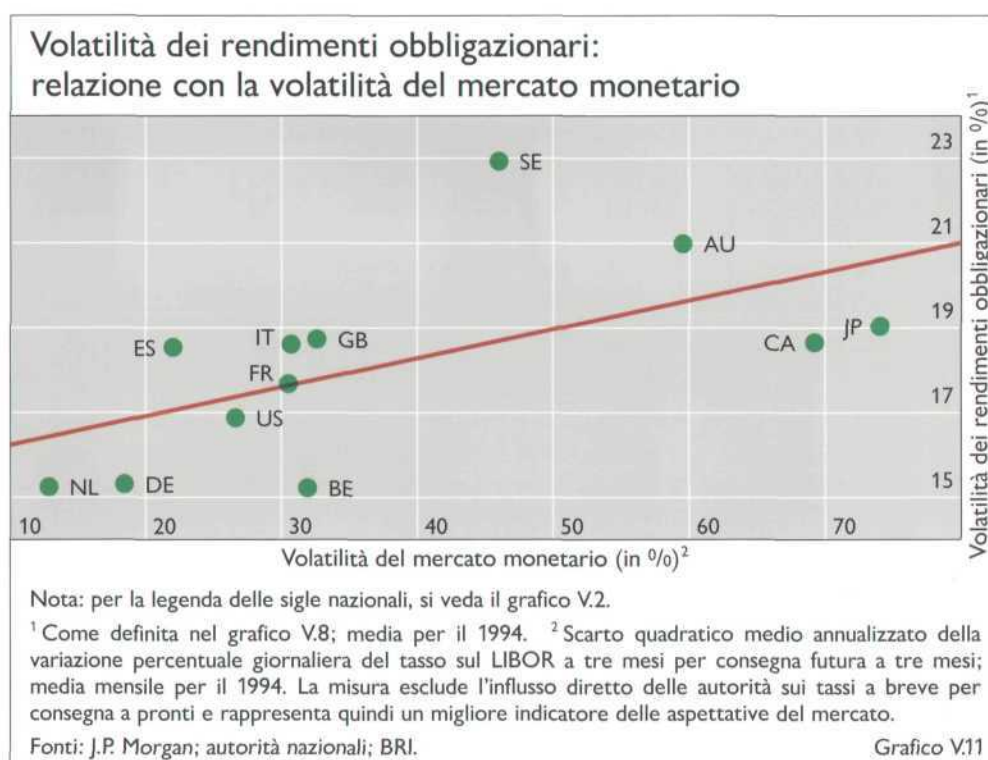
Volatilità delle previsioni di crescita e di inflazione degli operatori privati						
Paesi	Crescita ¹			Inflazione ¹		
	1993 ²	1994 ²	Variaz.	1993 ²	1994 ²	Variaz.
	in punti percentuali					
Stati Uniti	0,11	0,10	-0,02	0,08	0,03	-0,05
Giappone	0,25	0,07	-0,17	0,06	0,06	-0,01
Germania	0,17	0,17	0,00	0,04	0,05	0,01
Francia	0,16	0,06	-0,11	0,10	0,06	-0,04
Italia	0,09	0,14	0,05	0,10	0,06	-0,04
Regno Unito	0,06	0,05	-0,01	0,08	0,15	0,07
Canada	0,06	0,07	0,00	0,06	0,16	0,09
Australia	0,16	0,12	-0,04	0,09	0,10	0,01
Belgio	0,15	0,07	-0,08	0,07	0,06	-0,01
Paesi Bassi	0,12	0,11	0,00	0,07	0,08	0,01
Spagna	0,10	0,07	-0,03	0,12	0,08	-0,05
Svezia	0,10	0,10	0,00	0,08	0,13	0,05

¹ Scarto quadratico medio delle variazioni mensili nella previsione rispettivamente della crescita media annua del PIL e dell'inflazione dei prezzi al consumo, su due anni. ² Anno in cui sono state formulate le previsioni.

Fonti: © The Economist, Londra (vari numeri); elaborazioni BRI. Tabella V.10

Quattro possibili spiegazioni della maggiore volatilità:

A spiegazione degli sviluppi dello scorso anno possono essere avanzate almeno quattro ipotesi, in parte complementari. Anzitutto, essi potrebbero essere stati il riflesso di un'accresciuta incertezza circa il contesto economico, in particolare circa la dinamica dell'inflazione, la crescita del prodotto e l'orientamento della politica monetaria. In secondo luogo, il fenomeno potrebbe avere



avuto origine negli Stati Uniti ed essersi quindi propagato direttamente agli altri mercati. In terzo luogo, la sua causa potrebbe essere ricercata nello stesso calo generalizzato dei corsi obbligazionari. Infine, gli sviluppi in questione potrebbero essere visti come sussulti causati dal rapido disimpegno degli investitori esteri dai mercati nazionali.

Vi sono scarse indicazioni che l'aumento della volatilità abbia rispecchiato una maggiore variabilità nelle aspettative di inflazione o di crescita economica. Nel 1994 lo scarto quadratico medio di un indicatore delle variazioni nelle previsioni degli operatori circa l'evoluzione del prodotto risulta diminuito nella maggioranza dei paesi. Lo stesso parametro per le previsioni di inflazione non mostra una chiara tendenza (tabella V.10). Analogamente, non è individuabile una relazione univoca a livello internazionale fra la variazione della volatilità dei rendimenti obbligazionari e quella di tali previsioni.

Le indicazioni riguardanti il ruolo dell'incertezza circa la politica monetaria sono più contrastanti. A prescindere dagli effetti di più lungo periodo sull'inflazione, la politica monetaria può influire sulla volatilità dei rendimenti obbligazionari attraverso l'impatto sui tassi a breve. Questo nesso è testimoniato dalla coesistenza di una variabilità record sui mercati obbligazionari e monetari agli inizi degli anni ottanta, durante il periodo in cui negli Stati Uniti era perseguito un obiettivo in termini di "non-borrowed reserves". Un'ulteriore conferma proviene dalla correlazione generalmente positiva fra la volatilità sui mercati obbligazionario e monetario individuabile a livello internazionale (grafico V.11).

incertezza circa
il contesto
economico;

Volatilità dei mercati obbligazionario e monetario nel 1993 e 1994									
Paesi	Mercato obbligazionario ¹				Mercato monetario ²				
	1993	1994	Variaz.	Massimo 1993-94	1993	1994	Variaz.	Massimo	
	in percentuale			Data	in percentuale			1993-94	1994
								Data	Data
US	16,7	16,9	0,2	Giu. 1994	28,2	26,7	- 1,5	Mag. 1994	
JP	15,9	19,0	3,1	Mar. 1994	57,6	74,1	16,5	Gen. 1994	
DE	8,9	15,3	6,4	Giu. 1994	16,1	18,5	2,4	Giu. 1994	
FR	11,9	17,7	5,8	Giu. 1994	43,0	30,6	-12,4	Lug. 1993	Mar.
IT	15,1	18,6	3,5	Lug. 1994	32,3	30,8	- 1,5	Nov.1993	Sett.
GB	13,3	18,7	5,4	Giu. 1994	29,1	32,7	3,6	Giu. 1994	
CA	15,2	18,6	3,4	Lug. 1994	52,8	69,3	16,5	Feb. 1994	
AU	-	21,0	-	Apr. 1994	34,4	59,6	25,2	Apr. 1994	
BE	10,4	15,2	4,8	Lug. 1994	47,8	32,0	-15,8	Lug. 1994	
NL	9,5	15,2	5,7	Lug. 1994	15,8	12,9	- 2,9	Lug. 1993	Mag.
ES	15,9	18,5	2,6	Lug. 1994	33,3	22,1	-11,2	Lug. 1993	Ago.
SE	-	22,9	-	Sett. 1994 ³	55,1	46,1	- 9,0	Sett. 1993	Ago.

Nota: per la legenda delle sigle nazionali, si veda il grafico V.2.
¹ Volatilità implicita (per i particolari si veda il grafico V.8); medie di dati settimanali. ² La volatilità del mercato monetario è misurata dallo scarto quadratico medio annualizzato della variazione percentuale giornaliera nel tasso sul LIBOR a tre mesi per consegna futura a tre mesi calcolato su mesi civili; medie di dati giornalieri. ³ Punto di massimo durante il periodo febbraio-dicembre 1994.

Fonti: J.P. Morgan; autorità nazionali; BRI. Tabella V.11



Nel 1994 in diversi paesi, fra cui in particolare Germania e Regno Unito, la variabilità sui due mercati ha in effetti toccato il culmine nello stesso mese. Tuttavia, nella maggioranza dei casi, compresi Stati Uniti, Italia, Svezia e – a parte la Germania – i paesi AEC, lo scorso anno la volatilità media del mercato monetario è addirittura diminuita (tabella V.11). D'altro canto, le condizioni più calme del mercato monetario nei predetti paesi AEC rispetto alla Germania possono in parte spiegare il minore aumento della volatilità sui rispettivi mercati obbligazionari.

Più in generale, il profilo della variabilità degli indicatori nazionali delle incertezze circa il contesto economico è troppo eterogeneo per poter spiegare l'estensione geografica dell'aumentata volatilità dei rendimenti, sicché paiono aver operato taluni fattori comuni. Questa impressione è avvalorata dal netto aumento mostrato dalla correlazione internazionale della volatilità a partire da metà febbraio, soprattutto nei paesi costituenti il nucleo degli AEC (grafico V.12). Il Giappone rappresenta un'eccezione di spicco in questo quadro generale, a indicazione che nella fattispecie le cause primarie vanno probabilmente ricercate in sviluppi peculiari.

Una possibilità è che l'aumento della volatilità sul mercato USA si sia riversato direttamente sugli altri mercati: la seconda ipotesi. Secondo questo assunto, allorché le variazioni di prezzo nel mercato leader mondiale diventano sufficientemente ampie, esse inducono effetti imitativi sull'attività di negoziazione altrove, i quali possono prendere il sopravvento sulle specificità locali. Questa sorta di meccanismo di contagio può dar luogo a un nesso positivo, del tipo osservato lo scorso anno, fra il livello di volatilità e la sua correlazione internazionale.

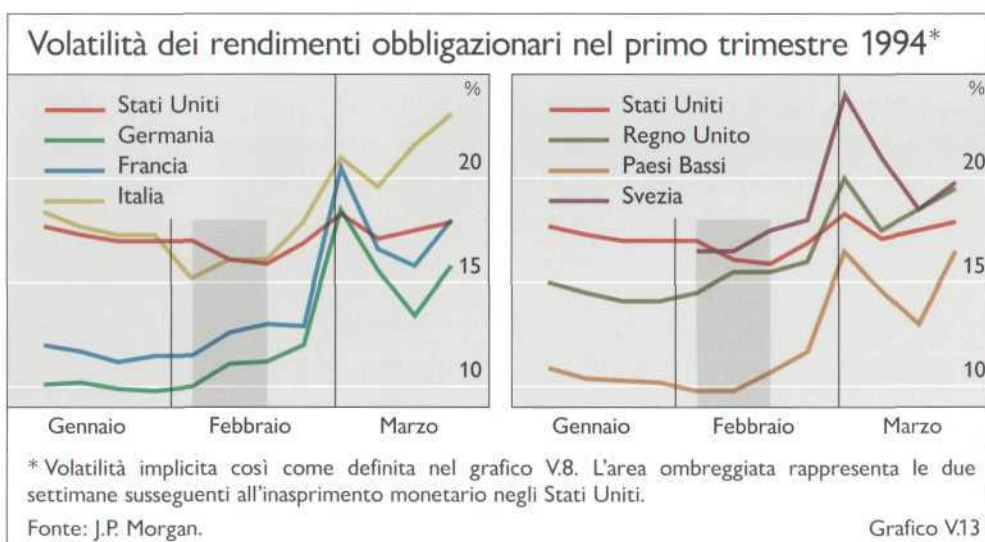
propagazione
diretta dal mercato
USA;

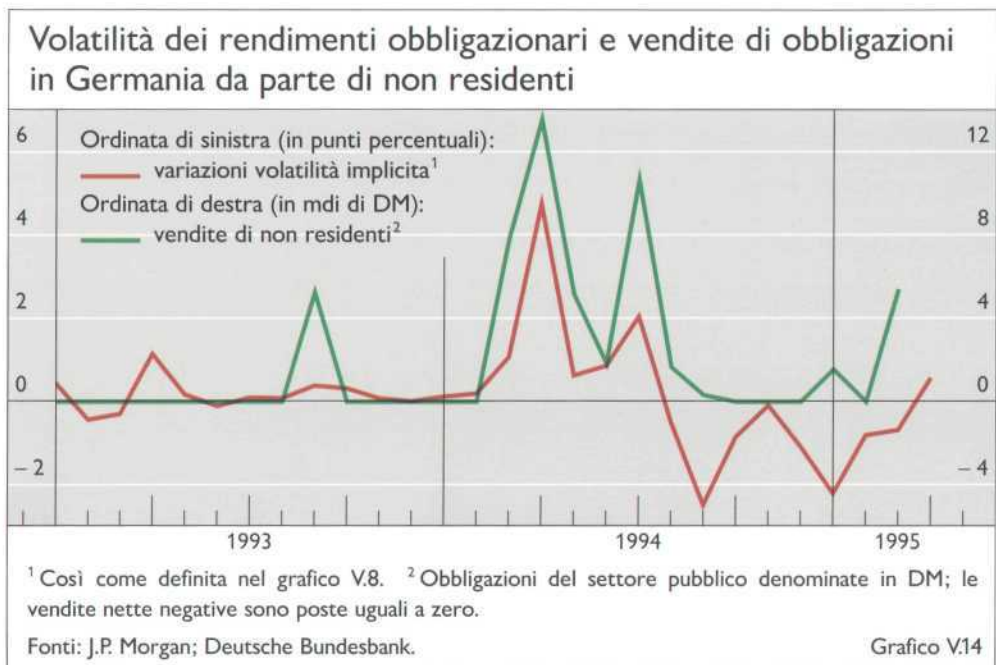
Sebbene taluni riscontri siano compatibili con l'ipotesi della propagazione diretta, a un esame più approfondito degli eventi appare che l'effetto di contagio potrebbe essere stato al più un fattore concomitante. Analisi statistiche formalizzate confermano che, almeno a partire dal marzo 1994, le variazioni della volatilità implicita negli Stati Uniti sono state seguite da movimenti analoghi in Germania. Questi paiono essersi a loro volta propagati ad altri mercati europei. Ciò nonostante, sia la dimensione che la persistenza dell'aumento della volatilità sono state considerevolmente maggiori in Europa che negli Stati Uniti. Di fatto, quanto meno sulla base delle volatilità implicite, l'incremento sul mercato statunitense non è stato particolarmente forte. Inoltre, mentre in Europa la volatilità implicita ha cominciato a salire nella settimana in cui la Riserva federale ha inasprito la politica monetaria, negli Stati Uniti essa è in realtà calata nel corso delle due settimane seguenti (grafico V.13).

Probabilmente un fattore che può meglio spiegare gli sviluppi dello scorso anno è la caduta stessa dei corsi obbligazionari: la terza ipotesi. È opinione diffusa presso gli operatori del mercato che la volatilità dei rendimenti obbligazionari tende a essere più alta nei mercati al ribasso, specie nella fase iniziale. Questo nesso potrebbe essere dovuto a varie cause: una minore tolleranza del rischio in circostanze avverse; gli effetti di ricchezza sul patrimonio e sull'attività di assunzione di rischio dei market-makers; il ritiro di operatori dal mercato; e, in prossimità del punto di svolta, l'annuncio di dati significativi sulle prospettive economiche di più lungo termine. Il grafico V.10 pare avvalorare questa ipotesi. Da esso appare che, in media, la volatilità è alquanto più elevata nei mercati in ribasso, specie in Germania. Inoltre, è rilevabile un picco generalizzato, sebbene di minor entità, attorno al punto di svolta della precedente fase ribassista nel 1986 e nei primi mesi del 1987.

Visto in questa luce, il forte aumento della volatilità dello scorso anno appare meno enigmatico. A confronto con l'episodio del 1986-87, ad esempio, la rapidità e la portata dell'aggiustamento sono state maggiori, così come le perdite subite dagli operatori. Inoltre, l'intenso ricorso a pratiche di leverage ha probabilmente aumentato la sensibilità della valutazione del rischio e della capacità di negoziazione di fronte alla caduta dei corsi obbligazionari. Nondimeno, l'ipotesi

la caduta stessa dei corsi obbligazionari;





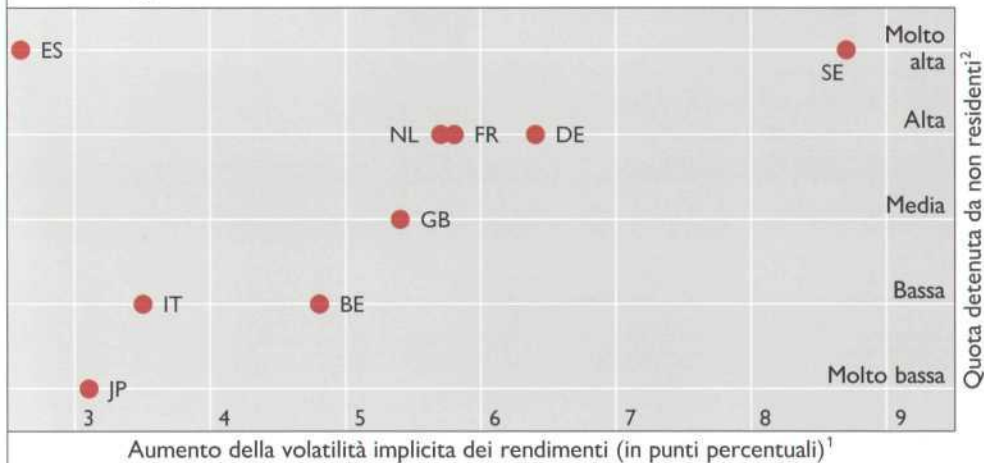
in esame non contribuisce molto a spiegare la configurazione internazionale dell'incremento della variabilità. A tale livello non è infatti ravvisabile una significativa correlazione fra l'entità della variazione dei rendimenti e quella della loro volatilità.

e turbolenza in seguito al rapido ritiro di investitori non residenti

La risposta a questo restante interrogativo pare vada ricercata nei contraccolpi indotti dal rapido disimpegno dei non residenti dai mercati nazionali: l'ultima ipotesi. Sovrappresentati in questo gruppo sono gli investitori con un forte leverage vincolati a una valutazione del portafoglio ai prezzi correnti di mercato. Come si è già detto, data la mancanza di un adeguato margine di riserva sarebbe stato per loro difficile non vendere allorché i corsi hanno cominciato a calare rapidamente. Inoltre, in presenza di turbolenze essi avrebbero concentrato le vendite sui mercati ritenuti più liquidi, accrescendo in tal modo le pressioni sulla liquidità. Il ritiro di questi operatori avrebbe dunque privato il mercato di quella che era stata un'importante fonte addizionale di liquidità durante il precedente periodo di prezzi ascendenti, allorché i loro acquisti contribuiscono normalmente ad assorbire la crescente offerta di obbligazioni.

Questa ipotesi è confortata da vari riscontri analitici. Esiste una forte correlazione fra le vendite di non residenti e la volatilità sul mercato tedesco, punto di riferimento per gli altri centri europei (grafico V.14). Nel periodo febbraio-luglio 1994 la liquidazione degli investimenti accumulati nel 1993 è stata pari a oltre il 30% dei titoli in essere. Inoltre, la volatilità implicita è fortemente aumentata in Europa fra metà febbraio e gli inizi di marzo, che secondo alcune segnalazioni risulta essere il primo periodo di ingenti vendite di non residenti sotto l'impatto delle pressioni di liquidità e delle perdite (grafico V.13). Infine, vi sono indicazioni che in Europa la configurazione internazionale dell'aumento della volatilità sia correlata con l'attività degli operatori non residenti. Purtroppo è particolarmente difficile ottenere dati raffrontabili sui flussi, ma tale correlazione sembra trovare conferma ove sia usata come base di paragone la quota dell'indebitamento obbligazionario in moneta nazionale

Volatilità dei rendimenti obbligazionari e disponibilità in obbligazioni dei non residenti



Nota: per la legenda delle sigle nazionali, si veda il grafico V.2.

¹ Come indicato nella tabella V.11; per la Svezia, stime. ² Indice basato su stime della quota percentuale di obbligazioni di Stato a tasso fisso in moneta nazionale detenute da non residenti verso la fine del 1993 (x): molto basso ($x < 10$); basso ($10 \leq x < 20$); medio ($20 \leq x < 30$); alto ($30 \leq x < 40$); molto alto ($x \geq 40$).

Fonti: J.P. Morgan; statistiche nazionali; stime BRI.

Grafico V.15

detenuta dai non residenti (grafico V.15), intesa come indicatore della vulnerabilità di fronte alle vendite estere. L'eccezione è costituita dalla Spagna, data l'altissima volatilità registrata nel 1993, che ha mitigato l'aumento nel 1994.

Insegnamenti

La turbolenza dei mercati obbligazionari nel periodo sotto rassegna non è altro che una riconferma del fatto che ampie oscillazioni di prezzo sono un fenomeno immanente dei mercati delle attività. Non è tanto la volatilità di breve momento a destare preoccupazione, giacché reazioni di prezzo rapide e di vasta portata sono una conseguenza naturale della velocità e dell'ambito di diffusione delle informazioni nel mondo odierno. Se non diventano smisurate, tali reazioni sono relativamente innocue. Ben maggiore rilevanza ha invece uno scostamento di medio periodo da una valutazione realistica dei livelli sostenibili ("grandezze fondamentali"). Siffatti disallineamenti comportano costi potenziali più elevati in termini di allocazione distorta delle risorse. Essi accrescono inoltre il rischio di correzioni drastiche e disordinate e quindi di una più generale instabilità finanziaria.

Nel panorama finanziario che si è andato delineando negli ultimi due decenni, è ben possibile che sia aumentata la probabilità di movimenti estremi dei prezzi, nonché la portata delle relative conseguenze. Gli operatori possono oggi trattare operazioni di più elevato ammontare, con maggiore frequenza, mediante posizioni a più alto grado di leverage, in una più vasta gamma di strumenti e su un maggior numero di mercati. Questo nuovo contesto operativo è senza dubbio di grande vantaggio, poiché consente un più libero fluire dei capitali verso gli impieghi con maggiore redditività attesa e accresce i mercati in ampiezza e spessore. Talvolta, però, esso può amplificare le conseguenze destabilizzanti di valutazioni collettive distorte. La liquidità di un mercato è determinata

La probabilità di variazioni estreme dei prezzi delle attività...

solo in parte dagli specifici assetti istituzionali e dal numero degli operatori: in definitiva essa si fonda sulla diversità delle valutazioni a riguardo del prezzo delle attività.

... richiede
un rafforzamento
delle salvaguardie
a livello macro...

A livello macro, il nuovo paesaggio rende ancor più importante il perseguimento di politiche idonee a rafforzare la disciplina finanziaria. Strategicamente, un fermo impegno di più lungo periodo alla stabilità dei prezzi costituisce la migliore salvaguardia, ma questa può essere realizzata solo con il sostegno di una rigorosa politica di bilancio. Tuttavia, tale salvaguardia non è sempre bastevole. Talvolta le autorità possono essere chiamate a giudicare se e in che modo sia opportuno reagire di fronte all'evidenza che i prezzi delle attività si stanno scostando in misura rilevante dai livelli congrui. In siffatte circostanze i responsabili della politica monetaria possono trovarsi confrontati a un dilemma, nella misura in cui gli interventi atti a ripristinare la stabilità finanziaria non siano compatibili con la stabilità macroeconomica. Potrebbe esservi, ad esempio, la tentazione di differire o di attenuare una restrizione monetaria, nell'intento di impedire un improvviso collasso dei prezzi delle attività, proprio nel momento in cui si stanno deteriorando le prospettive di inflazione. Per converso, un inasprimento preventivo volto a impedire la formazione di spinte speculative e quindi l'emergere di una più generale instabilità finanziaria potrebbe rischiare di indebolire l'economia reale. Questo tipo di dilemma si è manifestato in particolare in Giappone verso la fine degli anni ottanta, allorché segni evidenti di un assetto distorto dei prezzi nei mercati azionari e immobiliari coesistevano con una bassa inflazione.

... e a livello micro

Il potenziale conflitto fra obiettivi di politica economica può essere attenuato mediante un'azione appropriata a livello micro. Ciò implica essenzialmente l'adozione di misure volte a rafforzare la resilienza del sistema finanziario. Una prima linea di difesa consiste nella regolamentazione e vigilanza prudenziale delle singole istituzioni. Una seconda, non meno importante, è costituita dall'apprestamento di salvaguardie sistemiche, rafforzando in particolare la solidità di infrastrutture di mercato, quali i sistemi di pagamento e regolamento. L'azione a questo livello è bene avviata, come testimoniano le recenti iniziative concernenti i mercati derivati (Capitolo VIII). Certo, non ci si può attendere che tale azione impedisca variazioni estreme e disallineamenti dei prezzi. Ma si può confidare che essa attenui tali fenomeni e accresca la capacità del sistema finanziario di sopportare shock inattesi. Per la stessa ragione, essa può rendere meno gravoso il compito cui sono chiamate le autorità monetarie.

VI. Tassi di cambio e flussi di capitale nei paesi industriali

Aspetti salienti

Gli sviluppi più spettacolari sui mercati dei cambi durante i sedici mesi terminanti agli inizi di maggio di quest'anno sono intervenuti verso la fine del periodo, allorché pressioni di segno opposto su dollaro USA, da un lato, e su yen giapponese e marco tedesco, dall'altro, hanno raggiunto un'eccezionale intensità. Per effetto di queste pressioni, nonché di altri fattori, sono emerse nuove tensioni in seno agli AEC. In un contesto di politiche macroeconomiche rimaste essenzialmente centrate su obiettivi interni, nei primi mesi del 1995 si è assistito a un rilevante aggiustamento di fatto nei rapporti bilaterali fra marco, yen e dollaro. Nell'ambito degli AEC, l'esito è stato un nuovo riallineamento.

In contrasto con le aspettative di un rialzo in risposta alle spinte congiunturali, il dollaro era già calato in certa misura durante il 1994, nonostante l'ascesa dei tassi d'interesse USA e ripetuti interventi in suo sostegno. I mercati finanziari hanno attribuito crescente importanza alle dimensioni del disavanzo corrente americano, all'accumulo di debito estero e, più sullo sfondo, al livello molto basso del risparmio nazionale. Sulla scia della crisi messicana, le pressioni si sono intensificate bruscamente agli inizi del 1995. Poiché il Giappone aveva un'eccedenza esterna sostanzialmente equivalente al disavanzo USA, lo yen ha costituito la principale contropartita del calo del dollaro, rispetto al quale si è apprezzato di oltre il 40% fra gli inizi del 1994 e la punta toccata a metà aprile 1995. Anche il franco svizzero e il marco sono saliti fortemente. In altri paesi con cambi fluttuanti come l'Italia, ma anche la Svezia e il Canada, i timori circa la situazione di bilancio e l'incertezza del quadro politico hanno originato notevoli pressioni al ribasso sulle rispettive monete. Anche la sterlina si è deprezzata.

Agli inizi del 1995, in aggiunta al tipo di pressioni spesso osservate durante gli episodi di forza del marco contro il dollaro, in seno agli AEC hanno operato anche fattori di natura fiscale e politica. La Spagna è il paese che ne ha maggiormente risentito, e la peseta, insieme all'escudo portoghese, è stata svalutata in occasione di un nuovo riallineamento agli inizi di marzo. Sono proseguite le pressioni sul franco francese e, per qualche tempo, su altre monete AEC, le quali sono state tuttavia difese con aumenti dei tassi d'interesse.

In Giappone la spinta al rialzo sullo yen ha condotto a un ulteriore allentamento della politica monetaria nel marzo e aprile di quest'anno, e le autorità hanno annunciato un nuovo pacchetto di incentivi fiscali; anche in Germania i tassi d'interesse sono stati ulteriormente abbassati in marzo alla luce di un calo dell'aggregato monetario M3. Nel contempo, gli Stati Uniti non hanno intrapreso alcuna iniziativa macroeconomica complementare a sostegno del dollaro. La natura del processo politico statunitense non consentiva un rapido aggiustamento

della posizione di bilancio e, comunque, diveniva sempre più evidente che l'attività economica stava rallentando in risposta alla precedente restrizione monetaria e al ridimensionamento dell'economia messicana. Inoltre, la debolezza del dollaro canadese rispetto a quello statunitense, congiuntamente alla forte svalutazione del peso messicano, ha fatto sì che nel periodo in esame il deprezzamento effettivo reale del dollaro USA risultasse inferiore all'8⁰/₀.

A distanza di pochi mesi dal cinquantesimo anniversario degli Accordi di Bretton Woods, questi eventi hanno rilanciato il dibattito su come ridare stabilità al sistema monetario internazionale e ai tassi di cambio in particolare. Gli interventi valutari ufficiali non potrebbero mai avere le dimensioni adeguate a controbilanciare i flussi che il settore privato può oggi generare allorché percepisce disallineamenti nelle grandezze economiche fondamentali. D'altro canto, nell'attuale sistema finanziario globale non è auspicabile né possibile un ritorno ai controlli sui movimenti di capitale o a misure che penalizzino le transazioni in cambi. Il solo rimedio durevole all'instabilità dei cambi è che i singoli paesi regolino le politiche interne in modo da determinare un assetto delle variabili fondamentali che i mercati giudicano solido e sostenibile. Sebbene oggi sia generalmente riconosciuta l'opportunità che tutti i paesi abbiano tassi d'inflazione bassi, e quindi comparabili, appare necessario che i responsabili della politica economica si concentrino più che in passato sugli squilibri di bilancio ed esterni, nonché sulle implicazioni di un protratto accumulo di passività e attività verso l'estero.

Dollaro, yen e marco

Persiste la debolezza del dollaro e lo yen si apprezza sostanzialmente ...

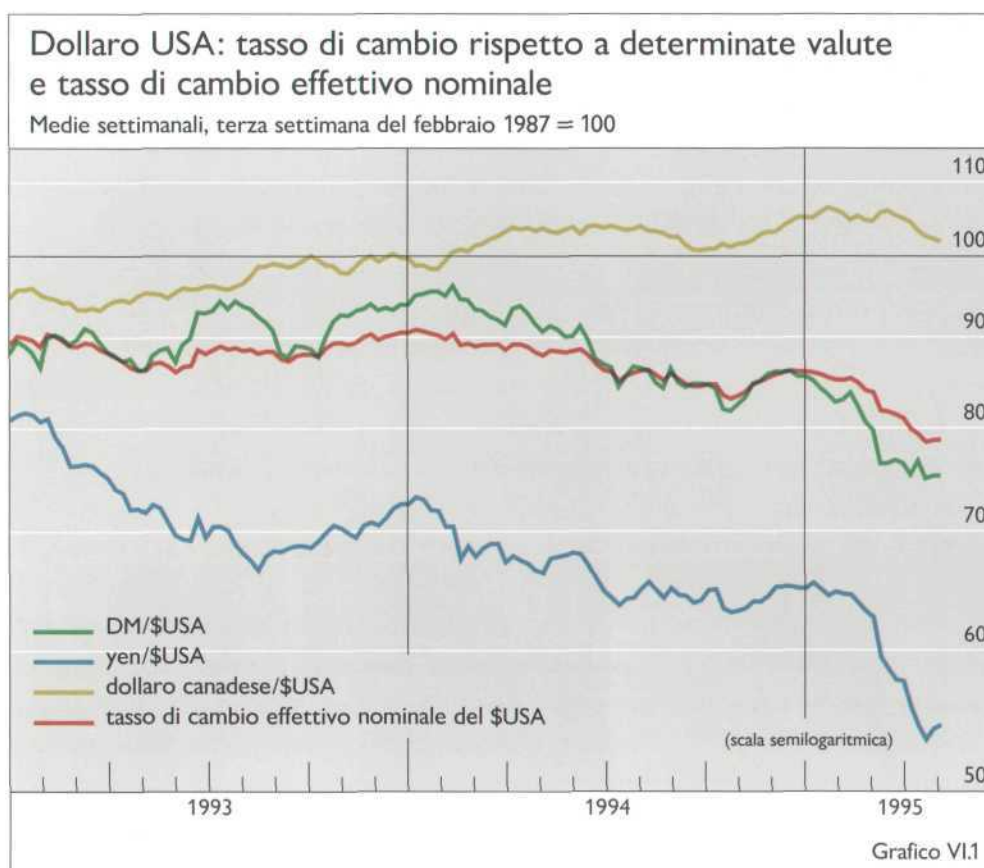
Nel periodo sotto rassegna l'andamento più rilevante sul mercato dei cambi è costituito dalla perdurante debolezza del dollaro USA rispetto allo yen, culminata nella primavera di quest'anno in un improvviso fortissimo calo, fino a minimi storici. Il deprezzamento del dollaro nei confronti del marco tedesco è stato meno spettacolare, ancorché apprezzabile.

... ma in termini effettivi il calo del dollaro è più modesto

Il timore che i mutamenti nell'assetto dei cambi si ripercuotessero sulla competitività è stato particolarmente vivo in Giappone poiché, mentre il tasso effettivo reale del dollaro si è deprezzato in misura piuttosto modesta, quello dello yen è salito di ben il 26⁰/₀ tra la fine del 1993 e l'aprile di quest'anno. Nell'arco dello stesso periodo anche il marco tedesco è variato di poco, con un aumento del 5¹/₂⁰/₀ in termini effettivi reali, concentratosi pressoché interamente nel primo scorcio del 1995.

Occasionali interventi per contenere la discesa del dollaro nel 1994

Nei primi dieci mesi del 1994 il dollaro è calato in modo intermittente, nonostante numerosi episodi di intervento in suo sostegno. Agli inizi di novembre esso risultava deprezzato del 15⁰/₀ nei confronti sia dello yen che del marco, sebbene in termini nominali effettivi il calo fosse solo del 6⁰/₀ circa. In seguito agli energici interventi effettuati sul mercato dalle autorità statunitensi il 2 e il 3 novembre, coordinati con una banca centrale estera, il dollaro si è temporaneamente ripreso. Poco dopo, il 15 novembre, i tassi d'interesse ufficiali USA sono stati innalzati di 75 punti base, il rialzo maggiore dall'inizio della fase di inasprimento della politica monetaria, ossia da febbraio. Tuttavia, il recupero del dollaro è stato di breve durata, in parte a causa dell'insorgere della crisi



messicana verso la fine di dicembre, in parte perché le aspettative di tasso d'interesse si sono evolute in favore di altre monete. Al volgere dell'anno la moneta americana ha quindi ripreso il corso discendente. Questo si è accentuato agli inizi del marzo 1995 in seguito alla mancata approvazione da parte del Congresso dell'emendamento costituzionale sul pareggio di bilancio, nonché all'emergere di indicazioni di un possibile esaurirsi della fase di inasprimento monetario nell'attuale ciclo congiunturale. Le autorità degli Stati Uniti sono intervenute il 2 marzo, e il giorno successivo esse sono state affiancate da quelle di molti altri paesi. Ciò nonostante, il dollaro ha subito un'ulteriore spettacolare flessione, toccando in aprile valori estremamente bassi, vicini a ¥ 80 e DM 1,35, inferiori rispettivamente del 17 e 10% ai minimi di novembre. Una riduzione a sorpresa dei tassi d'interesse tedeschi verso la fine di marzo e l'annuncio in Giappone di un nuovo pacchetto di incentivi fiscali, in aprile, hanno forse contribuito a frenare il trend discendente, ottenendo tuttavia poco più che un modesto recupero. Al tempo stesso, la debolezza del dollaro canadese e soprattutto la forte svalutazione del peso messicano hanno fatto sì che il calo del dollaro USA risultasse molto meno marcato in termini di tasso effettivo.

A spiegazione di questi andamenti possono essere addotti svariati fattori che vanno dagli "inneschi" o sorprese a brevissimo termine – di natura sia politica che economica – fino a determinanti più fondamentali. Inoltre, poiché i tassi di cambio sono prezzi relativi, sullo yen ovvero sul marco tedesco paiono aver agito forze specifiche alquanto indipendenti. Tuttavia, qualsiasi analisi è necessariamente limitata dal fatto di basarsi su assunti concernenti aspettative non misurabili e percezioni di atteggiamenti e intenzioni delle autorità.

Il calo del dollaro e il rialzo dello yen si accelerano nel 1995

Ampio ventaglio di fattori esplicativi...

Shock a breve termine e "notizie"

... ma scarso
influsso degli
andamenti econo-
mici a breve termi-
ne...

... o della prece-
dente turbolenza
del mercato
obbligazionario

Difficoltà
nei negoziati
commerciali

La crisi messicana
fa sorgere dubbi
sulla capacità
delle autorità
statunitensi di
difendere il dollaro,

e un peggiora-
mento di prospet-
tive per la bilancia
commerciale
USA...

... è seguito da
incertezze circa
la situazione
di bilancio

Nel 1994, essendo la ripresa dell'economia statunitense ormai divenuta una realtà incontestabile, i mutamenti nelle *percezioni* circa il suo vigore hanno naturalmente avuto un influsso soltanto secondario sul corso del dollaro. Ciò contrasta in certa misura con le esitazioni osservate in fasi precedenti della ripresa, quando l'alternarsi di segnali economici forti e deboli aveva determinato talune moderate oscillazioni del valore esterno della moneta. A un certo punto dell'ottobre scorso, le indicazioni di un inatteso vigore dell'economia hanno innescato nuovi timori di inflazione e, per un breve periodo di tempo, sono di fatto risultate sfavorevoli per il dollaro a causa del forte calo del mercato obbligazionario. In complesso, tuttavia, ad ampi movimenti nei corsi dei titoli in varie occasioni paiono aver corrisposto scarsi effetti a breve termine sui mercati dei cambi.

Talora il dollaro ha reagito alle vicissitudini dei negoziati commerciali fra Stati Uniti e Giappone, come ad esempio nel febbraio 1994, allorché dalle difficoltà nelle trattative i mercati hanno tratto la conclusione che, in difetto di un accordo, sarebbero stati i cambi a doversi muovere per rafforzare la posizione commerciale degli Stati Uniti. Un fenomeno analogo si è prodotto in giugno, quando le dimissioni del Governo in Giappone hanno alimentato i timori di un rinvio dei negoziati.

Più di recente, verso la fine di dicembre la crisi finanziaria messicana e la fluttuazione del peso hanno avuto un forte impatto iniziale sul dollaro. Si temeva che la debolezza della moneta messicana avrebbe potuto impedire alle autorità statunitensi di innalzare i tassi d'interesse nella misura richiesta dalla situazione interna, soprattutto in quanto si manifestavano ritardi nell'apprestare un pacchetto di misure a sostegno del Messico. L'annuncio di tali misure è servito a placare in parte quei timori, così come l'ulteriore rialzo del tasso-obiettivo sui federal funds, il 1° febbraio 1995. Peraltro, anche gli effetti positivi sono stati parzialmente smorzati dalla preoccupazione che lo stanziamento di \$20 miliardi di risorse del Treasury's Exchange Stabilisation Fund per un potenziale aiuto al Messico avrebbe ridotto la capacità delle autorità statunitensi di intervenire in difesa del dollaro. Tuttavia, in un'audizione resa al Senate Banking Committee, il Presidente del Consiglio della Riserva federale ha dichiarato che la capacità delle autorità statunitensi di intervenire sul mercato, qualora esse avessero deciso in tal senso, non era per ciò indebolita.

Una successiva, più fondata preoccupazione è stata che il necessario e inevitabile miglioramento delle partite correnti del Messico avrebbe ridotto l'avanzo mercantile USA nei confronti di questo paese. Tali timori sono stati acuiti dalla pubblicazione, verso la fine di marzo, dei dati commerciali di gennaio, che mostravano un forte aumento del disavanzo americano, innescando un ulteriore indebolimento del dollaro. Ad ogni modo, la posizione di bilancia dei pagamenti si inserisce nel quadro complessivo piuttosto come una delle grandezze fondamentali. Lo stesso vale in linea di principio per la situazione della finanza pubblica; senonché, la mancata approvazione dell'emendamento costituzionale sul pareggio di bilancio è stata parimenti vista come una delle cause prossime della più rapida caduta del dollaro contro lo yen e il marco a partire dagli inizi di marzo di quest'anno. Per di più, in aprile un ulteriore forte rialzo dello yen è

stato accentuato dal fatto che in precedenza gli esportatori giapponesi si erano avvalsi, come forma poco costosa di copertura a termine, di opzioni “knock-out”, che sono state automaticamente cancellate quando lo yen ha sfondato i prezzi di esercizio concordati fra i detentori delle opzioni e i dealers. La cancellazione di tali opzioni ha innescato nuove vendite di dollari a pronti e a termine, poiché gli esportatori sono stati costretti a predisporre nuovi programmi di copertura e i dealers hanno dovuto aggiustare di conseguenza le proprie posizioni.

Fattori tecnici accentuano il più recente rialzo dello yen

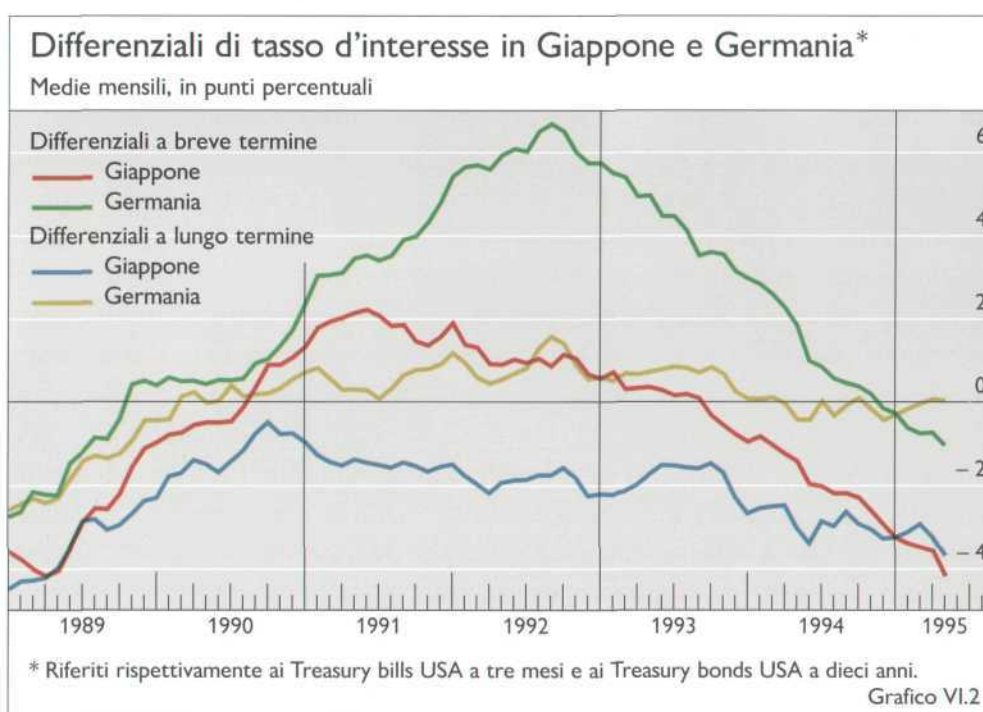
Influsso delle grandezze fondamentali

Come dianzi detto, ci si attendeva che durante il 1994 il variare delle posizioni cicliche relative e i connessi movimenti dei differenziali internazionali di tasso d'interesse avrebbero sostenuto il dollaro. Di fatto, l'economia statunitense è cresciuta assai più rapidamente del previsto, mentre in Giappone le aspettative di una ripresa esitante si sono rivelate sostanzialmente corrette. Inoltre, il differenziale d'interesse a breve USA/Giappone è divenuto molto più favorevole al dollaro. Ciò nonostante, quest'ultimo è calato nei confronti dello yen, il che fa pensare alla presenza di altri fattori. Il dollaro ha parimenti perso terreno nei confronti del marco sebbene, anche in questo caso, i differenziali a breve si fossero mossi in suo favore. Una spiegazione è che la crescita tedesca – di quasi il 4% annuo nel primo semestre – è risultata notevolmente più rapida del previsto. Combinandosi con il temporaneo superamento dell'obiettivo di espansione monetaria della Bundesbank, ciò ha senza dubbio indotto una certa revisione delle aspettative circa l'entità e i tempi di un ulteriore allentamento della politica monetaria tedesca.

In contrasto con le aspettative il dollaro non si rafforza...

... in parte perché la crescita in Germania mostra un vigore inatteso

Non è evidente che la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti sia risultata sensibilmente peggiore di quanto ci si attendesse. Tuttavia è possibile che in questo ambito gli investitori abbiano iniziato ad attribuire maggior peso a considerazioni di più lungo periodo. Lo scorso anno, per la prima volta dal 1914, il



Maggiore attenzione per i riflessi di più lungo periodo della bilancia dei pagamenti ...

... nonché per le implicazioni della situazione messicana e della debolezza del dollaro canadese

La politica monetaria degli Stati Uniti è inasprita in via preventiva ...

... ma il disavanzo di bilancio contribuisce al basso livello del risparmio nazionale negli Stati Uniti

Persistono gli interrogativi del mercato sugli atteggiamenti ufficiali nei confronti dei tassi di cambio ...

... specie in quanto l'economia statunitense comincia a rallentare agli inizi del 1995

saldo dei redditi esteri da capitale degli Stati Uniti è risultato negativo: ciò va ricondotto all'enorme variazione intervenuta nella posizione esterna netta a partire dai primi anni ottanta. Dal 1982 le partite correnti USA sono state costantemente deficitarie su base annua, e alla fine del 1994 il disavanzo cumulativo ammontava a oltre \$1 250 miliardi.

Un altro aspetto rilevante della posizione sull'estero degli Stati Uniti è costituito dal fatto che anche due dei suoi principali partner commerciali, Canada e Messico, hanno registrato ampi disavanzi correnti. Una conclusione che non si è tardato a trarre dalla crisi messicana è che gli altri due paesi del NAFTA non potevano rappresentare la controparte di significativi miglioramenti della bilancia corrente statunitense. Anzi, se si tiene conto della debolezza sia del peso messicano che del dollaro canadese, nonché delle notevoli misure di ulteriore restrizione fiscale in entrambi i paesi, la posizione degli Stati Uniti appariva semmai suscettibile di peggioramento nei loro confronti. Alla luce di queste considerazioni non è poi così sorprendente che l'aggiustamento del dollaro rispetto a talune altre monete abbia ormai assunto proporzioni rimarchevoli.

L'aggiustamento del tasso di cambio è peraltro soltanto uno dei meccanismi che possono influenzare le posizioni esterne di parte corrente. Gli operatori di mercato sono anche estremamente attenti al più basilare dei fattori di fondo, ossia la politica macroeconomica, nonché alla disponibilità o meno delle autorità a rettificarne l'orientamento in modo da contrastare l'inflazione e stabilizzare i cambi. A questo proposito, la politica monetaria USA è stata certamente mirata a fronteggiare l'inflazione. Anzi, a differenza di quanto era generalmente avvenuto in passato, a partire dall'inizio del febbraio 1994 essa è stata deliberatamente inasprita in via preventiva.

Le condizioni della finanza pubblica, per contro, hanno continuato a destare preoccupazioni nei mercati in quanto erano viste come un'importante componente del basso livello del risparmio nazionale negli Stati Uniti. In mancanza di una correzione, sembrava probabile che il risultante squilibrio fra risparmio e investimento avrebbe necessariamente comportato ulteriori disavanzi esterni correnti. E le possibilità sul piano politico di tale correzione venivano giudicate assai incerte.

Anche l'atteggiamento delle autorità statunitensi nei confronti del tasso di cambio non appariva sempre chiaro, nonostante i ripetuti episodi di intervento. I dubbi già emersi durante i negoziati commerciali con il Giappone risultavano difficili da dissipare. Inoltre, una loro conferma è provenuta dall'esito del vertice del Gruppo dei Sette, tenutosi a Napoli in luglio, giacché in tale occasione i Capi di Stato e di Governo non avevano espresso, quanto meno collettivamente, alcuna preoccupazione per il livello del dollaro né avevano annunciato misure di politica economica in proposito.

Agli inizi del 1995, la crescita dell'economia statunitense ha cominciato a dare segni di rallentamento. Ciò ha rafforzato la percezione che il margine di manovra disponibile per aumentare i tassi d'interesse a difesa del dollaro fosse limitato, in considerazione del possibile conflitto con le esigenze interne dell'economia. Un conflitto analogo era ravvisabile in Germania, dove ulteriori riduzioni dei tassi d'interesse apparivano ora meno appropriate alla luce sia della ripresa sia del potenziale inflazionistico di alcuni recenti accordi salariali. Anche in Giappone

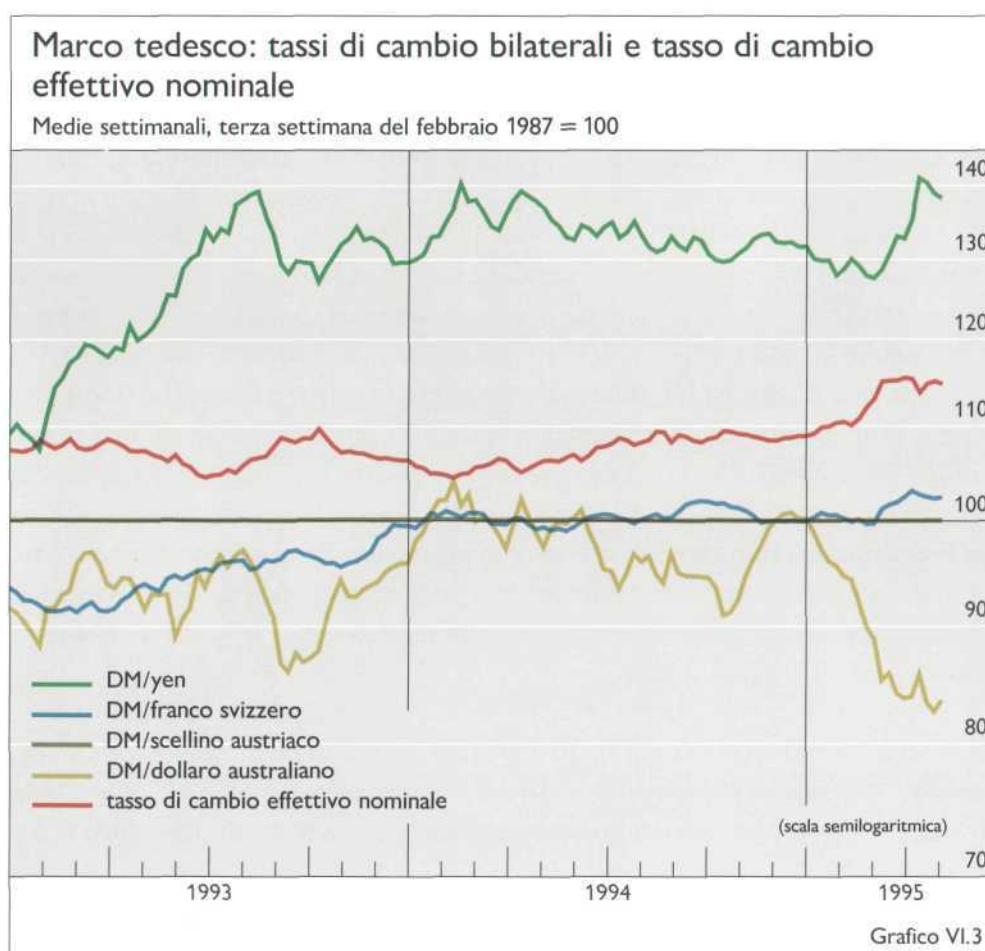
lo spazio di manovra sembrava esiguo, a causa del livello già basso dei tassi d'interesse e della ferma intenzione di evitare il rischio di una nuova bolla speculativa dei prezzi delle attività.

Pertanto, quando gli interventi hanno avuto luogo, agli inizi del marzo 1995, essi non sono stati visti come un convincente segnale della volontà di modificare, se necessario, i tassi d'interesse in misura consistente al fine di sostenere il tasso di cambio. È inoltre possibile che tale situazione sia stata complicata da una conseguenza piuttosto scomoda della manovra preventiva dei tassi d'interesse. Se è giusto "giocare d'anticipo" nella fase di inasprimento della politica monetaria, si può presumere che lo sia anche nella fase di allentamento. E in tal caso gli operatori di mercato potrebbero a ragion veduta aspettarsi che i tassi d'interesse cessino di salire, o inizino a scendere, in anticipo rispetto al ciclo precedente, e considerare le possibili implicazioni per i tassi di cambio.

Per quanto riguarda la forza dello yen e del marco tedesco, si possono rilevare diversi fattori relativamente indipendenti. Anzitutto, certe variabili fondamentali sono state tendenzialmente più forti in Giappone e in Germania che negli Stati Uniti. Ad esempio, in Giappone la situazione fiscale di base appariva più sana e, naturalmente, la bilancia dei pagamenti correnti era ampiamente eccedentaria, in presenza di un'inflazione bassa o nulla. In un contesto siffatto non desta sorpresa che i ripetuti interventi valutari siano serviti soltanto a rallentare l'ascesa dello yen.

L'efficacia degli interventi è limitata

Le variabili fondamentali sottese allo yen e al marco...



... e la credibilità della politica monetaria...

In Germania, nonostante il recente moderato disavanzo delle partite correnti, la posizione esterna netta rimane forte. Inoltre, pare si stia riuscendo a controllare più rapidamente del previsto gli effetti prodotti dalla riunificazione sulle finanze pubbliche. Sebbene, come già si è detto, i recenti accordi salariali abbiano suscitato qualche timore, ciò sembra non aver esercitato alcun influsso al ribasso sul marco tedesco; è anzi possibile che sia accaduto il contrario. La credibilità della politica monetaria pare essere tale, che gli operatori economici hanno considerato le autorità disposte a prendere tutti i provvedimenti necessari per conseguire i propri obiettivi di stabilità dei prezzi. Di fatto, in presenza di un ulteriore aumento del tasso di cambio e di un calo di M3, alla fine di marzo la Bundesbank ha ritenuto di poter ridurre nuovamente i tassi d'interesse senza pregiudicare l'orientamento antinflazionistico della politica monetaria. Benché l'azione della Bundesbank sia stata seguita da un restringimento del divario fra le monete AEC all'interno della banda, non vi è stata alcuna inversione nell'andamento del dollaro. Anche il successivo annuncio di un abbassamento dei tassi d'interesse e di un pacchetto di misure fiscali in Giappone è valso soltanto a bloccare l'ascesa dello yen, tanto più che sono stati forniti assai scarsi particolari su tali progetti fiscali.

... rafforzano il loro status di monete-rifugio mentre la "fuga verso la qualità" si accentua

Sia la moneta giapponese che quella tedesca sono state a tratti sospinte al rialzo da fattori connessi alla cosiddetta "fuga verso la qualità", dovuta a due cause principali. La prima è riconducibile alla percezione di crescenti incertezze politiche e/o fiscali in vari paesi industriali. È possibile che ad aggravare le conseguenti preoccupazioni abbiano altresì contribuito le perdite inattese e generalizzate subite nei mercati obbligazionari mondiali durante la prima metà del 1994. Ciò potrebbe a sua volta aver spinto gli investitori a ridurre il rischio di ulteriori perdite spostandosi verso le tradizionali monete-rifugio. Fra queste, il dollaro evidentemente non figurava in misura apprezzabile. La crisi messicana è parsa innescare un secondo episodio di "fuga verso la qualità", nel quale il dollaro stesso è divenuto più chiaramente oggetto di pressioni. Ancor più recentemente, vi sono state segnalazioni di mercato secondo cui l'effetto cumulativo di tali sviluppi sarebbe stato quello di stimolare una certa diversificazione nelle riserve valutarie di alcuni paesi.

La forza dello yen e quella del marco a confronto

Tra le due principali monete in apprezzamento lo yen si è rafforzato rispetto al marco agli inizi del 1994, per poi scendere gradatamente fino al marzo di quest'anno. In prima analisi si può pensare che, almeno per qualche tempo, la pressione generata dalla "fuga verso la qualità" abbia inciso più sul marco che sullo yen. Tuttavia, il potenziale di apprezzamento dello yen va visto nel contesto di due ordini di fattori contrastanti. Da un lato, nel 1992-93 il tasso di cambio effettivo reale dello yen era già salito di circa un terzo, rispetto a meno di un decimo nel caso del marco. Ciò può avere indotto taluni a concludere che le possibilità di apprezzamento della moneta giapponese fossero prossime al limite (grafico VI.10). Dall'altro, proprio la rapidità con cui lo yen era salito in precedenza è stata una causa importante delle perdite subite dagli investitori giapponesi sui mercati esteri. Quest'esperienza ha avuto come effetto un'accresciuta riluttanza a riciclare l'eccedenza corrente attraverso esportazioni di capitali privati a lungo termine, nonché il desiderio di attuare una più ampia copertura dei connessi rischi valutarie.

Finanziamento delle bilance dei pagamenti nelle tre maggiori economie

Lo squilibrio aggregato di parte corrente delle tre maggiori economie si è ancora ampliato nel 1994, soprattutto a causa di un ulteriore aumento del disavanzo degli Stati Uniti, salito a oltre \$155 miliardi. L'avanzo giapponese è rimasto assai elevato, situandosi a \$130 miliardi, mentre il modesto deficit tedesco ha segnato un leggero incremento.

A giudicare dai soli dati di bilancia dei pagamenti, il peggioramento delle partite correnti degli *Stati Uniti* non si è accompagnato a un corrispondente incremento delle passività monetarie ufficiali nette, come ci si poteva forse attendere. In effetti, gli afflussi monetari ufficiali netti identificati sono diminuiti di circa \$27 miliardi. Vi è stato un calo, da \$72 a 39 miliardi, nei collocamenti identificati di attività ufficiali estere, soprattutto di quelli dei paesi in via di sviluppo non OPEC (compresa la forte riduzione delle riserve del Messico). Inoltre, per effetto dei ripetuti interventi delle autorità statunitensi si è avuto in termini di flussi un calo di circa \$5 miliardi nelle riserve USA in yen e marchi. Tuttavia, come è spiegato più diffusamente qui di seguito, nel 1994 pare essere notevolmente aumentato il finanziamento ufficiale indiretto del disavanzo statunitense, parte del quale ha verosimilmente contribuito alle variazioni nei movimenti di capitali privati.

Nel 1994 i capitali privati hanno mostrato cospicui incrementi o inversioni di flusso in tre importanti categorie: investimenti diretti esteri, investimenti di portafoglio e flussi bancari netti. Si è trattato, in totale, di una variazione complessiva di circa \$138 miliardi. Gli afflussi di investimenti diretti negli Stati Uniti sono pressoché triplicati, salendo a \$60 miliardi, forse anche a causa del crescente dinamismo della ripresa in atto nel paese. Al tempo stesso, gli investimenti di portafoglio degli Stati Uniti all'estero sono diminuiti molto di più di quelli dei non residenti in azioni e obbligazioni USA, nonostante un sensibile calo, ben pubblicizzato, dell'interesse degli investitori privati giapponesi per le attività statunitensi. Sembra, in effetti, che l'incertezza sui mercati obbligazionari internazionali abbia avuto un'influenza asimmetrica sugli afflussi e sui deflussi di portafoglio degli Stati Uniti. In particolare, nel primo semestre gli investitori statunitensi hanno persino liquidato posizioni in obbligazioni europee, mentre i non residenti hanno continuato a investire nel mercato obbligazionario USA. Per di più, in presenza di una domanda di credito crescente e di un incipiente rialzo dei tassi d'interesse a breve negli Stati Uniti, sia la domanda sia l'offerta di fondi bancari hanno subito un'accelerazione, e gli afflussi bancari netti si sono più che raddoppiati, salendo a \$104 miliardi. Dal lato delle passività, il forte incremento da \$18 a 106 miliardi è dovuto principalmente a operazioni delle filiali di banche statunitensi all'estero, soprattutto nell'Europa occidentale e nei Caraibi.

Dai dati di bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti si potrebbe quindi trarre la conclusione che nel 1994 vi sia stata una netta riduzione del finanziamento ufficiale dell'accresciuto disavanzo corrente, a vantaggio degli afflussi di fondi privati. Ma altri riscontri statistici indicano che questa conclusione è quasi certamente prematura e che, indirettamente, il finanziamento ufficiale da parte delle autorità monetarie estere è stato di fatto assai maggiore di quanto mostri la bilancia dei pagamenti USA. I dati sull'attività bancaria internazionale segnalati alla BRI indicano che lo scorso anno i depositi ufficiali in dollari presso le eurobanche

I dati di bilancia dei pagamenti indicano una diminuzione nel finanziamento ufficiale del disavanzo corrente degli Stati Uniti, ma...

Conti con l'estero di Stati Uniti, Giappone e Germania									
	1990	1991	1992	1993	1994	1994 1° trim.	1994 2° trim.	1994 3° trim.	1994 4° trim.
	in miliardi di dollari USA								
Stati Uniti									
Partite correnti	-91,7	- 7,0	- 67,9	-103,9	-155,7	-24,9	-36,0	-46,7	-48,0
Movimenti di capitali ¹	61,9	-14,8	25,7	35,3	113,9	14,4	23,8	28,1	47,6
di cui:									
investimenti diretti	18,0	- 5,2	- 31,1	- 36,5	1,6	-14,4	- 3,8	2,7	17,1
investimenti di portafoglio ²	-29,7	9,2	21,6	- 15,1	30,9	5,9	- 8,3	11,2	22,1
fondi bancari non compresi sopra	12,2	8,8	37,8	50,7	104,2	34,0	40,8	19,6	9,8
errori ed omissioni	39,9	-39,7	- 17,1	21,1	- 33,3	-20,3	- 5,0	- 6,9	- 1,1
Variazione nella posizione monetaria ufficiale netta ^{3,4}	29,9	21,8	42,2	68,6	41,7	10,5	12,2	18,6	0,4
Giappone									
Partite correnti	35,8	72,9	117,6	131,4	129,1	35,0	33,4	29,6	31,2
Movimenti di capitali ¹	-56,6	-90,0	-118,9	-108,0	-131,4	-28,9	-39,6	-33,7	-29,3
di cui:									
investimenti diretti	-46,3	-29,4	- 14,5	- 13,6	- 17,1	- 5,2	- 3,8	- 4,2	- 3,8
investimenti di portafoglio ²	- 5,0	41,0	- 26,2	- 62,7	- 48,9	54,1	-35,3	-39,0	-28,8
fondi bancari non compresi sopra	-13,6	-93,5	- 73,0	- 15,0	- 22,7	-81,9	12,7	25,2	21,3
errori ed omissioni	-20,9	- 7,8	- 10,5	- 0,3	- 17,8	6,3	- 7,8	-10,1	- 6,2
Variazione nella posizione monetaria ufficiale netta ³	20,9	17,1	1,4	- 23,5	2,3	- 6,1	6,2	4,1	- 1,9
Germania									
Partite correnti	46,3	-19,1	- 21,1	- 14,7	- 23,2	- 2,7	- 0,9	-12,7	- 6,9
Movimenti di capitali ¹	-39,4	18,9	68,5	- 7,5	30,8	3,3	3,7	18,0	5,9
di cui:									
investimenti diretti	-20,8	-18,6	- 15,9	- 13,4	- 14,6	- 3,8	- 4,2	- 1,6	- 5,0
investimenti di portafoglio ^{2,5}	- 2,4	22,5	38,7	123,0	- 7,4	-16,1	-14,5	3,4	19,9
fondi bancari a breve	- 0,9	24,4	40,0	- 62,9	57,7	41,2	21,0	11,5	-16,1
altri fondi privati a breve	-11,6	5,3	5,0	- 33,3	- 10,3	- 5,2	7,4	- 5,8	- 6,9
errori ed omissioni	15,0	7,8	7,2	- 10,8	0,7	-14,3	- 5,7	9,5	11,2
Variazione nella posizione monetaria ufficiale netta ³	- 6,9	0,3	- 47,4	22,1	- 7,6	- 0,6	- 2,7	- 5,3	1,0

¹ Definiti come: - (saldo delle partite correnti + variazione nella posizione monetaria ufficiale netta); il segno meno indica un deflusso di capitali. ² Unicamente obbligazioni e azioni. ³ Variazioni delle riserve valutarie e auree, meno variazioni nelle passività verso autorità monetarie estere. Al netto degli effetti di cambio. Il segno meno indica un incremento delle attività ufficiali nette. ⁴ Compresi titoli del Tesoro USA detenuti da autorità monetarie estere. ⁵ Compresi prestiti sotto forma di notes.

Fonte: statistiche nazionali.

Tabella VI.1

...ulteriori elementi fanno pensare a un notevole finanziamento ufficiale "indiretto"

al di fuori degli Stati Uniti si sono accresciuti di quasi \$32 miliardi, l'incremento più alto mai registrato (tabella VI.2). La maggior parte, se non la totalità, di questi fondi ha verosimilmente contribuito al finanziamento del disavanzo corrente degli Stati Uniti poiché, per effetto di arbitraggi sui tassi d'interesse, essi sono stati probabilmente ridepositati in larga misura negli Stati Uniti stessi, riflettendosi quindi nelle passività nette delle banche USA verso le banche

all'estero. Inoltre, è ben possibile che l'aumento non identificato di \$25 miliardi nelle riserve in dollari sia dovuto al collocamento negli Stati Uniti di dollari acquisiti da banche centrali estere, attuato per il tramite di banche esterne all'area dichiarante BRI oppure sotto forma di titoli emessi da mutuatari privati statunitensi. Ad ogni modo l'aumento totale delle riserve ufficiali lorde identificate in dollari è passato da \$70 a 91 miliardi nel 1994, sebbene in rapporto all'accresciuto disavanzo corrente l'acquisizione di riserve abbia segnato un calo dal 67 al 58%.

È probabile che in massima parte l'aumento di \$91 miliardi nelle disponibilità ufficiali in dollari abbia avuto luogo in Asia, benché per questa regione non siano pubblicati dati sulla composizione per valute delle riserve. Accanto all'incremento di \$26 miliardi nelle riserve valutarie del Giappone, attribuibile agli interventi tesi ad arginare l'ascesa dello yen, si registrano aumenti per quelle della Cina (oltre \$30 miliardi) e di Singapore, India, Taiwan, Corea e Thailandia (complessivamente \$39 miliardi). Alla luce di questa concentrazione in Asia della crescita delle riserve (anche escludendo il Giappone), non sorprende che negli ultimi tempi abbia suscitato maggiore attenzione il problema della diversificazione delle disponibilità ufficiali a detrimento del dollaro e in favore dello yen. Il calo del dollaro rispetto allo yen non ha fatto altro che acuire ulteriormente la questione, anche se si è indubbiamente trattato di un effetto, oltreché di una causa, della spinta alla diversificazione.

Lo scorso anno il ruolo dei flussi privati nella bilancia dei movimenti di capitali del Giappone è rimasto praticamente invariato. Ad esempio, i deflussi privati netti identificati a lungo termine sono aumentati soltanto di \$2 miliardi,

Le riserve crescono nettamente in Asia e s'impone all'attenzione il loro diversificarsi a scapito del dollaro

Riserve valutarie ufficiali ¹						
Poste	1990	1991	1992	1993	1994	Consistenze a fine 1994
in miliardi di dollari USA						
Variazioni a tassi di cambio correnti						
Totale	123,7	45,8	23,9	100,7	146,7	1 108,2
di cui:						
paesi industriali	82,1	-24,3	-25,9	27,6	56,7	515,6
NIE dell'Asia	11,7	19,5	15,5	20,6	30,4	225,1
altri PVS	37,2	54,7	32,9	48,3	53,7	340,7
Variazioni a tassi di cambio costanti ²						
Totale	88,7	44,0	45,1	105,0	106,3	1 108,2
Riserve in dollari	47,4	29,8	52,8	69,8	91,0	679,3
di cui detenute:						
negli Stati Uniti	29,9	22,3	32,8	79,0	34,5	453,2
presso banche al di fuori degli USA ³	4,6	5,8	9,2	1,1	31,7	124,6
non classificate	12,9	1,7	10,8	-10,3	24,8	101,5
Riserve non in dollari	41,3	14,2	-7,7	35,2	15,3	428,9
di cui detenute presso banche ³	16,3	-29,2	-6,9	6,6	1,7	109,8

¹ Escluse le disponibilità ufficiali in ECU. ² Parzialmente stimate. ³ Depositi di istituzioni monetarie ufficiali presso le banche dichiaranti alla BRI. Tabella VI.2

Principali flussi di capitali in determinati paesi industriali ¹							
	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993	1994
in miliardi di dollari USA, medie annue							
Totale flussi di capitali							
Deflussi ²	153,7	231,1	678,9	510,8	543,6	975,7	725,8
<i>in percentuale del PIL</i>	3,0	2,9	5,4	3,3	3,2	5,3	3,6
Stati Uniti	43,3	44,1	77,4	96,9	82,5	125,4	164,3
Giappone ³	15,4	53,5	242,2	117,2	25,4	65,0	162,0
Europa occidentale ⁴	95,0	133,5	359,2	296,7	435,7	785,3	399,5
Afflussi	168,2	270,7	745,6	510,4	557,6	941,8	635,7
<i>in percentuale del PIL</i>	3,3	3,4	5,9	3,3	3,3	5,1	3,2
Stati Uniti	33,6	100,0	177,7	82,1	108,2	160,7	278,2
Giappone	15,2	30,3	178,3	27,2	-93,5	-43,0	30,8
Europa occidentale ⁴	119,4	140,4	389,6	401,1	542,9	824,1	326,6
<i>di cui: investimenti di portafoglio</i>							
Deflussi	21,3	63,6	182,7	267,3	244,1	424,6	232,6
Stati Uniti	5,3	6,5	13,6	44,7	45,1	120,0	60,6
Giappone	3,4	25,0	85,9	74,3	34,4	51,7	83,6
Europa occidentale ⁴	12,6	32,0	83,1	148,3	164,6	253,0	88,4
Afflussi	26,3	68,3	172,3	354,0	305,8	520,4	175,4
Stati Uniti	5,2	29,4	44,7	54,0	66,7	104,9	91,5
Giappone	5,1	12,6	26,9	115,3	8,2	-11,1	34,7
Europa occidentale ⁴	16,1	26,4	100,7	184,8	230,9	426,5	49,3
<i>investimenti diretti</i>							
Deflussi	36,9	37,0	149,4	169,8	157,8	160,5	186,4
Stati Uniti	16,9	7,6	25,3	31,3	41,0	57,9	58,4
Giappone	2,3	5,1	32,1	30,7	17,2	13,7	17,9
Europa occidentale ⁴	17,8	24,3	92,0	107,8	99,6	88,9	110,0
Afflussi	23,3	33,2	114,2	101,0	84,8	88,5	123,5
Stati Uniti	9,0	18,6	53,4	26,1	9,9	21,4	60,1
Giappone	0,1	0,3	0,3	1,4	2,7	0,1	0,9
Europa occidentale ⁴	14,2	14,3	60,6	73,6	72,2	67,0	62,5

¹ Esclusa la variazione nella posizione monetaria ufficiale netta. ² Compresi errori ed omissioni. ³ Esclusi i capitali netti a breve del settore non bancario. ⁴ Compresi i flussi intra-area. I dati per il 1994 sono parzialmente stimati.

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

Tabella VI.3

I deflussi di investimenti privati di portafoglio dal Giappone aumentano ma hanno per oggetto attività denominate in yen

portandosi a \$73 miliardi. Si è avuto un incremento di \$32 miliardi negli investimenti di portafoglio all'estero, che è stato però più che compensato dalla ripresa dei corrispondenti afflussi (tabella VI.3). Una parte preponderante delle acquisizioni di portafoglio all'estero dei residenti giapponesi ha assunto la forma di titoli internazionali denominati in yen; ciò significa che soltanto una piccola frazione degli introiti in dollari originati dall'avanzo corrente si è riflessa in tali acquisizioni. Per contro, i mutuatari esteri paiono aver venduto contro dollari i fondi raccolti in yen. Nel contempo, i mutuatari giapponesi hanno rimborsato prestiti in valute estere, e anche le passività in valuta delle banche sono diminuite. Parte dell'avanzo in dollari è stata inoltre assorbita da interventi ufficiali, in un ulteriore tentativo di frenare l'ascesa dello yen, come si è detto più sopra.

Nel 1994 in *Germania* si è verificato un massiccio calo degli investimenti dell'estero in titoli (principalmente a reddito fisso), e nel primo semestre si sono avute persino liquidazioni nette. Alla base di ciò vi è stata l'assenza, e addirittura l'inversione di segno, delle tensioni speculative che avevano accompagnato la crisi degli AEC nel 1992 e nel 1993. Ma, fatto forse ancor più importante, gli investitori hanno reagito al forte, repentino mutamento delle precedenti aspettative di ulteriori cali dei tassi d'interesse tedeschi allorché l'economia è apparsa assai più dinamica di quanto si fosse previsto a inizio d'anno. Il fatto che i rendimenti delle obbligazioni tedesche fossero scesi su minimi storici potrebbe inoltre aver acuito negli investitori la percezione del rischio.

Ampi spostamenti dei flussi di portafoglio in contropartita di quelli bancari in Germania

Nonostante il predetto calo, nell'arco dell'anno l'avanzo netto nei movimenti di capitali tedeschi identificati ha fatto registrare un incremento. L'ampia variazione dei flussi netti di titoli ha avuto come principale contropartita le operazioni bancarie a breve, passate da un deflusso netto di \$63 miliardi nel 1993 a un afflusso netto di entità analoga lo scorso anno. È probabile che questo andamento sia collegato alquanto direttamente al declino degli acquisti di portafoglio dei non residenti. In parte le loro ingenti acquisizioni di obbligazioni tedesche nel 1993 erano state finanziate mediante crediti erogati da banche tedesche, le cui attività sull'estero erano cresciute in quell'anno di \$73 miliardi, mentre sono scese di \$16 miliardi nel 1994. Al tempo stesso, le passività a breve termine delle banche sono cresciute di \$42 miliardi, anche perché gli investitori hanno preferito detenere in forma liquida il ricavato della vendita di obbligazioni o altre disponibilità in marchi. Dopo l'ampio calo registrato nel 1993, le attività monetarie ufficiali nette hanno mostrato un modesto incremento, in quanto ha avuto inizio la liquidazione delle operazioni di finanziamento connesse agli AEC.

Il dollaro agli inizi degli anni ottanta e novanta

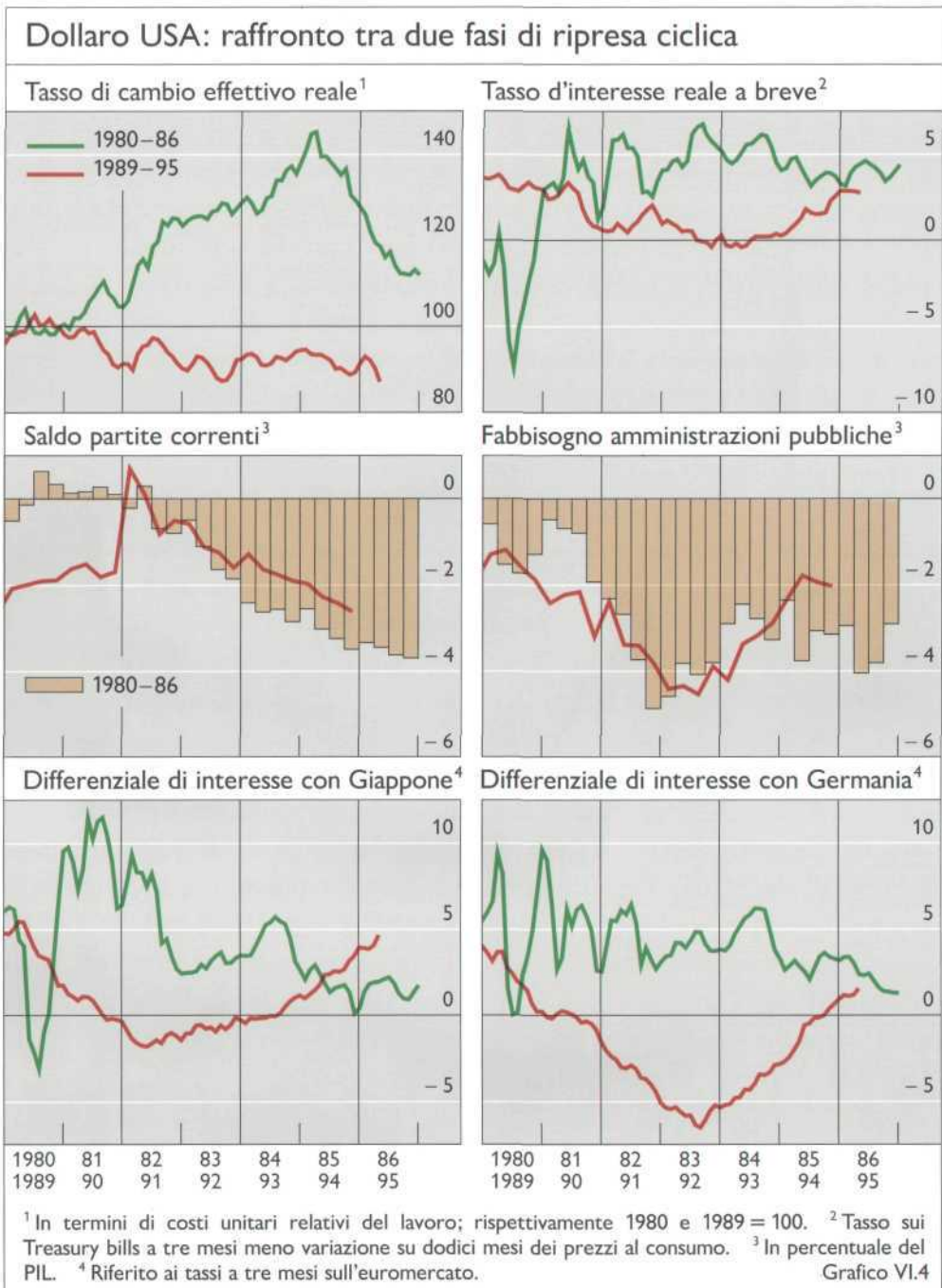
La debolezza del dollaro ha costituito una sorpresa per quanti consideravano la situazione in qualche modo analoga a quella della prima metà degli anni ottanta. Anche allora l'economia degli Stati Uniti si era ripresa in anticipo rispetto al resto del mondo e i differenziali d'interesse si erano mossi in senso favorevole al dollaro, in quanto di fronte a un crescente disavanzo di bilancio le autorità avevano mantenuto una politica monetaria stringente.

Diverso comportamento del dollaro nella ripresa attuale rispetto a quella dello scorso decennio in parte a causa ...

A un'analisi più attenta, le condizioni presenti nei due periodi non risultano essere così simili come potrebbe sembrare a prima vista. È importante ricordare che gli anni ottanta erano iniziati all'indomani del secondo shock dei prezzi petroliferi e del fortissimo inasprimento della politica monetaria degli Stati Uniti nel 1979, in un quadro di inflazione alta e di estrema debolezza del dollaro. I tassi d'interesse reali a breve erano dunque già molto alti nel 1981, poiché la Riserva federale manteneva una posizione più scettica che non l'Amministrazione Reagan circa gli effetti sul disavanzo dei tagli fiscali ispirati alla "supply-side economics". Tale situazione si protrasse, in quanto i fatti davano ragione alla Riserva federale. Il disavanzo aumentò e il dosaggio delle politiche economiche divenne fortemente squilibrato.

... di tassi d'interesse reali minori che nei primi anni ottanta,

All'inizio degli anni novanta, al contrario, l'inflazione era bassa e calante e la situazione finanziaria appariva fragile a seguito dei precedenti eccessi nell'indebitamento e nell'erogazione di credito. Per promuovere una modesta ripresa in



di una deteriorata
posizione patrimoniale
esterna netta
degli Stati Uniti,

queste condizioni, e senza esporre a rischi la stabilità dei prezzi, i tassi ufficiali d'interesse sono stati abbassati fino a ridurli praticamente a zero in termini reali nel 1992-93, contro il 5-5½% nel 1983-84. Sino in epoca recente la situazione di bilancio risultava nel complesso paragonabile a quella del periodo precedente, e la prospettiva di un significativo miglioramento futuro era incerta in entrambi i casi. Tuttavia, una differenza che può aver pesato agli inizi degli anni novanta è che la posizione esterna netta degli Stati Uniti era andata decisamente deteriorandosi a partire dal 1980, rendendo più difficile il conseguimento di un equilibrio delle partite correnti (si veda la pagina 133).

Sebbene all'inizio degli anni novanta si fosse molto parlato della probabilità che i differenziali internazionali di interesse si sarebbero mossi in favore del

dollaro, il grafico VI.4 mostra che, specie nei confronti del marco, il differenziale è rimasto negativo, e ha cominciato a divenire meno sfavorevole soltanto a partire dal 1992, quando i tassi d'interesse in Germania sono stati fortemente influenzati dalle conseguenze della riunificazione sulla politica economica. Durante i primi anni ottanta, per contro, i differenziali erano favorevoli al dollaro, a volte in misura sostanziale. Per quanto concerne i tassi d'interesse a lungo termine, le conclusioni dell'analisi non sono così univoche, poiché oltre ai rendimenti in termini di cedola vanno considerati anche i guadagni e le perdite in conto capitale. Nondimeno, la fase finale dell'ascesa del dollaro nei primi anni ottanta pare essere stata sorretta da ben fondate aspettative di plusvalenze di capitale, giacché nel 1984 i tassi a lungo termine avevano cominciato a scendere. Nel 1994 è accaduto il contrario, benché l'aumento dei tassi non abbia riguardato soltanto gli Stati Uniti.

e di differenziali internazionali di interesse meno favorevoli

Più in generale, tuttavia, agli inizi degli anni ottanta il clima internazionale – politico oltreché economico – era più favorevole al dollaro. La tensione della guerra fredda rimaneva elevata in seguito all'invasione sovietica dell'Afghanistan; il secondo shock petrolifero era potenzialmente meno grave per gli Stati Uniti che, ad esempio, per il Giappone; e si sperava che il nuovo approccio più liberale della politica economica degli Stati Uniti avrebbe reso particolarmente remunerativo l'investimento in questo paese. In effetti, per buona parte del periodo 1981–85 molti avevano ravvisato nel rafforzamento della moneta americana un segno della solidità e dell'efficacia della nuova strategia di politica economica, e l'Amministrazione adduceva tali argomenti a giustificazione del “benign neglect” di fronte al vigore del dollaro. In Europa, il pessimismo circa le prospettive di crescita, sintetizzato nell'espressione “eurosclerosi”, faceva sì che l'ascesa del dollaro non fosse del tutto malvista. In sintesi, nei primi anni ottanta era il dollaro ad essere percepito come moneta-rifugio, con la conseguenza che la prima crisi debitoria internazionale latino-americana aveva avvantaggiato la moneta statunitense, diversamente da quanto accade ora.

Diversità anche nel clima politico ed economico internazionale dei due periodi

La fine dell'ascesa del dollaro negli anni ottanta è intervenuta allorché è apparso che il boom della domanda interna, l'ampio disavanzo di bilancio e la massiccia perdita di competitività stavano sospingendo indefinitamente verso l'alto il deficit delle partite correnti. In effetti, alla luce della passata esperienza e dopo altri dieci anni di ampi disavanzi di bilancio e dei pagamenti correnti, non desta molta sorpresa che nel 1994 il dollaro si sia indebolito invece di rafforzarsi.

Altre monete fluttuanti

Con la notevole eccezione del franco svizzero, altre importanti monete fluttuanti hanno perso ulteriormente valore dagli inizi del 1994, sebbene in misura molto varia e per ragioni differenti. Il dollaro canadese si è deprezzato contro la moneta statunitense per il terzo anno consecutivo, perdendo circa il 6% fra le prime settimane del 1994 e il marzo di quest'anno. Nello stesso scorcio di tempo altre tre monete, la sterlina, la lira e la corona svedese, che erano state costrette a uscire dal sistema di cambi fissi nell'autunno 1992, si sono indebolite rispettivamente del 14, 21 e 11% nei confronti del marco. Nel caso delle valute canadese, italiana e svedese un importante fattore di fondo risiede

Varie monete fluttuanti si sono deprezzate ulteriormente nel 1994 e agli inizi del 1995...



... soprattutto a causa del nodo di incertezze politiche e finanziarie

nelle crescenti preoccupazioni circa la sostenibilità della situazione di bilancio, soprattutto perché questa era legata a difficoltà politiche che si riteneva condizionassero la capacità di adottare misure della portata richiesta. A sua volta, ciò ha alimentato ulteriormente i dubbi circa i tassi di cambio di queste monete. Inoltre, gli operatori economici hanno mostrato una crescente consapevolezza delle implicazioni dei più elevati tassi d'interesse per il costo del servizio del debito. Nei paesi con un ingente indebitamento pubblico a breve è divenuto possibile immaginare un circolo vizioso in cui i timori generati dai disavanzi di bilancio e dallo stock di passività accumulate dal settore pubblico creano tensioni monetarie che, se contrastate con aumenti dei tassi d'interesse, finiscono con l'aggravare ulteriormente i disavanzi, e così via. Nel gennaio di quest'anno, adducendo come motivo la preoccupante situazione di bilancio, un'agenzia di rating ha dato seguito agli ammonimenti formulati nel 1994, declassando l'indebitamento a lungo termine della Svezia denominato in valuta estera; poco tempo dopo, essa ha altresì abbassato la tripla A assegnata ai titoli del debito pubblico interno canadese e ha ridotto da AA1 ad AA2 il rating del debito del paese in valuta estera.

Fra le quattro monete fluttuanti che si sono indebolite nel periodo sotto rassegna, il calo della sterlina ha avuto come sfondo una situazione di bilancio migliore e una posizione corrente verso l'estero molto più favorevole di quanto fosse stato previsto. Pertanto, nella flessione relativamente moderata subita dalla moneta britannica durante il 1994 non era stata ravvisata una grave minaccia per l'obiettivo di inflazione fissato dalle autorità. Il calo della sterlina si è però accentuato nel 1995, e sebbene ciò potesse in parte interpretarsi come un inevitabile effetto secondario delle più gravi turbolenze in altri mercati, a febbraio sono stati nuovamente innalzati i tassi d'interesse.

La sterlina scende nonostante la relativa solidità delle variabili fondamentali

Differenziali del tasso a tre mesi sull'euromercato in determinati paesi

Medie settimanali, in punti percentuali

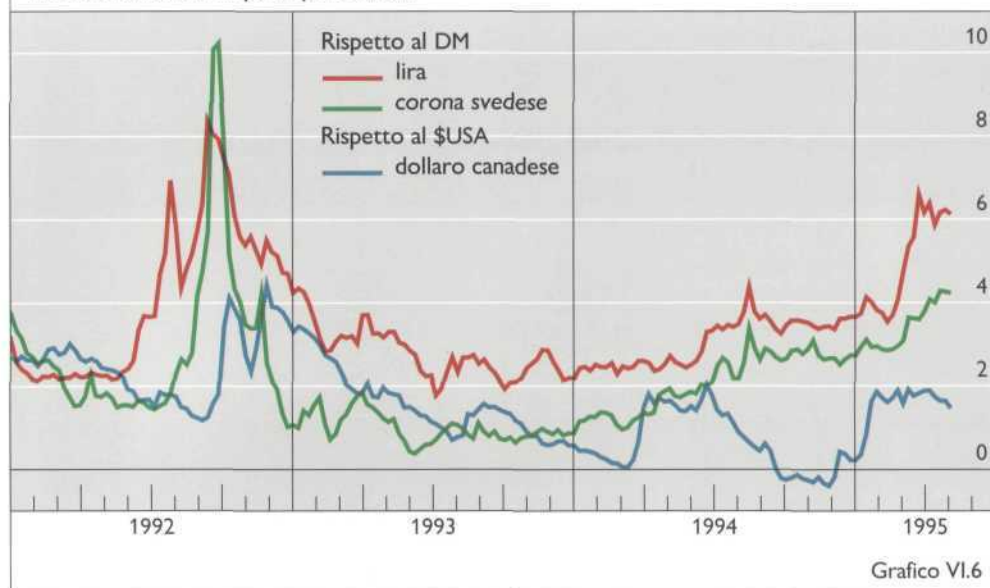


Grafico VI.6

I problemi della lira erano notevolmente più complessi e gravi. Alle persistenti incertezze politiche e di finanza pubblica nel primo scorcio del 1995 è venuto ad aggiungersi un rialzo del tasso d'inflazione, dopo un lungo periodo in cui l'impatto inflazionistico interno del deprezzamento valutario era stato sorprendentemente modesto. Un innalzamento dei tassi d'interesse ufficiali è stato allora giudicato necessario per motivi interni oltreché esterni. I tassi di mercato a tre mesi sono aumentati fortemente, superando a un certo momento di quasi 7 punti percentuali i corrispondenti tassi tedeschi. Ma in presenza di crescenti timori di effetti di rimbalzo sugli oneri per il servizio del debito, neppure la fiducia parlamentare ottenuta dal Governo nel marzo 1995 sulla manovra finanziaria aggiuntiva è riuscita a impedire un ulteriore forte calo della lira. Dopo la metà del mese essa ha tuttavia segnato un certo recupero ed è rimasta al disopra dei precedenti minimi, almeno fino agli inizi di maggio.

La lira è oggetto delle pressioni più acute

In Canada e in Svezia la situazione di fondo, benché meno seria, era nondimeno difficile. In Canada i tassi d'interesse sono stati innalzati decisamente nella prima metà del 1994 allorché la moneta si è nuovamente indebolita, anche a causa dei timori circa la situazione politica nel Québec. Nonostante una temporanea attenuazione delle tensioni, specie dopo che le elezioni di metà settembre avevano dimostrato come il sostegno popolare al separatismo del Québec fosse meno forte del previsto, il dollaro canadese è sceso ancora nel quarto trimestre a seguito di un ulteriore rialzo dei tassi d'interesse negli Stati Uniti. I tassi a breve canadesi sono stati aumentati ancor più energicamente che nella prima parte dell'anno, ma l'efficacia di questa misura è stata attenuata dai connessi timori a riguardo del possibile impatto sul bilancio. Per giunta, è stata messa in dubbio la sostenibilità dei più elevati tassi. Infatti, essendo l'inflazione canadese veramente bassa, i valori impliciti dei tassi d'interesse reali cominciavano ad apparire molto alti, sia in assoluto che in relazione al livello ancora elevato della disoccupazione. Date le incertezze createsi alla vigilia dell'approvazione dell'importante bilancio del marzo 1995, durante le

Il dollaro canadese scende nonostante i rialzi dei tassi d'interesse...

prime settimane dell'anno il dollaro canadese è sceso al punto minimo degli ultimi nove anni, un livello che non ha più toccato fino agli inizi di maggio.

... come pure la corona svedese

Un intreccio di incertezze politiche e fiscali, unitamente ai timori di una più alta inflazione, ha parimenti influenzato la corona svedese. In presenza di crescenti livelli di utilizzo della capacità produttiva a seguito del precedente deprezzamento della corona, nella seconda metà del 1994 i tassi d'interesse sono stati innalzati tre volte. Tuttavia, tali misure hanno avuto scarsa efficacia nel migliorare il clima di fiducia, non solo a causa degli effetti sulla situazione di bilancio ma anche per i temuti effetti indiretti qualora fosse di conseguenza rallentato il ritmo dell'attività economica. A parte sporadici periodi di stabilità, la corona ha continuato a indebolirsi, in quanto le agenzie di rating e i mercati finanziari hanno giudicato inadeguate, alla luce delle circostanze, le reiterate dichiarazioni di intenti riguardo alla politica di bilancio.

Il franco svizzero si consolida

Dopo la costante ripresa del 1993, durante il periodo sotto rassegna il franco svizzero si è mantenuto su livelli sostenuti. A tratti, come durante la turbolenza dei mercati del marzo di quest'anno, sono apparse in chiara evidenza le sue tradizionali caratteristiche di moneta-rifugio, poiché esso si è rafforzato persino nei confronti del marco in ascesa. Pur avendo ridotto i tassi d'interesse ufficiali e partecipato talora a interventi concertati in sostegno del dollaro, le autorità svizzere non hanno adottato altre misure intese specificatamente a limitare la forza del franco.

Andamenti in seno agli Accordi europei di cambio (AEC)

All'interno della banda di oscillazione ampliata degli AEC...

La svalutazione della peseta e dell'escudo nel marzo di quest'anno ha rappresentato il principale evento nell'ambito degli AEC durante il periodo sotto rassegna. Le pressioni su altre monete aderenti al meccanismo hanno costretto anche le autorità di Belgio, Francia, Danimarca e Irlanda a innalzare i tassi d'interesse, sebbene non nella stessa misura che in occasione delle crisi precedenti. Per la nuova banda di oscillazione allargata si è trattato del primo vero test da quando essa è stata introdotta, nell'agosto 1993. Questa è stata, per la peseta, la quarta svalutazione dall'ingresso nel meccanismo dei tassi di cambio, nel 1989, e la terza per l'escudo che vi è entrato nel 1992.

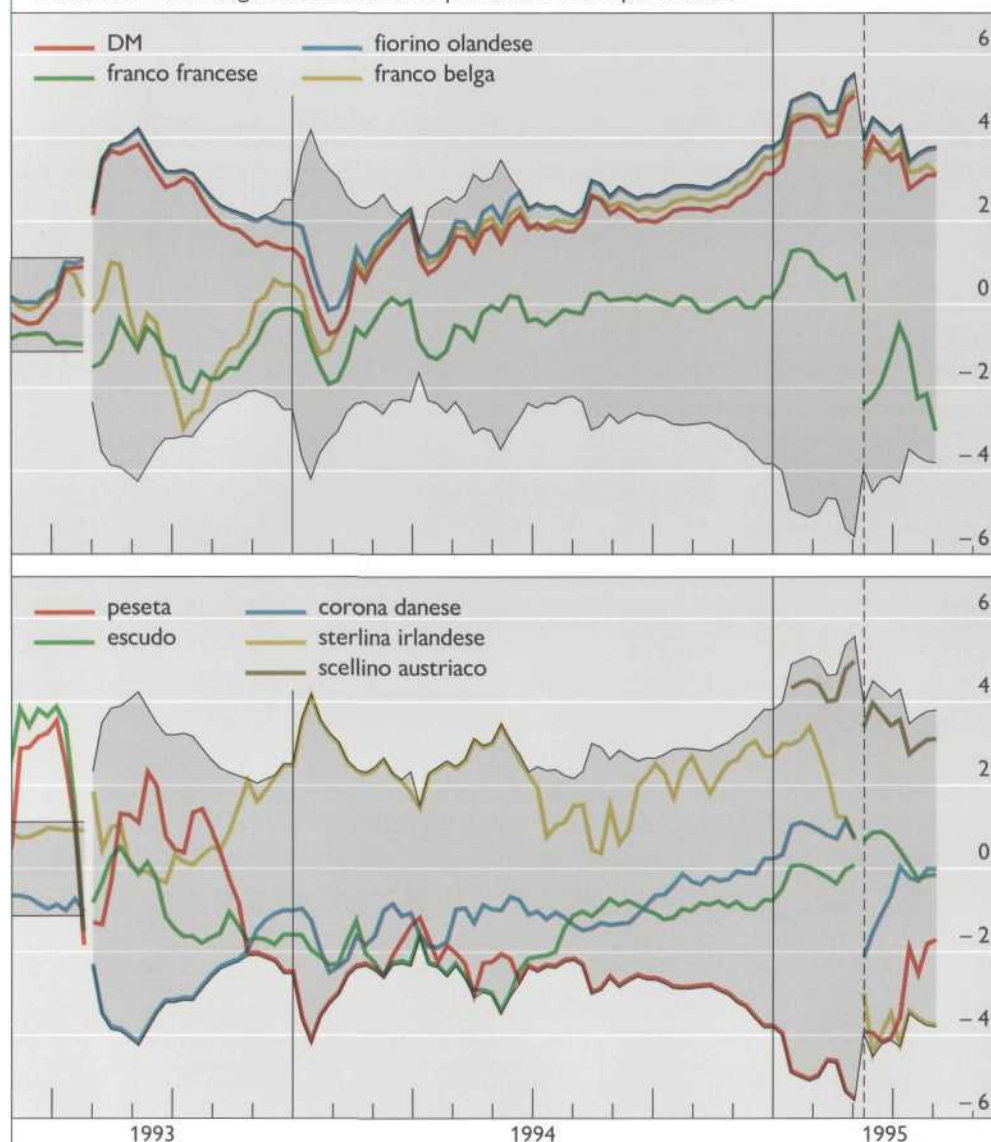
... le tensioni sono assenti per quasi tutto il 1994...

Per la maggior parte del 1994 gli AEC sono stati in complesso caratterizzati da una notevole assenza di tensioni grazie a tre ulteriori riduzioni dei tassi d'interesse tedeschi e alla perdurante convergenza dell'inflazione in Europa. Di conseguenza, l'ampiezza effettiva della banda ha superato una sola volta gli 8 punti percentuali a fronte del margine consentito del 15%. L'elemento decisivo per il recupero della fiducia è stato il fatto che dopo la crisi del 1993 il franco francese si è riavvicinato al centro della nuova banda ampliata e ha mantenuto tale posizione per la maggior parte del 1994. Va aggiunto che ciò è avvenuto malgrado il persistente indebolimento del dollaro rispetto al marco. Tale stabilità è tanto più rimarchevole in quanto il deprezzamento di molte altre valute europee nel 1992 e 1993 (alcune delle quali esterne agli AEC) aveva inevitabilmente comportato una certa perdita di competitività per le sole tre monete (franco francese, franco belga e corona danese) che avevano superato indenni le pressioni al ribasso durante la serie di sconvolgimenti valutari iniziata con

... nonostante alcuni fattori sfavorevoli ...

Posizione delle monete partecipanti agli AEC

Medie settimanali degli scostamenti dalle parità centrali, in percentuale



Nota: il 2 agosto 1993 gli AEC hanno iniziato a operare con margini di fluttuazione del 15% rispetto ai tassi centrali bilaterali rimasti invariati, con l'eccezione della banda di oscillazione tra fiorino olandese e marco tedesco; l'area ombreggiata mostra lo scarto tra le valute più forti e quelle più deboli, mentre le linee orizzontali indicano i limiti della banda ristretta degli AEC in vigore prima della data suddetta. Lo scellino austriaco è entrato a far parte degli AEC il 9 gennaio 1995. Il 6 marzo 1995 la peseta spagnola e l'escudo portoghese sono stati svalutati rispettivamente del 7 e 3 1/2%.

Grafico VI.7

l'attacco al marco finlandese nel novembre 1991. I mercati stavano chiaramente prendendo atto che in Francia l'inflazione era stata ridotta a livelli molto bassi e consideravano generalmente solide le altre variabili fondamentali.

Le tensioni sorte in seno agli AEC nei primi mesi del 1995 sono state simili a quelle già osservate in precedenti occasioni, poiché hanno rispecchiato il convergere di fattori endogeni ed esterni. Ma, diversamente dai passati episodi di acuto stress, i limiti della banda di oscillazione non sono stati raggiunti da nessuna moneta, e non si è quindi posto il problema di interventi obbligatori.

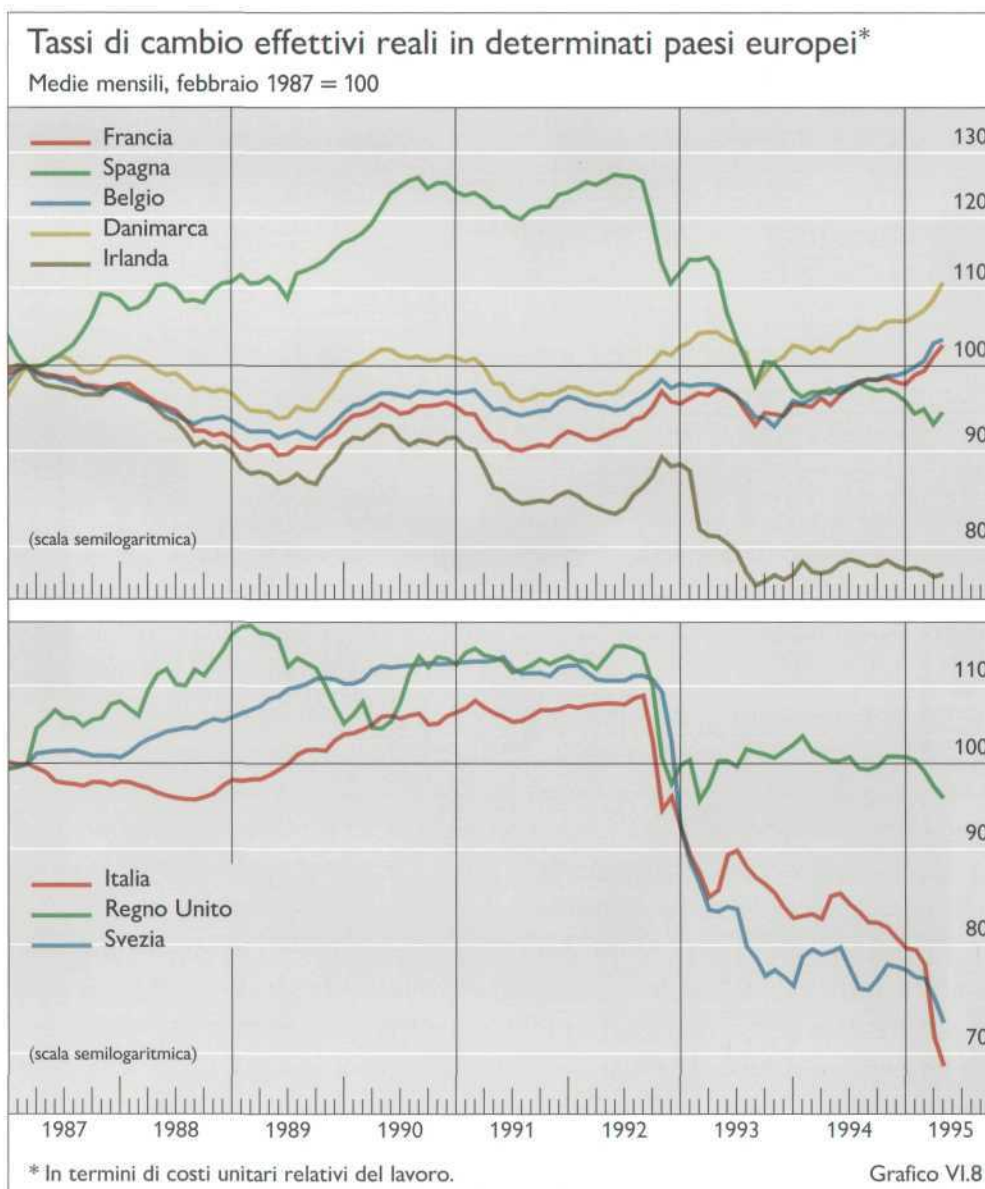
Sia la peseta sia, in minor misura, il franco francese erano andati indebolendosi rispetto al marco prima del volgere dell'anno. Nel caso del franco francese

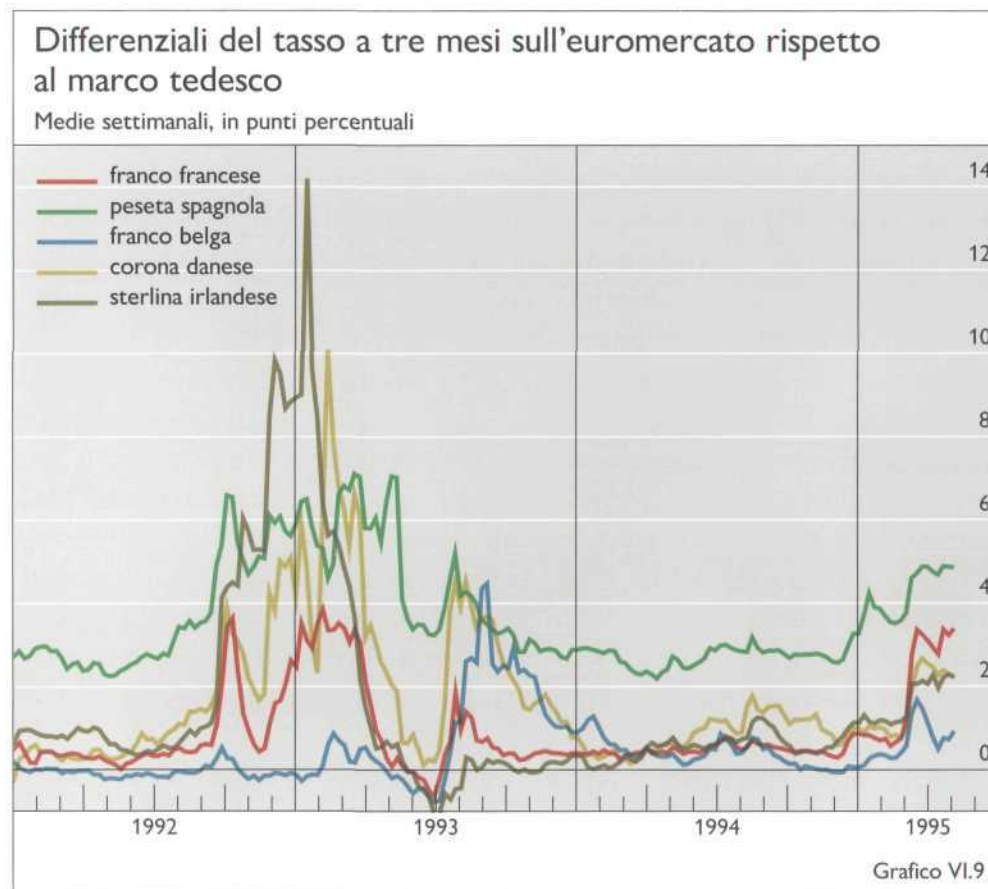
... ma riemergono agli inizi del 1995 ...

...allorché la peseta spagnola e il franco francese risentono di incertezze politiche ed economiche

ha inciso l'approssimarsi delle elezioni presidenziali. In Spagna stava invece prendendo corpo uno scandalo finanziario, e le incertezze politiche congiunte a problemi di bilancio hanno alimentato un atteggiamento di sfiducia nei confronti della peseta. Ai primi di gennaio questa ha cominciato a deprezzarsi fortemente e le autorità spagnole hanno reagito innalzando i tassi d'interesse. Tuttavia, in termini di sequenza temporale, è ben possibile che gli sviluppi sul mercato del dollaro agli inizi di marzo abbiano costituito il fattore di innesco che ha portato le tensioni al culmine. In particolare, l'insuccesso degli interventi del 2 e 3 marzo a sostegno del dollaro può avere indotto le autorità spagnole a preferire un tempestivo riallineamento della peseta rispetto a massicci, e forse inefficaci, interventi intramarginali. Durante il successivo fine settimana è stato concordato un riallineamento del 7% delle parità centrali della peseta. A quel punto il calo complessivo della moneta spagnola nei confronti del marco dall'agosto 1992 ammontava al 30% circa. L'entità del riallineamento è stata tale da convincere le autorità portoghesi che era necessaria una svalutazione dell'escudo pari alla metà di quella della peseta.

Il riallineamento della peseta e dell'escudo viene preferito all'intervento





Così come in precedenti episodi di riallineamento, le pressioni all'interno degli AEC non si sono dissipate immediatamente, ma hanno invece coinvolto altre monete, forse per la ragione che la posizione competitiva di queste ultime doveva necessariamente risultare in certa misura peggiorata. In presenza di una disoccupazione ancora relativamente elevata in Francia, il 7 marzo la quotazione del franco rispetto al marco è scesa al minimo di 3,5880, circa il 7% al di sotto della parità centrale bilaterale. Nondimeno, il franco è stato sorretto dal fatto che l'economia interna stava palesemente recuperando e poteva ancora essere in qualche misura isolata dal pieno impatto del rialzo dei tassi d'interesse inteso a influire sul corso del cambio. In effetti, la tattica delle autorità è stata esattamente la stessa che in precedenti occasioni: la Banca di Francia ha sospeso le operazioni pronti contro termine a 5-10 giorni e ha aperto una facilitazione creditizia a 24 ore al tasso, più elevato, dell'8%. Ciò ha arrestato il calo del franco, che nel corso di marzo ha persino recuperato parte del terreno perduto, per poi indebolirsi temporaneamente in aprile e agli inizi di maggio nel contesto della campagna per le elezioni presidenziali.

Temendo che le difficoltà potessero propagarsi al franco belga, dato l'ingente debito pubblico del paese, la Banca Nazionale del Belgio ha innalzato precauzionalmente i tassi d'interesse. La pressione si è diffusa anche alla corona danese e, in special modo, alla sterlina irlandese, che è caduta nella posizione più bassa della banda. La moneta irlandese ha risentito della concomitante debolezza della sterlina, oltre che delle tensioni in seno agli AEC. I tassi d'interesse sono stati quindi aumentati anche in Danimarca e in Irlanda, come pure in Spagna e in

Nonostante la ripresa economica in Francia, il franco risente delle incertezze pre-elettorali ma viene difeso

Anche altre monete degli AEC sono sottoposte a pressioni...

... ma un calo dei tassi d'interesse tedeschi contribuisce ad alleggerire le tensioni in aprile

Portogallo, dato che sia la peseta sia l'escudo continuavano a dare segni di debolezza nonostante i riallineamenti. Le tensioni sono state in certa misura placate dalle dichiarazioni di alti funzionari della Bundesbank, i quali hanno sottolineato che in altri paesi le variabili fondamentali erano solide e che l'incertezza politica in Francia non poteva che essere temporanea. Si è persino accennato alla possibilità di una riduzione dei tassi d'interesse tedeschi; e in effetti ciò è avvenuto il 30 marzo. Nonostante il perdurante calo del dollaro, le tensioni in seno agli AEC si sono ulteriormente allentate agli inizi di aprile, facilitando il riassorbimento di taluni dei precedenti rialzi dei tassi d'interesse.

Leggero calo del dollaro in termini effettivi reali ...

Tassi di cambio effettivi reali e aggiustamento esterno

Sebbene taluni tassi di cambio bilaterali nominali del dollaro abbiano registrato variazioni cospicue, in termini effettivi reali il suo valore si è modificato molto meno. Il grafico VI.10, che riporta l'andamento di indici con base 100 alla data dell'Accordo del Louvre del 1987, mostra come il dollaro abbia oscillato entro una fascia relativamente ristretta attorno a un valore di indice prossimo a 80 a partire dal 1991, dopo un periodo di ulteriore deprezzamento all'indomani dell'Accordo. Più di recente, durante l'inverno 1994-95, il valore reale del dollaro è anzi leggermente salito per qualche tempo, in parte a causa del brusco deprezzamento del peso messicano e della debolezza del dollaro canadese.

... mentre lo yen sale nettamente ...

All'estremo opposto, lo yen era già salito di un terzo nel periodo di soli dodici mesi iniziante nell'autunno 1992. Mentre il suo tasso effettivo reale era poi aumentato soltanto lentamente fra l'autunno del 1993 e la fine dello scorso anno, nella primavera del 1995 il ritmo dell'apprezzamento ha segnato una nuova



accelerazione. Recentemente il valore reale dello yen superava di quasi il 50% quello rilevato al tempo dell'Accordo del Louvre ed era pressoché doppio rispetto al minimo toccato nell'aprile 1990.

Dopo essere salito del 10% circa nell'anno della prima crisi degli AEC, il valore effettivo reale del marco si era mantenuto sostanzialmente stabile durante il 1993 e il 1994, nonostante l'andamento flettente del dollaro. Esso ha però ripreso a rafforzarsi nei primi mesi del 1995, e a fine aprile risultava salito di un ulteriore 5%.

Non è possibile stabilire quali siano oggi i livelli appropriati dei cambi facendo riferimento unicamente alle valutazioni formulate nel 1987. Anzitutto, tali valutazioni non sono in alcun modo una scienza esatta. In secondo luogo, le circostanze potrebbero essere nel frattempo mutate in modi non previsti. In particolare, esistono talune eredità del passato di cui non si possono eliminare rapidamente gli effetti. Quella più evidente, di cui si è già fatta menzione, è l'incidenza che gli avanzi o i disavanzi delle partite correnti accumulati per anni hanno sul reddito netto degli investimenti internazionali. Un altro fattore, meno dimostrabile, concerne le possibili distorsioni introdotte nelle strutture produttive da precedenti disallineamenti, nonché il tempo e gli incentivi occorrenti per eliminarli. La sottovalutazione dello yen nel 1990 (che incoraggiava l'investimento nella produzione di beni esportabili) e la sopravvalutazione del dollaro nel periodo 1984-85 (che agiva in senso opposto) sono due esempi lampanti.

Un'altra considerazione riguarda la diversificazione di portafoglio, a scapito del dollaro, da parte degli investitori privati e ufficiali all'esterno degli Stati Uniti, in un contesto di perduranti disavanzi correnti. La rilevanza di questo sviluppo potrebbe aumentare nel momento in cui dovesse parimenti intensificarsi la diversificazione del portafoglio internazionale degli investitori statunitensi, che rispetto a quella di alcuni altri paesi è ancora piuttosto limitata.

Il calcolo di quelli che oggi sarebbero i tassi di cambio effettivi reali "di equilibrio" è ulteriormente complicato da considerazioni di più breve periodo. Ad esempio, gli attuali squilibri correnti sono in parte il risultato di sfasamenti ciclici, specie nel caso di Stati Uniti e Giappone. È altresì possibile che l'impatto del forte apprezzamento dello yen sull'avanzo giapponese nel 1992-93 non si sia ancora pienamente esplicitato e che siano tuttora presenti notevoli effetti di curva a J (Capitolo III, pagina 60).

Qualcosa di più si può dire circa la rapidità e l'entità dei movimenti dei cambi. È vero che a medio termine le variazioni dei tassi di cambio determinano principalmente una riallocazione della domanda fra i vari paesi con il procedere dell'aggiustamento dei conti esterni. Esse stimolano inoltre un riorientamento degli investimenti volto ad adeguare lo stock di capitale al nuovo assetto dei prezzi relativi e delle opportunità di profitto sia nei paesi con moneta in deprezzamento sia in quelli con moneta in apprezzamento. Tuttavia, nel breve periodo gli effetti sulla domanda aggregata possono talora essere negativi, soprattutto se la variazione dei rapporti di cambio è stata ampia e rapida. È relativamente facile differire o cancellare progetti di investimento già decisi o programmati, e far ciò immediatamente se questi al momento non appaiono più remunerativi. Al contrario, il mettere in cantiere nuovi investimenti appropriati alle mutate condizioni può richiedere tempo. I potenziali investitori tenderanno in ogni caso a rinviare

... e il marco moderatamente

Non è possibile stimare con precisione i livelli "di equilibrio" dei tassi di cambio...

... poiché vari fattori...

... complicano la valutazione

Ma la rapidità e l'entità delle variazioni del cambio...

... nel breve periodo possono avere effetti collaterali indesiderati e controproducenti

la revisione dei loro progetti in attesa di vedere quanto durevole si rivelerà la nuova configurazione dei cambi. Tali considerazioni diventano ancora più importanti quando sussistono dubbi circa il livello appropriato dei rapporti di cambio, dato che l'incertezza può portare all'inflazione. Un ulteriore aspetto collegato è che quanto più rapide sono le variazioni del cambio tanto maggiori tenderanno ad essere gli effetti di curva a J, e con essi il pericolo di ulteriori pressioni sul cambio stesso. I rischi di nuove ipercorrezioni e di una generale instabilità finanziaria tendono parimenti a crescere con la rapidità della variazione dei cambi.

Anche gli andamenti dei prezzi interni potrebbero essere perturbati. Quanto più velocemente si deprezza il tasso di cambio, tanto più concentrato nel tempo è lo shock sui prezzi all'importazione e tanto maggiore è il rischio che questo si ripercuota sull'inflazione interna. È probabile che tale rischio sia già elevato quando l'economia con moneta in deprezzamento opera in condizioni di pieno utilizzo della capacità produttiva. Nei paesi con moneta in apprezzamento in cui l'inflazione interna è già bassa o nulla, come in Giappone, non si può escludere che venga innescato un processo deflattivo, il quale potrebbe essere aggravato da problemi connessi al livello di indebitamento interno.

Il valutare l'adeguatezza dei livelli del cambio, date le esigenze spesso contrastanti dell'equilibrio esterno e interno, è stato sempre un compito difficile, reso ancor più complesso dalle incertezze circa gli effetti che le variazioni dei rapporti di cambio hanno sulle grandezze economiche rilevanti per i responsabili delle politiche. Se questi effetti dipendono anch'essi dalla rapidità di tali variazioni – un'ulteriore complicazione – non desta allora molta sorpresa che differenti autorità nazionali giungano talora a differenti conclusioni nel giudicare se esiste o meno un problema di tasso di cambio. A ciò si aggiunga che le incertezze circa la risposta dei cambi all'azione di politica economica rendono ancora più difficile l'accordo sulle soluzioni. Tale questione sarà ripresa nelle Conclusioni.

VII. Flussi di capitale e politiche nei mercati emergenti

Aspetti salienti

La crisi finanziaria messicana solleva importanti questioni circa il ruolo dei flussi di capitale nel determinare il profilo degli andamenti economici nei mercati emergenti. L'attacco speculativo contro il peso alla fine del 1994 ha messo in luce l'erraticità di numerose forme di movimenti di capitale, richiamando l'attenzione, in modo particolare, sui rischi che possono insorgere allorché gli afflussi provocano una sopravvalutazione del cambio e disavanzi correnti talmente ampi da risultare insostenibili.

La crisi ha altresì evidenziato i problemi che i sistemi finanziari recentemente liberalizzati possono incontrare nel far fronte a improvvisi deflussi di capitale. Benché vi siano chiare differenze tra i diversi paesi, i sistemi di recente liberalizzazione presentano alcune caratteristiche comuni: anzitutto, i tassi d'interesse reali sono stati assai più elevati che nel passato; in secondo luogo, l'espansione del credito bancario al settore privato è risultata oltremodo rapida; e in terzo luogo, in un certo numero di paesi taluni comparti del sistema creditizio hanno dato prova di fragilità. Le difficoltà sono state spesso aggravate da ingenti afflussi di capitale. Pochissimi paesi hanno consentito alle proprie valute di fluttuare liberamente al fine di isolare l'economia dall'impatto del capitale estero; anzi, la maggior parte di essi ha perseguito forme diverse di obiettivi di tasso di cambio, sorretti ove necessario da interventi sostanziali. Alcuni paesi hanno cercato di limitare l'apprezzamento reale della propria valuta impedendo gli afflussi di capitali a breve termine. Altri si sono invece trovati ad accogliere con crescente favore tali afflussi, quale mezzo per sostenere l'uso del cambio come ancora nominale con finalità antinflazionistiche.

Sebbene la politica di moneta forte abbia dato prova di efficacia (in particolare nello spezzare la spirale inflazionistica), i recenti sviluppi fanno ritenere che se gli aggiustamenti del cambio sono differiti troppo a lungo la sostenibilità del programma di stabilizzazione può essere messa in dubbio. In aggiunta, vi sono evidentemente dei limiti quanto all'entità dei disavanzi correnti che i mercati dei capitali possono essere chiamati a finanziare. L'umore dei mercati può inoltre cambiare rapidamente e la dipendenza dagli afflussi a breve accentuerà la vulnerabilità dei paesi mutuatari di fronte a una perdita di fiducia da parte degli investitori esteri e a una fuga di capitali detenuti dai residenti.

Sembra che molti mercati emergenti siano stati colpiti solo all'indomani della crisi messicana, e comunque in misura assai diversa. Una volta attenuatasi l'onda d'urto iniziale, i mercati hanno cominciato a discernere tra i diversi paesi sulla base delle prospettive e delle politiche economiche di fondo. Il mercato è ben consapevole del fatto che è necessario un elevato livello di risparmio interno

affinché le economie emergenti possano sostenere alti tassi di investimento a fronte di una riduzione dei flussi di capitale estero. Come è già accaduto in casi simili, questo recente episodio indica come il perdurare della fiducia dipenda dal perseguimento di efficaci politiche macroeconomiche.

Afflussi di capitale: contesto e natura

Gli afflussi di capitale, attratti dalle riforme...

Negli anni novanta il massiccio afflusso di capitale estero verso le economie di mercato emergenti si è verificato in un contesto di riforme economiche di vasta portata. Gli elementi microeconomici di tali riforme sono ben noti: liberalizzazione del commercio, deregolamentazione e privatizzazioni sul mercato interno, mercati finanziari meno soggetti a vincoli e rimozione dei controlli sugli investimenti dell'estero. L'eliminazione dei disavanzi di bilancio e politiche monetarie più restrittive sono state le colonne portanti dell'aggiustamento macroeconomico. Un rilevante elemento di supporto in molti paesi è stato l'utilizzo del cambio come ancora nominale – nella forma di una parità fissa o, quanto meno, di un tasso o fascia relativamente stabili – affiancato da una politica monetaria stringente.

... comportano vantaggi...

In una prospettiva temporale di lungo periodo, è naturale che tali riforme siano accompagnate da afflussi di capitale, da un apprezzamento del cambio e da disavanzi di parte corrente. Esse infatti innalzano il tasso di rendimento atteso sugli investimenti reali, attraendo in tal modo capitali dall'estero. Nel medio termine, a produttività e redditi reali più elevati dovrebbe corrispondere un apprezzamento permanente in termini reali del tasso di cambio. Inoltre, i disavanzi correnti che spesso si associano agli afflussi dovrebbero risultare transitori, nella misura in cui gli investimenti espandono la capacità produttiva del paese prenditore di fondi.

... ma anche rilevanti difficoltà nel processo di transizione...

Negli ultimi anni gli apporti di capitale hanno in effetti validamente contribuito a rafforzare il ruolo dei mercati e quindi a promuovere la crescita. In più, essi hanno fornito un sostegno alle politiche di moneta forte pur in presenza di disavanzi delle partite correnti. Tuttavia, i recenti sviluppi dimostrano altresì che negli anni immediatamente successivi alle riforme gli afflussi di capitale – gonfiati da movimenti a breve termine di natura erratica – possono raggiungere livelli non sostenibili. Nel corso di tale processo i tassi di cambio e gli altri prezzi finanziari possono reagire in misura eccessiva, così da risultare pregiudizievole per gli obiettivi di lungo periodo delle riforme. Il fenomeno è spesso accompagnato da un boom dei consumi (piuttosto che degli investimenti), il quale talora determina un fortissimo incremento delle importazioni di beni di consumo. I cospicui afflussi di capitale che di fatto finanziano l'espansione dei consumi non sono però tollerati indefinitamente dai mercati internazionali.

Benché l'importanza relativa dei fattori specifici differisca di paese in paese, il radicale riorientamento delle politiche economiche verso l'obiettivo simultaneo della deregolamentazione e della stabilizzazione può produrre nel breve periodo conseguenze macroeconomiche tali da aggravare il compito delle autorità di mantenere la rotta del processo di riforma.

La prima difficoltà presentata dalla transizione consiste nel fatto che gli operatori economici possono impiegare un certo tempo per adattarsi al nuovo

contesto di bassa inflazione e di maggiore concorrenza. Un esempio, in certa misura paradossale, è rappresentato dalla frequente concomitanza di politiche di stabilizzazione e di una espansione molto ampia del credito bancario. La ragione di questo fenomeno va individuata nel fatto che, quando cessa l'iperinflazione, la minore variabilità dei tassi d'interesse e del reddito reale delle famiglie può migliorare i presupposti per il credito al consumo. La rapida espansione del credito al consumo in Brasile, immediatamente dopo il piano di stabilizzazione monetaria, può essere in parte ascrivibile a questo fattore. Anche in circostanze meno estreme, un passato di alta inflazione può rendere sia le banche che la loro clientela scettiche circa la durevolezza del drastico abbattimento dell'inflazione conseguente a una politica di stabilizzazione. Perfino elevati tassi d'interesse nominali possono in tal caso rivelarsi insufficienti a impedire una eccessiva espansione del credito bancario, tanto più se il processo di riforma contempla la rimozione dei controlli diretti sui mercati finanziari. Come si vedrà meglio più avanti, in diversi mercati emergenti si è registrata una vera esplosione creditizia in seguito alla deregolamentazione. Un secondo esempio consiste nel fatto che la liberalizzazione degli scambi tende a provocare un'impennata delle importazioni non appena i controlli vengono rimossi. In taluni casi le riforme possono incontrare problemi di credibilità, allorché le aziende e le famiglie dubitano che la liberalizzazione del commercio durerà a lungo; di conseguenza, può verificarsi un forte aumento delle importazioni per motivi precauzionali, ed è possibile che i produttori interni di tradables differiscano le necessarie misure di razionalizzazione. Infine, un cambio sopravvalutato può incoraggiare gli operatori ad anticipare le importazioni nel timore che esse rincarino successivamente. Per tali ragioni, un boom delle importazioni di beni di consumo durevoli ha spesso rappresentato un tratto caratteristico dei periodi di riforme economiche.

Il secondo problema generale inerente alla transizione riguarda la possibilità che gli orizzonti decisionali dei vari operatori divergano in misura rilevante. Una differenza particolarmente significativa risiede nel fatto che tali orizzonti sono più brevi nei mercati finanziari che nei mercati delle attività reali. I fondi esteri possono facilmente essere attratti verso le attività di portafoglio da aspettative di guadagni finanziari a breve, i quali possono avere ben poca attinenza con la redditività di fondo delle attività reali. Numerosi aspetti comuni nei recenti afflussi di fondi verso i mercati emergenti fanno ritenere che siffatte considerazioni di breve periodo siano importanti. Uno di tali aspetti consiste nell'incentivo a investire tempestivamente in un mercato azionario di recente istituzione, nell'aspettativa che altri investitori seguano determinando un rialzo dei corsi, con l'intenzione di disinvestire al culmine della fase ascendente. Un altro aspetto riguarda l'utilizzo del tasso di cambio come ancora nominale. Fintantoché perdura la sua credibilità, tale strategia incoraggerà gli investimenti in attività finanziarie interne con alti rendimenti *nominali* nonché elevati ricavi al netto degli effetti di cambio. Ma qualora i mercati inizino a dubitare della sostenibilità dell'ancoraggio monetario, potrebbe verificarsi una rapida inversione dei flussi.

Mentre un investitore finanziario può acquistare uno strumento prontamente negoziabile, è possibile che l'utilizzatore finale dei fondi di investimento debba impegnarsi in progetti a lungo termine dai quali non è facile recedere. Gli investimenti diretti esteri sono forse meno esposti a questo problema, dal

... come l'eccessiva espansione del credito bancario...

... e delle importazioni

Orizzonti a breve nei mercati finanziari, ma...

... gli investimenti reali guardano al lungo termine

momento che i finanziatori possono ritirare i propri capitali solo con difficoltà e a un costo elevato.

Regime di tasso di cambio...

Dal punto di vista macroeconomico, un temporaneo (e reversibile) afflusso di capitale estero – non giustificato dalla redditività di fondo degli investimenti reali – può avere conseguenze durevoli non sempre desiderabili. L'esatta natura di siffatte conseguenze dipenderà dal regime valutario. In presenza di una parità fissa, l'intervento sul mercato dei cambi implicherà l'assorbimento dei flussi in entrata nelle riserve ufficiali. Anche in caso di sterilizzazione completa, il finanziamento di livelli elevati di attività di riserva può comportare rilevanti oneri di bilancio. Se la sterilizzazione è incompleta, si registra un incremento nella liquidità del sistema, che può consentire un'eccessiva espansione del credito bancario. Tale espansione, inoltre, non sarà facilmente riassorbibile nell'eventualità di un deflusso di capitali esteri, ed è possibile che ciò crei problemi al settore creditizio. In regime di cambio fluttuante, le autorità possono evitare l'accumulazione indesiderata di riserve solo consentendo un apprezzamento della moneta nazionale. Sebbene il cambio ridiscenda allorché si produce un'inversione dei flussi, talune conseguenze sono destinate a perdurare, ad esempio, gli effetti di lungo periodo delle decisioni di investimento (e di disinvestimento) basate su un cambio distorto, l'accumulo dell'indebitamento verso l'estero, e così via. Lo stesso sistema bancario e finanziario può subire contraccolpi nella misura in cui i crediti erogati in presenza di un tasso di cambio elevato diventino diseconomici quando esso decresce (si veda oltre in questo capitolo).

... ed entità della sterilizzazione

L'America latina si differenzia dall'Asia...

Siffatte difficoltà connesse alla transizione paiono aver creato maggiori problemi in America latina che non in Asia. Tale circostanza è attribuibile in parte alla meno vantaggiosa posizione di partenza di molti paesi latino-americani, e in parte alla marcata predilezione per il gradualismo delle riforme mostrata dalle autorità asiatiche. Un sintomo di ciò risiede nel fatto che in America latina i cambi reali hanno subito un apprezzamento molto più consistente e i disavanzi correnti sono risultati decisamente più ampi che in Asia. Un altro sintomo è dato dalla disparità dei flussi di capitale.

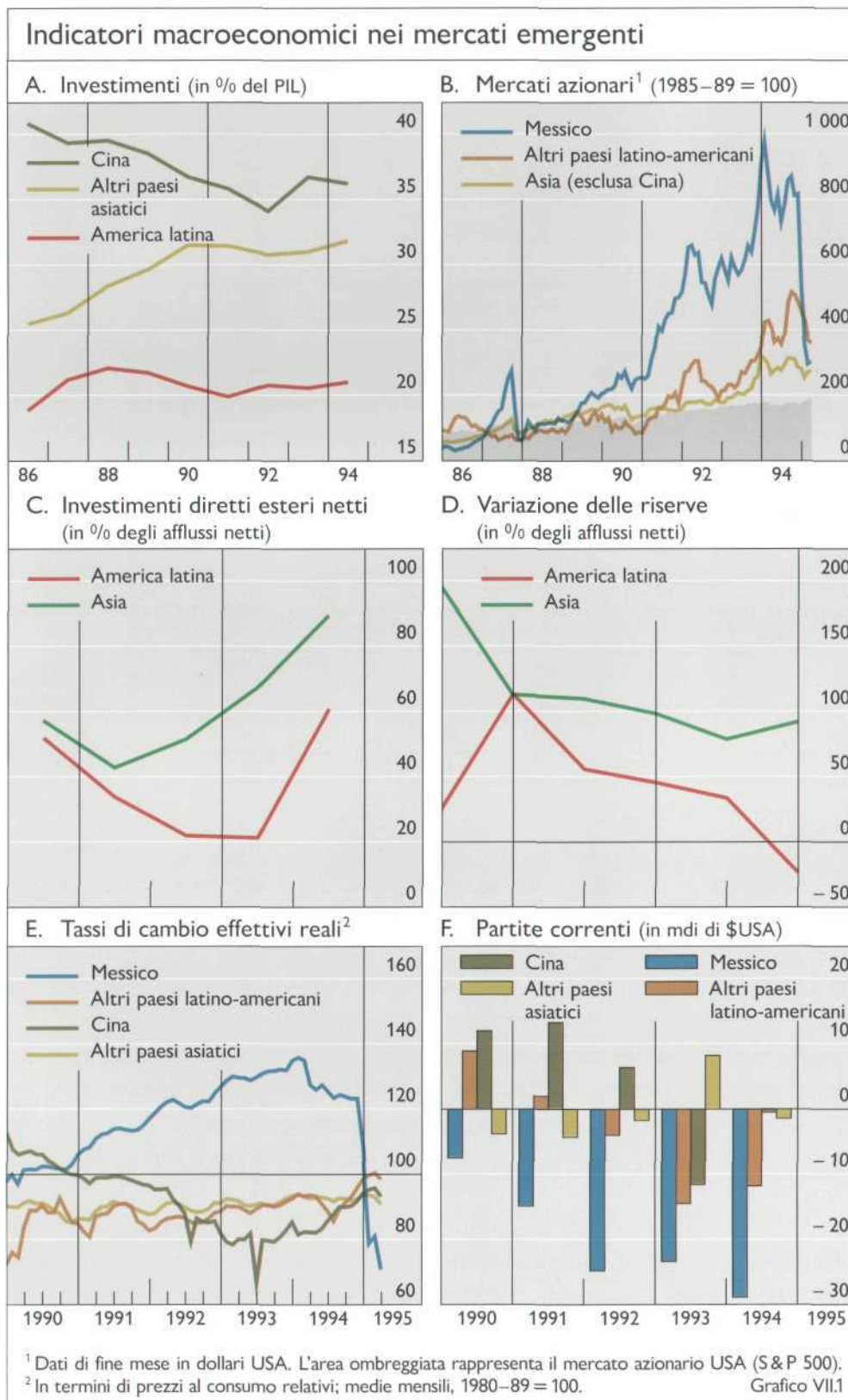
... per le basse quote di investimento...

La prima differenza è che l'aumento degli afflussi di capitale verso l'Asia si è accompagnato a un pronunciato incremento della già elevata quota di investimenti fissi sul PIL (grafico VII.1, riquadro A). In tal senso, i capitali esteri affluiti in Asia sono stati "investiti" in attività reali. Le cose sono andate diversamente in America latina, dove l'incidenza degli investimenti sul PIL è rimasta generalmente bassa, secondo i parametri sia storici sia internazionali, con l'importante eccezione del Cile. In molte economie latino-americane l'aumento dei consumi privati ha rappresentato un'importante controparte degli afflussi di capitale.

... e per una più forte dipendenza dagli afflussi di portafoglio...

La seconda differenza concerne la più elevata dipendenza dell'America latina dagli investimenti di portafoglio, piuttosto che da quelli diretti esteri (grafico VII.1, riquadro C). Non solo gli investimenti diretti esteri (IDE) sono per loro natura più stabili, ma possono altresì contribuire a consolidare nel tempo la bilancia delle partite correnti espandendo la capacità produttiva nel settore dei beni esportabili. Come si è visto in dettaglio nel Capitolo III, essi hanno avuto in Asia un più marcato orientamento alle esportazioni (si veda in particolare il grafico III.9). Mentre in America latina gli IDE hanno assunto principalmente la forma di conversione di crediti in partecipazioni azionarie e di acquisti di azioni

di società privatizzate, i quali non necessariamente generano formazione addizionale di capitale, in Asia essi hanno per lo più comportato la creazione di nuove imprese o di imprese in compartecipazione. Sebbene quasi tutti i mercati azionari abbiano registrato una forte ascesa, essa è risultata più consistente e volatile nei paesi latino-americani (grafico VII.1, riquadro B).



Afflussi di capitale e incremento delle riserve nei PVS							
	1975-82	1983-90	1990	1991	1992	1993	1994
in miliardi di dollari USA							
Afflussi netti di capitale ¹							
Totale PVS ²	22,5	37,7	37,2	152,8	142,1	151,3	135,7
Asia ³	8,9	12,5	14,6	34,1	46,1	53,1	54,0
Messico	6,2	0,6	9,8	22,9	26,6	30,6	10,0
Altri paesi latino-americani ⁴	14,1	3,9	1,6	6,1	26,2	26,3	22,9
Incremento netto delle riserve							
Totale PVS ²	9,5	15,2	33,3	71,4	69,9	68,2	48,9
Asia ³	3,7	16,0	16,5	37,4	45,4	41,8	49,7
Messico	-0,1	0,3	2,3	8,0	1,7	7,2	-18,9
Altri paesi latino-americani ⁴	0,9	0,9	10,5	8,1	22,2	11,8	11,1

¹ Escluse le variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta. ² Ad esclusione di Hong Kong, per cui non sono disponibili i dati sui movimenti di capitali. ³ Cina, Corea, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia. ⁴ Argentina, Brasile, Cile, Colombia e Venezuela.

Tabella VII.1

... che la rendono maggiormente vulnerabile

I flussi di portafoglio sono più sensibili ai mutamenti delle condizioni finanziarie internazionali. In questo contesto, è interessante rilevare come alcune ricerche indichino che mentre i fattori interni hanno in genere esercitato un'influenza predominante sui flussi di capitale verso l'Asia, i fattori esterni – come il livello dei tassi d'interesse e le condizioni del ciclo nel mondo industriale – hanno condizionato i flussi indirizzati verso l'America latina. Nonostante il rischio di possibili inversioni nella direzione dei flussi, negli anni novanta i paesi latino-americani hanno assorbito nelle proprie riserve quote via via più modeste di afflussi netti di capitale, un'evoluzione alquanto diversa da quella osservata in Asia (grafico VII.1, riquadro D).

Anche prescindendo dalle particolari circostanze inerenti alla crisi messicana, ci si sarebbe comunque aspettati che il rafforzamento dell'attività economica e l'aumento dei tassi d'interesse nei principali paesi industriali durante il 1994 avessero un impatto negativo di maggiore portata sui flussi di capitale verso l'America latina. In effetti, gli afflussi netti di capitale estero nei paesi latino-americani sono calati da \$60 miliardi nel 1993 a meno di \$35 miliardi nel 1994 (tabella VII.1). Questa caduta è dovuta a una flessione più che proporzionale dei flussi finanziari, dal momento che gli investimenti diretti esteri sono aumentati. L'esodo di capitali interni ed esteri dal mercato messicano ne è stato il principale fattore.

Rischi dell'indebitamento a breve

Nel considerare la capacità dei mercati finanziari di mediare i cambiamenti di umore degli investitori senza turbare l'attività reale, non vanno dimenticate le due contrapposizioni classiche dei flussi di portafoglio: finanziamento debitorio ovvero azionario e finanziamento a breve ovvero a lungo termine. Gli investimenti in azioni servono a diversificare il rischio; in effetti, una delle funzioni dei mercati azionari è quella di "assorbire" le variazioni nelle aspettative degli investitori senza provocare fallimenti o inadempimenti. Il ribasso dei corsi può di per sé incoraggiare i detentori – inclusi i non residenti – a mantenere le proprie

posizioni. La potenziale pressione al ribasso sul cambio può essere ulteriormente alleviata nella misura in cui altri non residenti acquisiscano i titoli (o altre attività in valuta locale) che i detentori esteri desiderano cedere. Pertanto, il pericolo di una crisi valutaria potrebbe essere notevolmente ridimensionato. A differenza degli emittenti di azioni, i governi e altri prenditori che hanno collocato strumenti debitori a lungo termine devono far fronte a oneri fissi di servizio del debito; quanto meno, però, essi non sono obbligati a effettuare operazioni di rifinanziamento in momenti di crisi, come accade a coloro che ricorrono all'indebitamento a breve. Sono state proprio le difficoltà incontrate nel rifinanziare un ingente volume di debito a breve denominato in dollari ad accentuare la crisi messicana.

Mercati finanziari più liberi

La ripresa degli afflussi di capitale verso i mercati emergenti dell'Asia e dell'America latina è andata di pari passo con l'apparire di sistemi finanziari più liberi e in definitiva più efficienti. Ma la combinazione di riforme e cospicui afflussi di capitale ha contribuito a generare i gravi problemi di transizione successivamente incontrati dai sistemi finanziari. L'inversione dei flussi di capitale verificatasi in alcuni paesi nel 1994 e agli inizi del 1995 ha messo in chiara evidenza i punti di debolezza emersi nel settore bancario in seguito alla deregolamentazione. I corsi azionari e i prezzi di altre attività finanziarie hanno subito, in varia misura, una pressione al ribasso.

Liberalizzazione finanziaria

Benché talune economie di mercato emergenti avessero già da molti anni sistemi liberalizzati, la maggior parte dei paesi asiatici e latino-americani si è mossa verso sistemi bancari e finanziari meno vincolati solo durante l'ultimo decennio circa. Nel corso di tale processo sono stati aboliti i massimali di tasso d'interesse sui prestiti e sui depositi bancari, le restrizioni alle erogazioni di prestiti e il sovvenzionamento selettivo del credito, mentre sono stati abbassati i coefficienti di riserva obbligatoria. In pari tempo vi è stato un allentamento delle limitazioni poste all'operatività delle istituzioni finanziarie non bancarie. Le privatizzazioni, lo sviluppo di nuovi mercati finanziari e altre riforme volte a creare un contesto più favorevole alle transazioni di portafoglio hanno spianato la strada a un incremento dell'emissione di azioni e di obbligazioni internazionali. I controlli sui flussi di capitale e sugli investimenti all'estero delle istituzioni finanziarie sono stati parimenti allentati.

Le riforme sono state stimulate dalla consapevolezza della crescente difficoltà di regolamentare rigidamente i mercati finanziari con il progredire delle economie. I controlli diretti sul credito bancario avevano incoraggiato lo sviluppo di intermediari finanziari non bancari per soddisfare esigenze ignorate dal sistema finanziario ufficiale. Questo fenomeno ha spesso indebolito gli strumenti di controllo sul piano macroeconomico. Le crescenti disponibilità di fondi avevano indotto gli investitori e i mutuatari a ricercare nuove opportunità per diversificare i propri portafogli; nella misura in cui ciò non fosse stato possibile in patria, essi si sarebbero rivolti ai mercati esteri. L'inclusione dei servizi finanziari nei

Il passaggio a mercati finanziari più liberi...

... si fonda su valide ragioni...

negoziati dell'Uruguay Round ha indotto diversi paesi a considerare la possibilità di facilitare l'ingresso di istituzioni finanziarie estere sui propri mercati. Anche l'ambizione di assumere il ruolo di centri finanziari internazionali si è rivelata un importante stimolo alla liberalizzazione di determinate transazioni internazionali, ma non necessariamente delle operazioni in valuta locale.

Le riforme finanziarie hanno avuto portata e rapidità differenti a seconda dei paesi. L'esigenza di riforme appariva particolarmente grande in America latina, dove i bassi saggi di risparmio e le fughe di capitali rendevano più urgente che in Asia un miglioramento dell'intermediazione finanziaria. Argentina, Messico, Venezuela e, in misura minore, Colombia hanno attuato una radicale e rapida deregolamentazione alla fine degli anni ottanta o nei primi anni novanta, mentre il ritmo delle riforme è stato più contenuto in Indonesia, Malaysia e Thailandia. In Corea e a Taiwan vengono a tutt'oggi applicate numerose restrizioni alle operazioni finanziarie sia interne che esterne.

Impatto macroeconomico delle riforme finanziarie

... ma comporta
dei rischi

I rischi inerenti alla riforma del settore finanziario sono stati ampiamente illustrati dagli sviluppi seguiti alla deregolamentazione attuata durante gli anni ottanta nei paesi industriali, anche in quelli con istituzioni e mercati finanziari ben consolidati. Quasi ovunque si è verificata una forte crescita nell'erogazione di crediti, la quale ha in definitiva indebolito alcune parti del sistema bancario. Fra i problemi che ne sono scaturiti figurano l'eccessiva espansione del credito immobiliare, l'inflazione dei prezzi delle attività finanziarie e, in alcuni casi, la perdita del controllo monetario.

Difficoltà nella
conduzione della
politica monetaria

I rischi connessi alla liberalizzazione finanziaria sono stati tanto maggiori quanto più severe erano in passato le restrizioni finanziarie. Con il progredire della deregolamentazione i vincoli ufficiali posti alla liquidità del settore privato diventano meno stringenti. Allorché la politica monetaria, per tenere sotto controllo la domanda aggregata, si avvale in misura maggiore dei tassi d'interesse, questi sono in genere destinati ad aumentare e a divenire più variabili. Il processo stesso di liberalizzazione, dando sfogo alla domanda di credito accumulata e avendo effetti distorsivi sugli aggregati creditizi e monetari, rende più difficile il giudizio circa l'orientamento appropriato della politica monetaria. Se si perde il controllo monetario, possono crescere ancora di più il livello e la variabilità dei tassi d'interesse. Inoltre, aprendo i mercati dei capitali alle influenze esterne, la liberalizzazione finanziaria può aumentare in modo permanente la vulnerabilità dell'economia e dei mercati finanziari interni nei confronti delle turbolenze che hanno origine all'estero e, segnatamente, dei mutamenti d'umore dei mercati internazionali.

Elevati tassi
d'interesse reali

La tendenza dei tassi d'interesse reali a essere più elevati negli anni novanta che in passato, evidente nella maggior parte dei mercati emergenti, è stata particolarmente pronunciata in America latina. In alcuni casi i tassi reali eccezionalmente alti hanno rispecchiato in larga misura le difficoltà incontrate dai paesi con un passato di iperinflazione nel rendere e mantenere credibili le proprie politiche macroeconomiche. Ciò nonostante, gli alti tassi reali non hanno impedito una forte espansione del credito bancario allorché la liberalizzazione finanziaria ha dato sfogo alla domanda latente. Tra la fine degli anni ottanta e l'inizio degli anni novanta tale espansione, apparentemente insensibile agli alti tassi d'interesse

reali, è stata rapida in molte economie asiatiche e addirittura esplosiva in numerosi paesi latino-americani. Ciò è illustrato chiaramente dall'enorme incremento in termini reali del credito bancario al settore privato, il quale si è protratto in alcuni casi per diversi anni (tabella VII.2). Siffatto incremento è stato favorito in varia misura dagli afflussi di capitale e dalla crescita della domanda interna di attività monetarie che ha fatto seguito a un calo dell'inflazione. In Corea, a Taiwan, in Venezuela, in Messico e in altri paesi la deregolamentazione ha altresì alimentato un boom del credito e dei prezzi nel settore immobiliare. I corsi azionari hanno avuto quasi ovunque una fortissima ascesa.

La liberalizzazione finanziaria può anche avere effetti negativi sulla finanza pubblica. La riduzione degli obblighi di riserva e dei vincoli di portafoglio non remunerati, che agiscono come imposte sulle istituzioni finanziarie, insieme alla rimozione degli altri controlli finalizzati a mantenere i tassi d'interesse artificialmente bassi, possono provocare un aumento dei disavanzi di bilancio. Le riserve obbligatorie sono state considerevolmente ridotte in America latina durante gli anni ottanta e agli inizi degli anni novanta; ma gli effetti negativi sono stati in genere compensati da riforme fiscali che hanno ampiamente ridimensionato il fabbisogno del settore pubblico e il ricorso al credito bancario (tabella VII.3). Nondimeno, il maggiore ricorso al mercato come fonte di finanziamento a seguito della liberalizzazione ha accresciuto la vulnerabilità dei bilanci pubblici e della gestione del debito nei confronti delle turbolenze finanziarie di origine esterna. In qualche occasione potrebbe rendersi necessario un forte rialzo dei tassi d'interesse interni, come in effetti hanno dimostrato le ripercussioni della recente crisi messicana. Tale maggiore vulnerabilità può senz'altro indicare come sia opportuno consolidare le posizioni della finanza pubblica allorché i mercati dei capitali vengono liberalizzati.

Effetti negativi sul bilancio pubblico

Espansione del credito bancario al settore privato in termini reali							
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 ¹
	Dicembre su dicembre, variazioni percentuali						
Asia							
India	8,6	15,6	-3,7	-2,8	10,3	2,3	-1,5
Corea	7,2	19,6	11,5	10,1	7,1	6,6	13,9
Hong Kong ²	20,6	23,7	28,8	14,7	0,4	7,2	2,7
Indonesia	26,3	41,6	36,0	8,5	7,6	11,3	11,4
Malaysia	5,1	19,7	17,2	15,7	6,0	7,9	9,7
Singapore	9,5	15,6	10,2	9,3	7,9	11,8	13,8
Thailandia	25,5	23,8	26,3	15,1	17,0	18,3	22,5
America latina							
Argentina ³	-	-	-	14,7	30,2	15,0	17,6
Cile	9,9	12,3	-6,5	5,4	20,2	16,6	15,8
Colombia	4,5	2,0	8,9	-12,7	12,5	27,7	17,8
Messico	24,8	60,2	24,1	29,1	40,4	13,9	21,3
Venezuela	-4,2	-36,4	-7,8	14,6	2,3	-23,4	-45,5

¹ Variazione su dodici mesi, riferita all'ultimo dato mensile disponibile. ² Credito totale interno.
³ I dati precedenti al 1991 sono distorti dall'iperinflazione.

Tabella VII.2

Indicatori monetari strutturali								
	Riserve bancarie in percentuale della moneta in senso ampio ¹		Moneta in senso ampio ¹ in percentuale del PIL		Credito bancario ² in percentuale del PIL		Credito al settore statale ³ in percentuale del credito bancario ²	
	1981-84	1991-93	1981-84	1991-93	1981-84	1991-93	1981-84	1991-93
	Medie annue							
Asia								
Cina	..	17,3	46,0	95,9	60,2	99,0	..	3,5
India	9,3	12,0	39,3	47,8	46,0	53,6	42,7	48,6
Corea	4,8	9,8	34,9	40,4	49,2	55,2	12,3	2,0
Indonesia	14,4	12,8	18,3	45,9	12,7	48,8	-10,3	-2,6
Malaysia	6,0	7,5	58,2	78,6	58,9	83,7	10,3	3,3
Singapore	7,5	7,0	68,5	94,4	72,9	63,2	-17,3	-38,2
Thailandia	3,4	3,0	46,1	76,2	55,9	75,5	27,7	-3,9
America latina								
Argentina	46,6	12,7	21,6	14,0	39,2	22,5	39,1	34,1
Brasile	9,5	..	15,6	30,0	25,8	17,9	29,6	29,1
Cile	11,4	11,6	22,1	26,7	66,5	60,8	12,5	24,5
Colombia	19,3	17,1	30,7	31,9	21,6	18,6	14,2	3,7
Messico	43,1	2,3	31,4	31,7	35,3	36,1	64,1	14,8
Venezuela	13,8	24,4	41,3	30,3	31,7	20,9	0,9	13,3
Per memoria:								
Giappone	2,2	1,5	91,9	111,1	111,5	139,1	15,1	10,6
Stati Uniti	2,0	1,6	64,9	65,7	81,7	80,5	19,0	17,6

¹ Passività monetarie e quasi-monetarie del sistema bancario. ² Credito bancario interno.
³ Credito netto alle amministrazioni centrali.
Fonte: FMI, "International Financial Statistics".

Tabella VII.3

Impatto delle riforme sul sistema bancario

La solidità del sistema bancario dipende:

Il fatto che la liberalizzazione finanziaria possa intaccare la solidità del sistema bancario, e perfino determinare un regresso delle riforme, è riscontrabile da quanto accaduto in Argentina, Cile e Indonesia negli anni ottanta e in Venezuela lo scorso anno. Di recente si sono manifestate tensioni in alcuni comparti del sistema bancario in Argentina, Brasile e Messico. Anche India e Indonesia hanno dovuto far fronte a problemi di crediti in sofferenza. In breve, per le banche l'adattamento a un contesto di mercato più libero ha rappresentato una difficile impresa. Inoltre, gli ingenti afflussi di capitale attraverso il sistema bancario hanno spesso peggiorato la situazione incoraggiando ulteriormente politiche di credito più rischiose. Questo problema si è sommato alle difficoltà incontrate dalle banche di taluni paesi nel momento in cui sono iniziati i deflussi di capitale.

Nonostante le disparità a livello dei singoli paesi, cinque elementi comuni si sono rivelati importanti per l'impatto delle riforme sul sistema bancario: la qualità della vigilanza e della gestione degli organismi bancari; l'offerta di risparmio; il grado di concorrenza fra le banche nella raccolta dei depositi; la rischiosità degli impieghi; e, per finire, la volatilità dei flussi di capitale.

dalla vigilanza;

Nella maggior parte dei mercati emergenti sono state di recente intraprese iniziative volte a rafforzare il sistema di vigilanza, a introdurre norme che

regolino le operazioni bancarie, fra cui i requisiti patrimoniali raccomandati dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, e a promuovere l'adozione di pratiche contabili più trasparenti. Per contro, in alcuni casi, come in Indonesia, non era in vigore un appropriato sistema di regolamentazione e vigilanza prudenziale nel momento in cui è stata attuata la deregolamentazione. Dopo un decennio di nazionalizzazione, le procedure seguite dalle banche messicane per la valutazione dei crediti e per il taglio dei mutuatari erano chiaramente inadeguate a un contesto finanziario liberalizzato.

La resilienza del sistema bancario dipende altresì dall'offerta di depositi al dettaglio. Le difficoltà delle banche latino-americane sono state aggravate dall'esiguo risparmio privato disponibile al sistema bancario in un contesto di alta inflazione. In numerosi paesi asiatici, per contro, le banche hanno tratto beneficio dalla disponibilità di risparmio interno a tassi d'interesse relativamente modesti.

La concorrenza si è in genere sviluppata più lentamente nel mercato del credito al dettaglio che in quello all'ingrosso. In un certo numero di economie i tassi d'interesse sui depositi sono ancora in parte regolamentati. L'accesso al mercato dell'attività bancaria al dettaglio è in genere ancora soggetto a restrizioni, perfino in centri con sistemi finanziari ampiamente liberalizzati come Hong Kong. Nondimeno, negli ultimi anni sono stati compiuti passi avanti verso una maggiore liberalità nel rilascio delle licenze bancarie in Messico, India e, con riguardo sia alle operazioni bancarie interne che alle transazioni offshore nella "Bangkok International Banking Facility", in Thailandia. L'Argentina ha offerto alle banche straniere lo stesso trattamento riservato alle aziende di credito nazionali. In molti paesi le banche hanno dovuto affrontare nel mercato al dettaglio una maggiore pressione competitiva da parte di intermediari finanziari non bancari.

Se la redditività viene pregiudicata dalla deregolamentazione, le banche possono essere incentivate a cercare rendimenti più elevati erogando crediti maggiormente rischiosi. Tuttavia, il rischio al quale le banche sono esposte esercita in definitiva un influsso fondamentale sulla redditività. La liberalizzazione economica e finanziaria ha esposto imprese non finanziarie precedentemente profittevoli a una maggiore concorrenza internazionale cosicché la valutazione del rischio di credito si è fatta più difficile. Nei paesi che si lasciavano alle spalle una iperinflazione, fra i quali Brasile e Argentina, diverse imprese che erano riuscite a convivere con tale situazione hanno incontrato difficoltà nell'adattarsi a un contesto di bassa inflazione.

Quando gli afflussi di capitale dall'estero si sono esauriti (o hanno lasciato il posto ai flussi in uscita), le esposizioni di credito, valuta, scadenze e tasso d'interesse hanno creato alle banche di alcuni paesi gravi problemi. In qualche caso i tassi d'interesse interni relativamente alti dei primi anni novanta avevano indotto le aziende di credito ad assumere posizioni in cambi scoperte finanziando prestiti in moneta locale mediante l'indebitamento in valuta estera. Anche quando le norme prevedevano limiti per le posizioni proprie in cambi, le banche erano pur sempre indirettamente esposte al rischio di una svalutazione. Tale rischio è sorto quando l'impiego del tasso di cambio come ancora nominale ha portato a tassi d'interesse interni relativamente elevati, congiuntamente a scarse prospettive immediate di svalutazione. Le imprese sono state incentivate a contrarre prestiti

dalla disponibilità di risparmio;

dal grado di concorrenza;

dai rischi connessi al credito;

e dalla volatilità dei flussi di capitale

denominati in valuta estera sia presso le banche locali che presso le banche straniere. Utilizzando come copertura fonti di finanziamento che potevano venire a mancare in occasione di una crisi, come depositi in dollari detenuti da residenti o posizioni debitorie in dollari sui mercati internazionali, le banche si sono esposte al rischio di difficoltà di rifinanziamento. Nei casi in cui le entrate dei mutuatari erano denominate prevalentemente in moneta nazionale, la qualità dei crediti in valuta estera poteva inoltre deteriorarsi nell'eventualità di un deprezzamento del cambio.

Nella misura in cui hanno erogato finanziamenti a lungo termine a tasso fisso d'interesse, le banche di taluni paesi hanno altresì corso il rischio di perdite in conto capitale per i crediti in moneta nazionale, laddove il più rapido aumento dei prezzi conseguente a una svalutazione avesse spinto verso l'alto i tassi d'interesse. La qualità del portafoglio crediti in valuta locale detenuto dalle banche può deteriorarsi anche quando i tassi d'interesse aumentano a causa di un inasprimento della politica monetaria volto a difendere il cambio o a recuperare la stabilità dopo una svalutazione. Se il mercato percepisce ciò come un vincolo gravante sulla politica monetaria, le pressioni al ribasso sulla valuta possono intensificarsi. La situazione dei mutuatari non finanziari e delle banche peggiorerà in definitiva se un aumento del premio per l'inflazione o per il rischio-paese provocheranno aumenti duraturi dei tassi d'interesse a seguito di una svalutazione. Le recenti difficoltà che hanno investito il sistema bancario messicano costituiscono un esempio di tali problemi.

Impatto dello sviluppo dei mercati mobiliari

Lo sviluppo dei mercati azionari...

I mercati azionari hanno segnato uno straordinario sviluppo al principio degli anni novanta. In rapporto al PIL, la capitalizzazione di borsa in Cile, Hong Kong, Malaysia e Singapore è oggi paragonabile, o perfino superiore, a quella dei mercati azionari degli Stati Uniti e del Regno Unito, e i mercati borsistici in Messico e Corea sono in proporzione più vasti di quelli tedeschi o francesi. Ancor più che nella maggior parte dei paesi industriali, in numerosi mercati emergenti l'emissione di azioni ha avuto un ruolo importante nel finanziamento di grandi società e degli investimenti in generale. Negli ultimi cinque anni essa è risultata di ingenti proporzioni in Corea, Malaysia e Thailandia, così come in Cile e in Messico (benché in taluni casi sia stata dovuta a vaste operazioni di privatizzazione).

...consente di ripartire il rischio

Il rapido sviluppo dei mercati azionari emergenti può aver contribuito a rendere più solido il sistema finanziario, consentendo una ripartizione del rischio fra un'ampia base di investitori. In effetti, è possibile che l'accresciuto volume delle transazioni sul mercato secondario sia stato accompagnato da una più efficiente formazione dei prezzi. Nondimeno, i mercati azionari emergenti sono rimasti molto volatili, in parte a causa di una carenza di liquidità e in parte per la concentrazione delle negoziazioni su un numero ristretto di titoli principali. In siffatte circostanze il ruolo degli investitori esteri, sia nell'accrescere la propria presenza agli inizi degli anni novanta sia nel ridurla negli ultimi mesi, è stato smisuratamente ampio. Benché in un certo numero di mercati vi sia stato negli anni scorsi un inasprimento delle regole volto a migliorare la trasparenza (ad esempio vietando l'insider trading), in diversi casi permane tuttora una certa opacità.

Tuttavia la volatilità rimane elevata...

In taluni paesi i recenti sviluppi nei mercati mobiliari hanno costituito una potenziale fonte di rischio sistemico. Il ribasso dei corsi azionari ha condotto a un processo a spirale di svalutazione dei titoli costituiti in garanzia, a un aumento dei crediti bancari in sofferenza e a un inasprimento delle condizioni del credito, il tutto aggravato da un generale indebolimento del clima di fiducia. Le banche e le altre istituzioni finanziarie possedevano spesso azioni per proprio conto e dipendevano dalle emissioni azionarie per rafforzare le posizioni di bilancio.

... e può accrescere il rischio sistemico

I mercati degli strumenti debitori sono rimasti relativamente sottosviluppati nei primi anni ottanta. In America latina, un trascorso storico di inflazione elevata e variabile ha costituito un impedimento, mentre, per quanto concerne la maggior parte dei paesi asiatici, le forti posizioni dei bilanci pubblici concorrono a spiegare le modeste dimensioni dei mercati dei titoli di Stato. Se si prescinde dai centri finanziari liberalizzati da lungo tempo, come Hong Kong e Singapore, importanti mercati obbligazionari si sono sviluppati solo in Cile, Corea, Malaysia, Sudafrica e Arabia Saudita, spesso grazie alla forte presenza di investitori istituzionali, tra cui i fondi pensione. In alcuni paesi sono state intraprese azioni volte a stimolare la domanda istituzionale di titoli obbligazionari, incoraggiando l'attività sui mercati secondari e degli strumenti derivati. Fatta eccezione per pochi centri, tuttavia, i mercati dei derivati sono ancora a uno stadio iniziale di operatività. In assenza di mercati di obbligazioni societarie, in molte economie emergenti le imprese non finanziarie hanno continuato ad avvalersi in misura rilevante del credito bancario a breve o dei mercati obbligazionari internazionali.

Mercati degli strumenti debitori meno sviluppati

Risposte delle politiche agli afflussi di capitale

Nel 1994 la brusca interruzione, o addirittura l'inversione, dei flussi di capitale verso taluni mercati emergenti dà particolare rilievo al dibattito circa il modo in cui i responsabili delle politiche dovrebbero reagire a un importante e forse transitorio incremento degli afflussi di capitale. Le strategie attuabili possono essere suddivise in due gruppi. Un primo gruppo di misure è volto a limitare gli afflussi netti di capitale. Tre alternative ricadono in questa categoria: i controlli amministrativi sugli afflussi; gli incentivi ai residenti affinché acquistino attività sull'estero; e i provvedimenti volti a incrementare il risparmio interno, ad esempio per mezzo di una politica di bilancio restrittiva. Nel secondo gruppo di misure sono compresi gli interventi valutari e la sterilizzazione, che implicano adeguamenti delle politiche del cambio e monetarie.

Limitazioni agli afflussi di capitale

I controlli sugli afflussi di capitale possono essere concepiti al fine di discriminare fra gli investimenti che contribuiscono a rendere l'economia più produttiva e reattiva alle sollecitazioni del mercato mondiale (ad esempio gli investimenti diretti esteri e le acquisizioni di titoli azionari a lungo termine) e gli investimenti potenzialmente erratici motivati da aspettative di guadagni a breve. È oggi ampiamente riconosciuto che un'accorta politica di deregolamentazione degli afflussi di capitale implica che le operazioni a breve non siano liberalizzate fintantoché non venga assicurata la solidità del sistema finanziario interno. Numerosi paesi pongono restrizioni agli acquisti di strumenti a breve da parte di non residenti o

Controlli selettivi sugli afflussi di capitale

richiedono a questi ultimi di detenere i titoli per un tempo minimo prima di rivenderli. Alcuni paesi, inoltre, limitano l'indebitamento all'estero delle imprese interne, una pratica spesso giustificata da ragioni prudenziali e dall'intenzione di salvaguardare il credito del paese sui mercati finanziari internazionali. Altre strategie tendono a modificare i prezzi relativi piuttosto che imporre proibizioni di carattere generale. Lo strumento della riserva obbligatoria sulla raccolta all'estero delle banche è stato diffusamente impiegato per ridurre i rendimenti offerti ai non residenti. Inoltre, sono state applicate imposte selettive tese a limitare gli afflussi di capitale. In America latina, il Cile e la Colombia sono riusciti a rallentare i flussi di portafoglio con il mantenimento di prescrizioni restrittive. Il Brasile ha reintrodotta procedure di controllo nel tentativo di arginare i flussi in entrata conseguenti al piano di stabilizzazione del cruzeiro real. Tuttavia, le restrizioni sugli afflussi a breve sono state forse più diffuse in Asia. Sarebbe che a causa dell'assenza di ampie disponibilità di strumenti interni a breve da parte di non residenti, nonché della limitata presenza di banche estere sui mercati nazionali, il brusco aumento dei tassi d'interesse registrato all'inizio del 1995 in alcuni mercati asiatici sia stato particolarmente efficace nello scoraggiare le vendite allo scoperto di valuta locale e quindi nello scongiurare le pressioni speculative.

Difficoltà
dei controlli

Una difficoltà pratica relativa ai controlli è che essi possono generare nei potenziali investitori incertezza sulle norme e sui regolamenti futuri. Ciò accresce l'esigenza di cautela quanto ai tempi e alla portata della liberalizzazione, in modo che le misure restrittive siano allentate solo quando le condizioni sono abbastanza solide da rendere improbabile una loro successiva reintroduzione. Un secondo elemento di difficoltà è che spesso i controlli possono essere aggirati in vario modo (ad esempio effettuando le operazioni di finanziamento e di pagamento all'estero e manipolando la fatturazione). Con il passare del tempo gli operatori finanziari privati trovano nuove scappatoie, il che può indurre le autorità a inasprire progressivamente la regolamentazione, sovente fino al punto che talune attività economiche desiderabili ne sono ostacolate. Ciò nonostante, i controlli si sono dimostrati efficaci – almeno nel breve periodo – in diversi paesi non solo asiatici, ma anche latino-americani (Cile e Colombia ne sono un notevole esempio). Le restrizioni temporanee, che vengono rimosse quando non più necessarie, sono spesso risultate assai valide. In particolare, nei paesi che i mercati considerano seriamente impegnati in un processo di deregolamentazione, un'occasionale reintroduzione di vincoli può essere considerata di natura transitoria.

Le risposte agli
afflussi com-
prendono la
liberalizzazione
degli investimenti
all'estero...

Un numero significativo di paesi ha liberalizzato gli acquisti di attività esterne da parte di residenti, in genere allentando le restrizioni sugli investimenti diretti o istituzionali all'estero. Siffatte riforme presentano l'ulteriore vantaggio di ampliare le opportunità di diversificazione offerte alle unità istituzionali interne. Quanto più è piccola l'economia in questione, tanto maggiore è il vantaggio ottenuto.

... e l'incoraggia-
mento al risparmio
nazionale

L'incremento del risparmio nazionale è un tipico rimedio macroeconomico all'eccesso di flussi in entrata, giacché esso tende a deprimere i tassi d'interesse interni. Sistemi pensionistici su base contributiva e altri schemi di risparmio sono gli strumenti scelti da numerosi paesi, fra cui Cile, Malaysia e Singapore. Non

sembra che tali sistemi di risparmio forzato comportino una forte erosione del risparmio volontario, il quale rimane elevato nelle tre economie. Gli aggiustamenti di bilancio sono serviti a contenere gli afflussi di capitale in Thailandia e, pur se in misura minore, in altri paesi asiatici. Anche in America latina vi sono stati significativi aggiustamenti fiscali, benché la maggior parte di essi abbia avuto luogo *prima* degli afflussi di capitale estero. È possibile che a causa delle già solide posizioni di bilancio sia stato difficile motivare dinanzi all'opinione pubblica l'esigenza di ulteriori restrizioni volte specificatamente a contenere gli afflussi di capitale.

Problemi di compatibilità fra obiettivi interni ed esterni di politica monetaria

Gli afflussi di capitale spesso danno luogo a un dilemma di politica monetaria. La stabilità interna può essere favorita consentendo un apprezzamento della valuta che isoli le condizioni monetarie interne, così da esercitare sia direttamente che indirettamente una pressione al ribasso sull'inflazione. Ma l'apprezzamento reale che ne consegue tende a danneggiare il settore dei tradables, determinando un ampliamento del disavanzo di parte corrente. Più a lungo persiste tale disavanzo, maggiore è il rischio che l'accumulo del debito estero indebolisca la fiducia degli investitori. Il contrastare l'apprezzamento valutario mediante interventi sul mercato dei cambi può contribuire a difendere la competitività, fintantoché l'inflazione è tenuta sotto controllo. L'acquisizione di riserve ufficiali esterne potrebbe altresì fornire una protezione contro le conseguenze di un successivo capovolgimento dei flussi. In effetti, vi sono state circostanze in cui diversi paesi hanno ritenuto prudente fissare un obiettivo per il saldo esterno dei pagamenti correnti e, forse in maniera implicita, per la propria posizione debitoria verso l'estero. Sul piano concreto, la questione è se gli strumenti disponibili sono adeguati per il conseguimento di obiettivi sia di bilancia dei pagamenti che di inflazione.

Dilemma di politica monetaria

Mentre i capitali affluiti in Asia hanno fatto sorgere qualche pericolo inflazionistico, in numerosi paesi latino-americani le autorità monetarie si sono trovate ad affrontare una ben più ardua sfida, considerati il retaggio assai peggiore in termini di inflazione e l'esigenza di convincere i mercati della sostenibilità del drastico calo recentemente conseguito sul fronte dell'aumento dei prezzi. Le risposte dei vari paesi agli afflussi di capitale sono dipese dal quadro di politica monetaria inizialmente presente. Le differenze erano evidenti, in particolare, nel grado desiderato di flessibilità del cambio e nella proporzione in cui i vari paesi si avvalevano del tasso di cambio come parametro-guida. La diversità degli assetti e degli strumenti istituzionali ha influito sulla misura in cui i paesi hanno cercato di sterilizzare gli afflussi di fondi e sulle difficoltà da essi incontrate in tale contesto.

In Argentina e a Hong Kong la moneta è stata ancorata al dollaro USA nell'ambito di un sistema di "currency board". Per quanto concerne Hong Kong, l'estrema apertura dell'economia ha reso utile un tasso di cambio nominale fisso, e la transizione politica prevista per il 1997 ha accresciuto l'esigenza di stabilità. Tuttavia, il paese ha dovuto accettare tassi d'interesse nominali inferiori al livello adeguato alle pressioni della domanda interna. In Argentina il sistema di "currency board", con il quale si è riusciti ad abbattere l'iperinflazione, era inteso a vincolare il finanziamento dei disavanzi pubblici o del sistema bancario da parte

Sistemi di "currency board" in alcuni paesi...

... ma maggiore
flessibilità del
cambio in altri

della banca centrale. Collegando l'espansione della base monetaria agli afflussi di valuta estera, esso ha drasticamente limitato il margine per la sterilizzazione, ma ha lasciato il Governo libero di indebitarsi all'estero.

Anche nella maggior parte degli altri mercati emergenti il tasso di cambio è stato gestito secondo diverse modalità, sebbene un tratto tipico sia rappresentato dal progressivo aumento della flessibilità. Ad esempio, più ampie fasce di oscillazione sono state introdotte in Indonesia e, nell'ambito di un preannunciato regime di "crawling peg", in Cile, Colombia e (fino a dicembre 1994) Messico. L'uso di un paniere valutario di riferimento in Cile, Indonesia e Malaysia ha comportato un certo grado di incertezza circa le variazioni rispetto alle singole monete componenti e, così come in Corea, sono stati effettuati aggiustamenti periodici del parametro valutario. L'aumento della variabilità del cambio può scoraggiare gli afflussi a breve accrescendo l'alea connessa alla loro redditività.

I tassi di cambio effettivi reali basati sui prezzi al consumo (grafico VII.2) indicano un sostanziale apprezzamento tra il 1991 e l'inizio del 1994 in Argentina e a Hong Kong (entrambi con ancoraggi al dollaro USA), in Messico (con una fascia di oscillazione basata sul dollaro USA), a Singapore (dove il tasso di cambio nominale nei confronti del dollaro USA è salito costantemente), in Colombia e in India. Nella maggior parte degli altri paesi asiatici, come pure in Brasile e in Cile, le valute hanno subito un deprezzamento o sono rimaste nel complesso stabili. Le misure basate sui prezzi al consumo non tengono conto degli effetti che i diversi ritmi di crescita produttiva dei vari paesi esercitano sulla competitività nel settore delle esportazioni rispetto a quello dei non tradables. Esse possono tuttavia essere indicative dell'impatto dei movimenti dei tassi di cambio sulla domanda aggregata e sull'inflazione.

Orientamento della politica monetaria

Impatto della
sterilizzazione

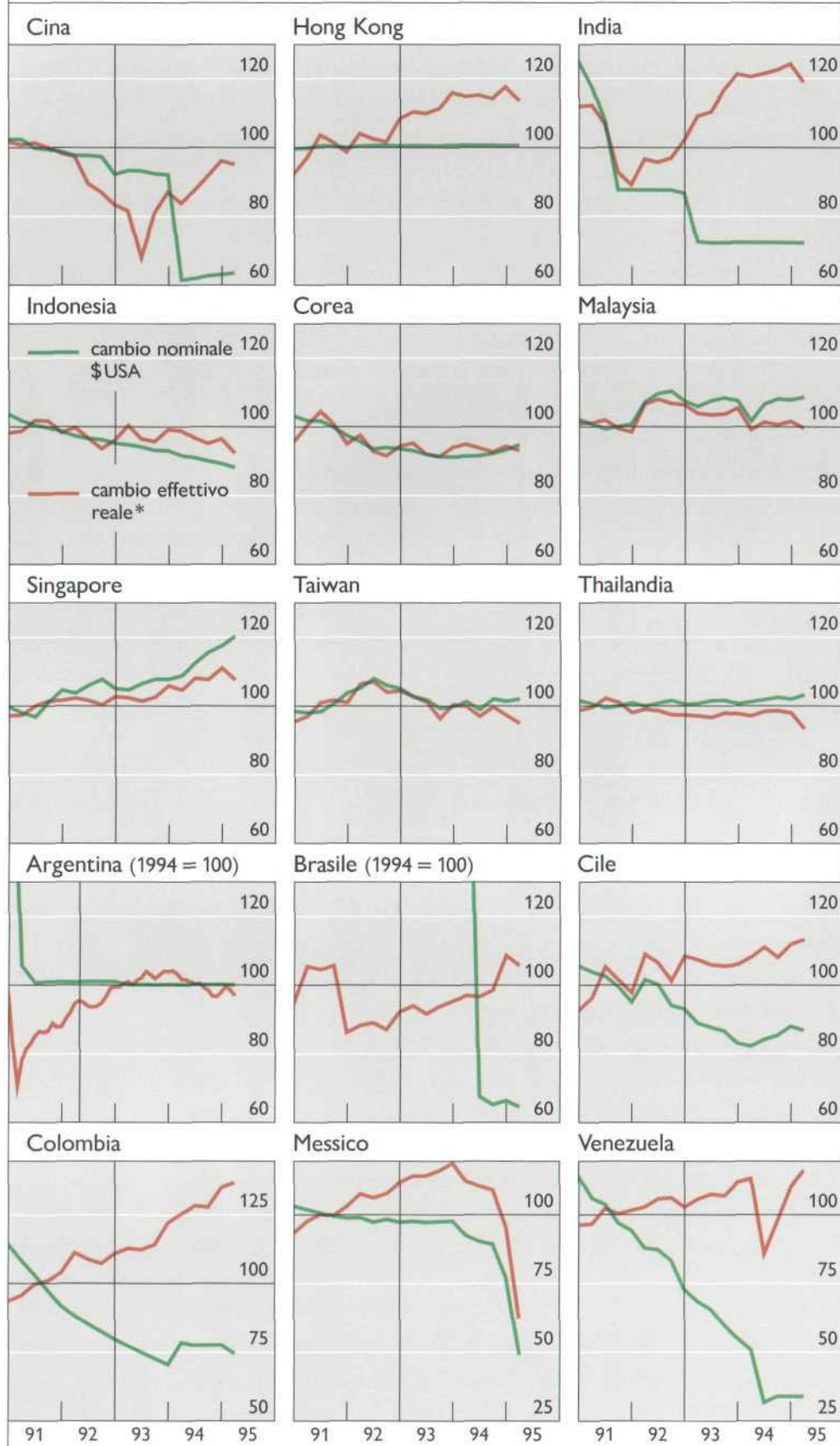
Tra il 1991 e l'inizio del 1994 in gran parte delle economie emergenti le autorità monetarie hanno cercato di limitare gli effetti monetari degli interventi ufficiali sul mercato dei cambi. L'impatto delle operazioni di sterilizzazione sui tassi d'interesse è dipeso dal grado di apertura dei mercati finanziari e dalle politiche del tasso di cambio. Nel Sud-Est asiatico si è riusciti solo in limitata misura a isolare i tassi d'interesse, che sono generalmente ribassati in termini reali. In alcuni casi i tassi latino-americani hanno seguito l'andamento decrescente dell'inflazione interna, ma per lo più sono stati mantenuti elevati in termini reali. Fino agli ultimi mesi del 1994 i differenziali d'interesse nei confronti dei paesi industriali paiono aver sopravanzato le variazioni attese del cambio, mantenendo un incentivo agli afflussi di capitale a breve termine.

Andamenti
contrastanti del
tasso d'interesse
in Asia...

Nella maggior parte dei paesi asiatici, tra il 1991 e i primi mesi del 1994 i tassi d'interesse a breve sono scesi in termini nominali e hanno raggiunto livelli modesti in termini reali (grafico VII.3). In Corea, Thailandia e, pur se in misura limitata, in Indonesia, i tassi del mercato monetario o sui depositi sono rimasti in genere più alti sia dei tassi d'interesse sul dollaro USA, sia dell'inflazione interna. Se a Hong Kong la fissità del cambio ha mantenuto i tassi d'interesse su livelli prossimi a quelli registrati negli Stati Uniti, a Singapore l'aspettativa di un apprezzamento valutario li ha spinti ancora più in basso, e in Cina i tassi reali a breve sono diventati fortemente negativi a partire dal 1993.

Cambio nominale in termini di \$ USA e cambio effettivo reale

Dati di fine trimestre, 1991 = 100

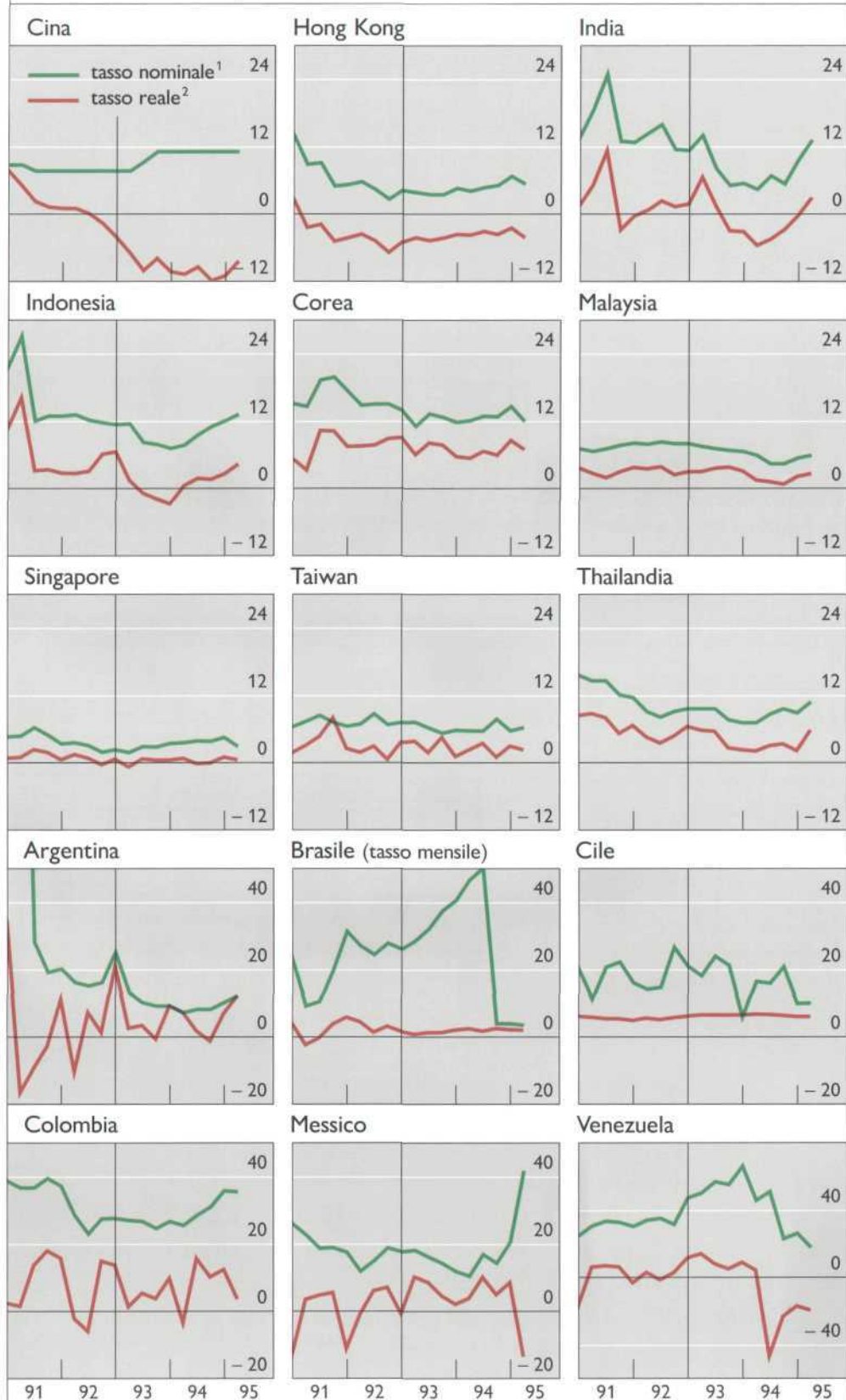


* In termini di prezzi al consumo relativi.

Grafico VII.2

Tassi d'interesse a breve nominali e reali

Dati di fine trimestre, in percentuale



¹ Tassi del mercato monetario o sui depositi; per il Brasile, tasso ufficiale; per il Messico, tasso sui buoni del Tesoro. ² Deflazionato con le variazioni su dodici mesi (Asia) e mensili su base annua (America latina) dei prezzi al consumo.

Grafico VII.3

Aggregati creditizi e monetari								
	Credito al settore privato ¹				Moneta e quasi-moneta			
	1991	1992	1993	1994 ²	1991	1992	1993	1994 ²
Dicembre su dicembre, variazioni percentuali								
Asia								
Cina	19,6	21,4	22,6	22,1	26,7	30,8	23,6	34,4
India	9,9	19,2	11,0	8,1	18,3	16,9	17,0	18,0
Corea	20,3	11,9	12,8	20,2	21,9	14,9	16,6	18,7
Hong Kong	26,1	10,1	16,4	12,1	13,3	10,8	16,0	15,4
Indonesia	19,3	12,5	22,7	21,7	17,5	19,8	22,3	19,0
Malaysia	20,6	11,2	11,6	13,8	16,9	29,2	26,6	18,1
Singapore	12,4	9,8	15,2	18,3	12,4	8,9	8,5	14,4
Thailandia	20,4	20,5	23,8	30,6	19,8	15,6	18,4	12,9
America latina								
Argentina	110,7	53,3	23,3	21,9	141,3	62,5	46,5	20,2
Brasile ³	29,3	27,4	42,3	5,1	29,4	31,3	35,0	2,9
Cile	25,1	35,5	30,9	25,4	42,3	29,8	25,9	31,7
Colombia	10,7	40,8	57,1	44,1	34,9	38,9	40,0	35,3
Messico	53,3	57,1	23,1	29,9	47,2	20,4	14,4	22,7
Venezuela	50,2	34,9	11,7	-6,8	38,6	17,2	25,7	49,0

¹ Per la Cina, credito bancario diverso dai finanziamenti al Governo centrale; per Hong Kong, credito totale interno. ² Variazione su dodici mesi riferita all'ultimo dato mensile disponibile. ³ Ultima variazione mensile nell'anno indicato.

Tabella VII.4

Questa configurazione dei tassi d'interesse e di cambio ha fatto sì che nei paesi asiatici gli investimenti e le esportazioni, seppure in varia misura, fossero protetti. Ma essa ha altresì determinato l'accumulo di pressioni da domanda, e nel 1994 risultava ormai evidente che se si voleva evitare l'inflazione era necessario inasprire la politica monetaria. Gli aumenti dei tassi USA e, in alcuni casi, la rarefazione degli afflussi di capitale si sono rivelati utili in tal senso ma, in aggiunta, diversi paesi hanno posto limiti al credito bancario interno. In genere, il credito al settore privato e gli aggregati monetari ampi hanno continuato a espandersi vigorosamente nel 1994, anche se si è notato un certo rallentamento dell'espansione creditizia in India e a Hong Kong e della crescita degli aggregati monetari ampi in Indonesia, Malaysia e Thailandia (tabella VII.4).

Per converso, nel corso degli anni novanta i tassi d'interesse a breve di gran parte dei paesi latino-americani sono stati per lo più fortemente positivi in termini reali. In Cile e in Brasile la politica monetaria è stata esplicitamente orientata ai tassi d'interesse reali, i quali sono invece diminuiti con lentezza in Messico e in Argentina, dove le politiche si sono basate piuttosto sull'ancoraggio al tasso di cambio. I tassi reali sono rimasti molto elevati in Colombia e sono cresciuti drasticamente in Venezuela nel periodo 1992-93, per poi diminuire in seguito alla crisi bancaria, fino a diventare decisamente negativi. In Brasile i tassi nominali sono calati dopo l'introduzione del nuovo programma di stabilizzazione monetaria nel luglio del 1994 (si veda il Capitolo II), ma i tassi reali si sono mantenuti molto più alti che negli altri paesi.

... e in America latina

Come già in Argentina e in Messico, anche in Brasile gli elevati tassi d'interesse, uniti a un apprezzamento reale del cambio, hanno contribuito a indebolire il risparmio e gli investimenti delle imprese, ma non sono riusciti ad evitare una forte espansione del credito bancario al settore privato. Un boom dei consumi ha deteriorato la posizione di parte corrente. Anche in Cile e in Colombia il credito bancario ha continuato a crescere rapidamente nel corso dell'anno passato. Nel 1994 la nuova accelerazione del credito bancario in Messico deve aver contribuito a neutralizzare gli effetti interni del minore afflusso di capitali e a finanziare i flussi in uscita. L'eccezione di maggior rilievo a questa generale tendenza è rappresentata dal Venezuela, dove la crisi bancaria e una grave recessione hanno determinato una contrazione del credito al settore privato.

Sterilizzazione

Costi della sterilizzazione monetaria

Le difficoltà incontrate dalle autorità monetarie nel condurre le operazioni di sterilizzazione sono state ampiamente dibattute. I costi sostenuti dalle banche centrali dipendono tanto dalla portata delle operazioni e dall'ampiezza del differenziale d'interesse nei confronti dei tassi sul dollaro USA (o dei tassi applicati su altre valute di riserva), quanto dagli strumenti utilizzati.

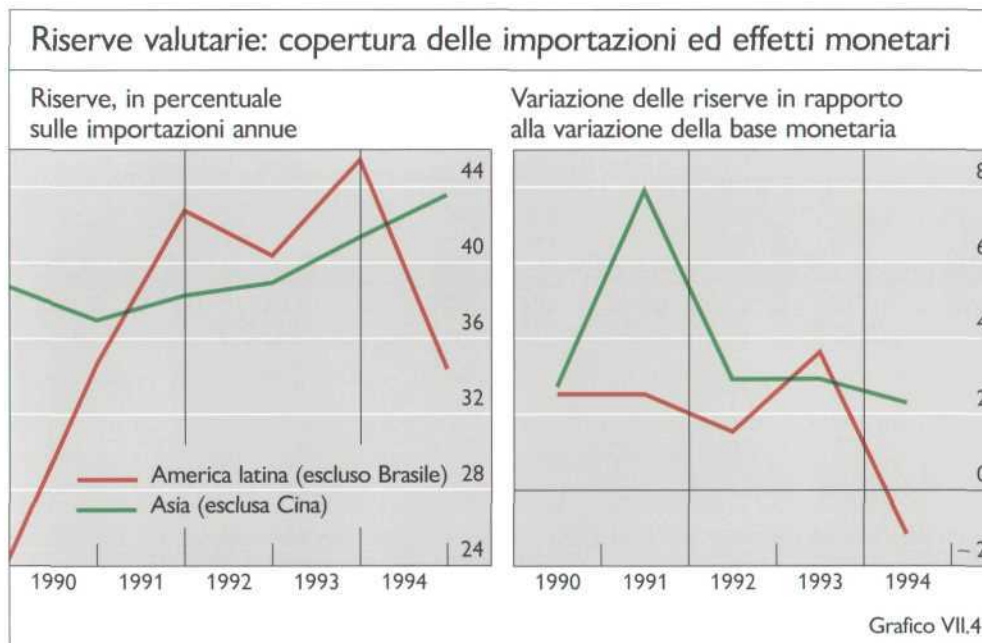
È difficile porre a confronto l'entità della sterilizzazione, rispecchiata da diverse poste di bilancio della banca centrale, tra i vari paesi. Un indicatore – ossia il rapporto incrementale fra le attività ufficiali lorde sull'estero e la base monetaria – fa ritenere che le operazioni di sterilizzazione siano state ingenti nei primi anni novanta in Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia, così come in Brasile, Cile, Colombia e Messico (tabella VII.5). A livello aggregato, tali operazioni sono risultate in genere più ampie in Asia che in America latina (grafico VII.4, riquadro a destra). Senza dubbio, i differenziali di tasso d'interesse fra i titoli in valuta locale venduti dalle banche centrali e le attività di riserva ufficiali a breve sono stati in Asia generalmente minori che in America latina, dove essi hanno spesso sopravanzato il saggio di svalutazione della moneta nazionale.

Il costo sostenuto dalla banca centrale per le operazioni di sterilizzazione può essere mitigato se parte dell'onere è sopportato dall'aumento delle riserve obbligatorie a basso saggio d'interesse, come è accaduto in Cile, Colombia, Corea, India, Malaysia e Venezuela. Gli effetti negativi sui profitti bancari possono essere limitati applicando coefficienti marginali commisurati agli aumenti delle

Rapporto incrementale tra le attività esterne lorde della banca centrale e la base monetaria						
	Corea	India	Indonesia	Malaysia	Singapore	Thailandia
Fine 1980–fine 1984	0,35	0,15	1,64	-0,26	3,88	0,62
Fine 1989–fine 1993	0,61	0,62	3,81*	4,07	9,02	2,89
	Argentina	Brasile	Cile	Colombia	Messico	Venezuela
Fine 1980–fine 1984	0,86	3,62	10,34	-0,52	0,35	1,30
Fine 1989–fine 1993	1,03	4,20	4,48	1,71	2,22	3,17

* Periodo di quattro anni terminante nel giugno 1993.
Fonte: FMI, "International Financial Statistics".

Tabella VII.5



voci di bilancio strettamente collegati agli afflussi di capitale, come è stato fatto in Cile, Colombia e Malaysia; tali misure possono però essere aggirate attraverso la disintermediazione. In Corea, Indonesia, Malaysia e Singapore il fatto che il Governo, le imprese pubbliche o le casse pensione abbiano collocato fondi in titoli presso la banca centrale – invece che presso le banche commerciali – ha contribuito a sterilizzare gli effetti dei flussi in entrata sulle riserve bancarie, senza gravare sul conto economico della banca centrale. Le operazioni di mercato aperto hanno quindi rivestito in tali paesi un ruolo minore che in Brasile, Cile, Messico e Venezuela, dove la sterilizzazione si è basata in larghissima misura sulla vendita di strumenti emessi dallo Stato o dalla banca centrale.

Anche quando la politica monetaria è orientata su un obiettivo operativo di tasso d'interesse ed è attuata per lo più attraverso operazioni a breve pronti contro termine, come in numerosi paesi industriali, la sterilizzazione tende a preservare un incentivo di tasso d'interesse per gli afflussi di capitale. Nel caso in cui la sterilizzazione è finalizzata piuttosto a obiettivi quantitativi in termini di aggregati monetari e creditizi, l'impatto sul tasso d'interesse può dipendere dalla struttura finanziaria del paese, per esempio dal ventaglio delle attività disponibili e dal loro grado di sostituibilità. In talune economie emergenti, laddove i mercati degli strumenti utilizzati per la sterilizzazione mancavano di spessore, tali operazioni possono in effetti avere esercitato una pressione al rialzo sui tassi d'interesse. È possibile che tale fenomeno abbia accresciuto gli incentivi per i flussi in entrata e che, nei casi in cui i tassi a breve sono stati sospinti verso l'alto dalla sterilizzazione, abbia distorto la struttura stessa degli afflussi in favore del segmento a breve.

La crisi finanziaria messicana: come fronteggiare i deflussi di capitali

Il mantenimento di un vincolo di cambio ha svolto un ruolo centrale nelle politiche di stabilizzazione intraprese dal Messico verso la fine degli anni ottanta.

L'ancoraggio del tasso di cambio in Messico...

L'ancoraggio del tasso di cambio era considerato importante non solo al fine di stabilire una chiara norma per la conduzione della politica monetaria e di rassicurare i mercati finanziari, ma anche per dissipare il timore delle organizzazioni dei lavoratori che l'inflazione avrebbe eroso i moderati incrementi salariali. Nello stesso tempo, la politica del cambio si è evoluta nel senso di una maggiore flessibilità, dapprima verso l'alto per fronteggiare gli afflussi di capitali, e quindi verso il basso per contrastare il deteriorarsi della competitività.

... sostenuto da altre riforme abbassa drasticamente l'inflazione...

Alla politica di deprezzamento costante del cambio a un tasso decisamente inferiore al differenziale inflazionistico rispetto agli Stati Uniti ha fatto seguito, nel 1991, un graduale ampliamento della banda di oscillazione. Poiché gli afflussi di capitali tendevano a eccedere il disavanzo corrente (consentendo un'accumulazione di riserve), le autorità hanno mantenuto fisso il limite superiore della banda, mentre hanno consentito uno slittamento verso il basso di quello inferiore. Di fatto, la banda di oscillazione è stata quindi ampliata per assorbire gli afflussi di capitali, permettendo al cambio di apprezzarsi in termini reali, ma lasciando un margine per correggere parte dell'apprezzamento in caso di diminuzione degli afflussi. Per gran parte del 1992 e 1993 la persistenza dei capitali in entrata ha mantenuto il cambio in prossimità del valore massimo. La forza della moneta, combinata alla liberalizzazione degli scambi e all'eliminazione dei disavanzi di bilancio, ha fatto sì che l'inflazione al consumo scendesse da oltre il 100% verso la fine degli anni ottanta a circa il 7% agli inizi del 1994, a prezzo però di un sostanziale rialzo del cambio reale.

... ma il credito si espande rapidamente

Tuttavia, l'impiego del dollaro come ancora per la politica monetaria non è bastato, di per sé, ad assicurare condizioni monetarie e creditizie restrittive. Sebbene i tassi sui depositi a breve in pesos fossero mantenuti a livelli relativamente elevati (e ancor più alti per i tassi sui prestiti), nei primi anni novanta l'espansione del credito bancario è proceduta a ritmo sostenuto (tabella VII.2). Prima del 1988 il sistema bancario era sottoposto a rigido controllo e finanziava ampi disavanzi del settore pubblico. Con la liberalizzazione del mercato finanziario verso la fine degli anni ottanta e il minor ricorso all'indebitamento bancario da parte dell'amministrazione pubblica, le banche commerciali hanno acquisito una maggiore libertà nel finanziare il settore privato, tanto più in quanto gli afflussi di capitali venivano sterilizzati solo in parte. Dopo molti anni di limitate possibilità di accesso per le famiglie e le imprese, il credito bancario ha fatto registrare una fortissima espansione. In buona parte si è trattato di un normale processo di reintermediazione in un sistema bancario a lungo compresso. Nondimeno, questa rapida espansione creditizia si è accompagnata a un rallentamento del risparmio privato: nel 1994 la quota del risparmio nazionale era scesa a meno del 14% del PIL rispetto al 20% registrato per gran parte degli anni ottanta. Inoltre, gli alti tassi d'interesse interni hanno incoraggiato il ricorso all'indebitamento bancario in dollari da parte dei residenti. Un fattore che lo scorso anno ha accentuato lo squilibrio è stato il massiccio aumento dei crediti erogati dai fondi fiduciari e dalle banche di sviluppo.

Una serie di shock politici colpisce il peso

Quando nel marzo 1994 l'assassinio di un candidato presidenziale ha innescato un forte movimento speculativo contro il peso, le autorità hanno risposto innalzando drasticamente i tassi interni, cedendo riserve e lasciando che la moneta si svalutasse. Verso la fine dello stesso mese il suo deprezzamento era

di circa l'8% sul livello di fine 1993. Nonostante l'attenuarsi delle tensioni immediate, politiche e di altra natura, permanevano dubbi circa la sostenibilità della banda di oscillazione peso/dollaro, il che ha reso sempre più difficile per le autorità, riluttanti a innalzare ancora i tassi d'interesse, il collocamento di titoli denominati nella moneta nazionale. Il debito pubblico in scadenza è stato pertanto sostituito da tesobonos (titoli a breve collegati al dollaro). A fine anno, tali strumenti detenuti al di fuori del sistema bancario ammontavano a circa \$21 miliardi (rispetto a meno di \$2 miliardi un anno prima), di cui oltre \$17 miliardi attribuibili ai portafogli di non residenti. Contemporaneamente, le banche commerciali avevano accumulato un consistente volume di debiti a breve in dollari ed erano anche esposte nella medesima posizione verso numerosi operatori.

Le pressioni sono dapprima contrastate...

La successiva ondata speculativa sul finire del 1994 – innescata da nuove tensioni nel Chiapas – è intervenuta quando le riserve erano ormai depauperate e le passività a breve in dollari avevano raggiunto livelli ingenti. Per giunta, il rialzo dei tassi interni non è stato altrettanto drastico quanto quello attuato in occasione della crisi precedente. Il 20 dicembre 1994, di fronte alle massicce perdite di riserve, le autorità hanno modificato la banda di oscillazione del peso, di fatto svalutando del 13% la soglia inferiore. Due giorni dopo, persistendo la fuga di capitali, il tasso di cambio è stato lasciato fluttuare. Nelle settimane seguenti, i dubbi circa l'orientamento delle politiche interne e l'entità dell'assistenza finanziaria esterna hanno gravato pesantemente sul mercato finanziario messicano. Nei primi mesi del 1995 il tasso di cambio e i corsi azionari sono entrambi precipitati (grafico VII.1).

... ma infine hanno il sopravvento

All'inizio della primavera si è però palesato un sensazionale miglioramento della bilancia commerciale. L'annuncio di aiuti finanziari esterni di ampiezza senza precedenti, insieme a un programma di stabilizzazione approvato dal FMI e a un drastico aumento dei tassi a breve, è riuscito a concedere una tregua al peso. Tra fine dicembre 1994 e fine aprile 1995 sono stati rimborsati tesobonos detenuti da non residenti per oltre \$7 miliardi. Tuttavia, la maggiore stabilità della moneta messicana a un valore assai più basso ha comportato un calo solo graduale dei tassi d'interesse di mercato che, dopo il forte aumento nei primi mesi del 1995, a metà maggio si situavano ancora a un livello leggermente superiore al 50%. Poiché tassi nominali così elevati inevitabilmente operano un drenaggio di cash-flow e potrebbero rivelarsi alti anche in termini reali, a tali condizioni molti prestiti bancari diventano difficilmente sostenibili. E infatti, le banche hanno visto aumentare fortemente i crediti in sofferenza: secondo una stima, nell'aprile 1995 essi erano saliti al 15% del totale degli impieghi.

Ricerca di una nuova stabilità

È evidente che gli sviluppi recenti sono assai diversi da quelli che si erano accompagnati alla crisi debitoria internazionale nei primi anni ottanta: questa volta i disavanzi esterni in Messico hanno coinciso con grandezze fondamentali per molti aspetti solide a livello sia microeconomico che macroeconomico. Il deficit di parte corrente, diversamente dal passato, non rispecchiava un disavanzo di bilancio fuori controllo. Inoltre, le riforme strutturali avevano fortemente accresciuto la flessibilità e reattività dell'economia ai segnali di mercato. Come osservato all'inizio del capitolo, quest'ultima crisi pone questioni di politica economica più delicate di quella precedente, che era manifestamente espressione di squilibri interni.

Vantaggi dell'ancoraggio nominale...

Un problema di particolare importanza riguarda l'impiego del tasso di cambio come ancora nominale. Tale ancoraggio è chiaramente appropriato nelle piccole economie aperte, dove i prezzi dell'interscambio hanno un influsso predominante sulla formazione di prezzi e salari interni. Esso si è inoltre rivelato notevolmente efficace nel ridurre in breve tempo tassi d'inflazione molto elevati in diversi paesi relativamente grandi dell'America latina. La visibilità dell'impegno ufficiale di cambio ha facilitato la mobilitazione dell'opinione pubblica a sostegno dei programmi di stabilizzazione e ha favorito un rapido miglioramento delle aspettative inflazionistiche.

... se non è mantenuto troppo a lungo in presenza di un deterioramento della situazione economica...

Purtuttavia, in molti casi non ci si può attendere che l'ancoraggio del cambio sia permanente. Se un certo cedimento dovuto alla dinamica dei salari e dei prezzi interni o alle pressioni della domanda aggregata sfocia in ingenti disavanzi correnti con l'estero, la credibilità dell'impegno di cambio può uscirne indebolita. Il clima di fiducia è destinato a peggiorare ulteriormente ove il mercato giudichi che la fragilità finanziaria rende la banca centrale meno propensa a innalzare i tassi d'interesse in difesa del cambio. La credibilità può essere forse sostenuta temporaneamente incoraggiando l'emissione di strumenti debitori pubblici o privati in valuta estera, che accrescono il costo potenziale di una modifica del cambio. L'indebitamento privato in valuta può al tempo stesso ridurre la capacità delle autorità di stimolare l'economia con la manovra del cambio. Ma il pericolo è che tali stratagemmi servano solo a rinviare il necessario aggiustamento. Irrigidendo i vincoli posti alla politica economica, essi possono in definitiva rendere più difficile la difesa dell'ancoraggio e in pari tempo accrescere i costi dell'aggiustamento economico allorché la svalutazione sarà divenuta inevitabile. A meno che i problemi derivanti da una perdita di competitività non siano affrontati con un tempestivo aggiustamento del cambio, il calo dell'inflazione può dimostrarsi effimero, e i responsabili delle politiche possono così trovarsi alle prese con un dilemma ancor più acuto.

... e a condizione che non sia pregiudicato da un'eccessiva espansione del credito

Un problema che si pone è come fare in modo che l'ancora nominale basata sul cambio sia sorretta da una coerente espansione del credito interno. In Argentina e a Hong Kong l'impiego di un regime di "currency board" fornisce un meccanismo regolamentativo per disciplinare la politica monetaria. Gli approcci che implicano un certo grado di discrezionalità devono fare i conti con la difficoltà di una corretta interpretazione dell'orientamento della politica monetaria allorché gli indicatori tradizionali sono alterati da una liberalizzazione finanziaria di vasta portata. Nel caso del Messico, gli alti tassi d'interesse reali e l'apprezzamento reale del cambio agli inizi degli anni novanta parrebbero indicare un orientamento relativamente restrittivo. D'altra parte, la rapida espansione del credito interno potrebbe essere considerata sintomatica di condizioni monetarie troppo permissive. Un'interpretazione alternativa è che l'espansione creditizia abbia prevalentemente rispecchiato aggiustamenti di portafoglio *in tantum* dopo la deregolamentazione. In assenza di efficaci controlli valutari sarebbe stato ben difficile contrastare l'espansione creditizia con un rialzo dei tassi d'interesse che avrebbe potuto attrarre ulteriori afflussi di capitali. In ogni caso, appare evidente che l'espansione del credito ha contribuito a un aumento insostenibile dei consumi. E, come già notato, essa ha esposto le banche a molteplici rischi, di credito, di tasso d'interesse e di cambio, concretizzatisi allorché i mercati hanno percepito come impraticabile la politica di stabilizzazione incentrata sul cambio.

Un altro problema concerne il passaggio dall'impiego dell'ancoraggio nominale per combattere l'inflazione a una politica finalizzata al conseguimento di un cambio più competitivo allorché ampi squilibri esterni lo rendono necessario. Le autorità messicane hanno cercato di introdurre una maggiore flessibilità ampliando gradualmente la banda adottata quando il peso era oggetto di pressioni al rialzo sui mercati dei cambi. Tuttavia, il risultante margine di oscillazione di circa il 12–13% si è rivelato insufficiente a consentire una correzione verso il basso del cambio reale del peso. L'attendere finché le riserve sono scese fino al punto in cui è il mercato a imporre l'aggiustamento restringe considerevolmente il successivo spazio di manovra a disposizione delle autorità.

Ripercussioni su altri mercati emergenti

La repentinità della crisi messicana ha fortemente scosso gli investitori esteri, costringendoli a riconsiderare il rischio connesso agli investimenti nella quasi totalità dei mercati emergenti. Probabilmente questa reazione è stata amplificata dal ruolo preminente che il Messico aveva assunto tra le economie in via di sviluppo, e ciò grazie in misura non trascurabile alla sua inclusione nel NAFTA e all'ammissione come membro dell'OCSE. Gli investitori internazionali assumevano spesso il Messico quale parametro per valutare altre economie emergenti: ad esempio, le emissioni messicane fungevano frequentemente da riferimento per la fissazione dei termini di prezzo delle obbligazioni internazionali di altri PVS. All'indomani del deprezzamento del peso messicano, l'accesso al mercato obbligazionario internazionale è diventato virtualmente impossibile per quasi tutti gli emittenti latino-americani, e anche per i mutuatari asiatici le condizioni si sono fatte più difficili. Le emissioni azionarie hanno parimenti registrato un drastico calo.

Ai paesi con ingenti deflussi di capitali si offrivano sostanzialmente quattro opzioni: interventi ufficiali, deprezzamento del cambio, reintroduzione di controlli e rialzo dei tassi d'interesse.

Il ricorso agli interventi sui mercati dei cambi è avvenuto su larga scala ed è stato particolarmente massiccio nel gennaio 1995. Esso è stato facilitato dalle consistenti riserve che i PVS, specie in Asia, avevano accumulato negli ultimi anni. Alla fine del 1994, le riserve valutarie ufficiali detenute dai PVS asiatici ammontavano a quasi \$380 miliardi; in America latina a circa \$100 miliardi, con disponibilità particolarmente rilevanti detenute dal Brasile. Tuttavia, gli effetti di contagio a breve termine della crisi messicana sono serviti da monito, avendo messo in evidenza la rapidità e intensità della perdita di riserve che può seguire a un mutamento di clima sui mercati finanziari internazionali. Ciò potrebbe aver indotto alcuni paesi a riconsiderare l'adeguatezza delle loro riserve.

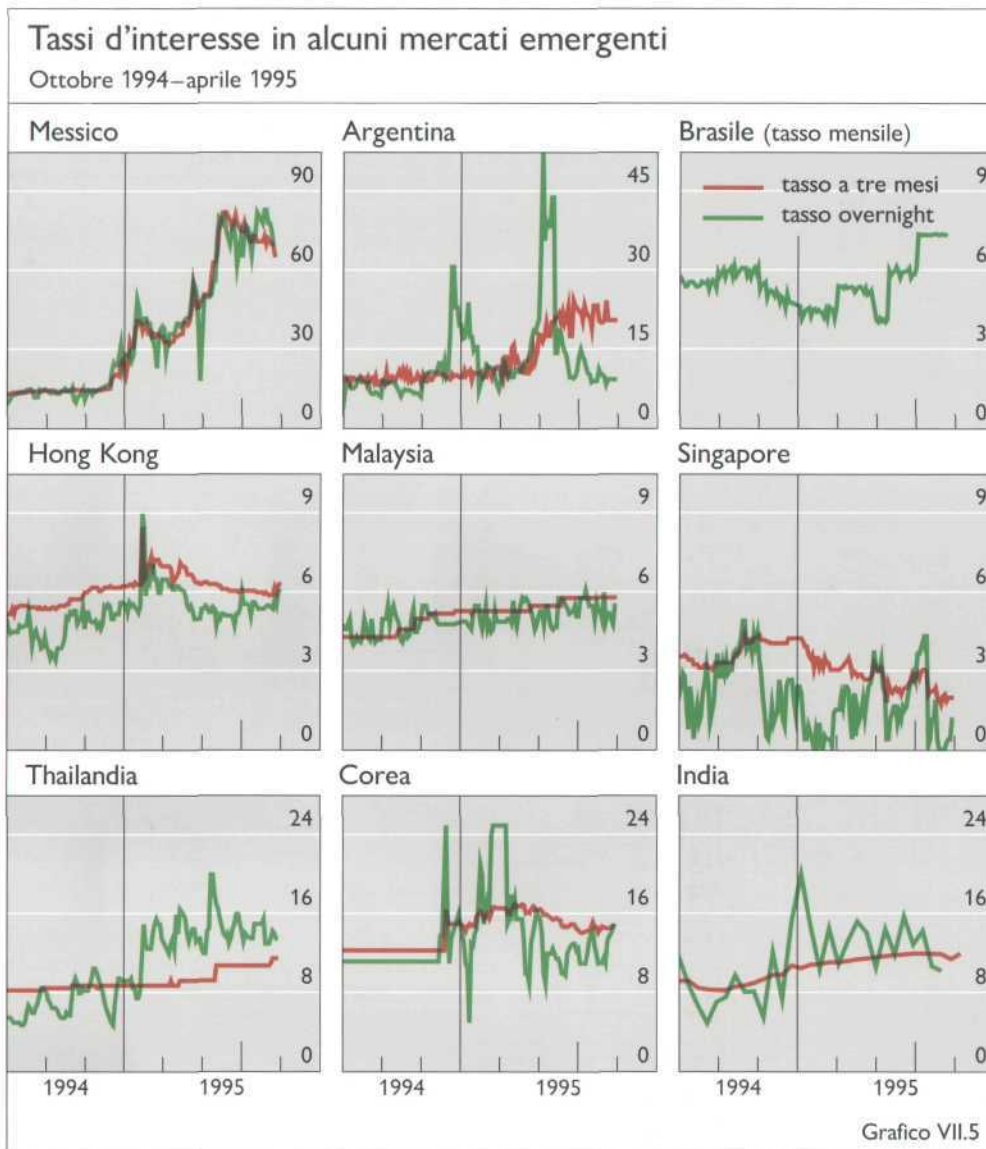
Una svalutazione del cambio è stata esclusa in Argentina e a Hong Kong, mentre Indonesia, Brasile e Colombia hanno accettato un certo deprezzamento della propria valuta nei confronti del dollaro USA. Nel primo trimestre di quest'anno l'Argentina ha subito una notevole contrazione delle proprie riserve; i depositi delle banche sono diminuiti e taluni comparti del sistema bancario hanno accusato difficoltà. Un'ulteriore "dollarizzazione" dell'economia è stata assecondata con modifiche della riserva obbligatoria delle banche e schemi patrocinati dal Governo per assistere le banche in difficoltà mediante crediti in valuta.

Gli effetti di contagio...

... costringono altre economie emergenti ad agire

Interventi sui mercati dei cambi

Tassi di cambio



Nel contesto di un programma approvato dal FMI, nel marzo di quest'anno l'Argentina ha annunciato un'energica manovra di bilancio volta a sostenere la parità di cambio con il dollaro.

Rinuncia alla reintroduzione dei controlli valutari

La maggior parte dei paesi si è astenuta dal reintrodurre controlli sui deflussi di capitali – ad eccezione del Venezuela, che vi aveva fatto ricorso nel 1994 – e ciò o per ragioni di principio o per il timore di sfavorevoli reazioni del mercato. Tuttavia, un certo numero di paesi pare aver riconsiderato precedenti progetti di un'ulteriore liberalizzazione dei flussi internazionali; in altri, segnatamente Hong Kong, sono state differite misure di deregolamentazione interna già decise, compresa la liberalizzazione del regime dei tassi d'interesse.

Rialzo dei tassi d'interesse

Molte banche centrali hanno innalzato drasticamente i tassi a breve, pur sapendo che ciò avrebbe potuto intensificare le pressioni al ribasso sui prezzi delle azioni e di altre attività. Un forte rialzo dei tassi overnight in molti mercati del Sud-Est asiatico – Indonesia e Hong Kong compresi – è risultato particolarmente efficace nell'accrescere i costi della speculazione valutaria, e allorché le pressioni si sono sopite, i tassi sono stati prontamente ribassati. In Thailandia,

Recenti sviluppi finanziari nei mercati emergenti					
	Variazione in % del cambio con il dollaro ¹	Prezzi azionari, 1994 = 100		Tassi d'interesse a breve ²	
		Dic. 1994 1 ^a metà ³	Aprile 1995	Dic. 1994 1 ^a metà	Aprile 1995
America latina					
Argentina	- 0,5	90,9	72,9	9,9	21,5
Brasile	- 6,8	122,2	82,8	5,2 ⁴	7,4 ⁴
Cile	1,3	116,9	112,1	5,8 ⁵	6,0 ⁵
Colombia	- 5,0	87,1	82,0	39,8	36,1
Messico	-44,3	95,6	44,4	14,7	71,6
Venezuela	0,0	79,6	70,7	24,8	17,7
NIE dell'Asia					
Corea	3,3	105,6	96,5	12,3	14,5
Hong Kong	0,0	84,8	89,8	6,1	6,0
Singapore	4,9	95,9	96,2	4,1	2,3
Taiwan	3,4	108,1	101,4	9,1	7,4
Cina	2,1	78,3	67,1	11,0	11,0
Altri paesi dell'Asia					
Filippine	- 7,8	97,3	86,5	7,8	10,4
India	- 0,5	95,2	78,2	9,4	11,8
Indonesia	- 2,1	90,6	84,5	13,9	15,5
Malaysia	3,4	91,7	96,2	5,1	5,8
Thailandia	2,2	95,0	91,7	8,7	10,9

¹ Variazione fra la prima metà di dicembre 1994 (media dall'1 al 16 dicembre) e aprile 1995 (media). ² Tassi del mercato monetario a tre mesi (oppure, quando disponibili, tassi sui depositi bancari). ³ Media del 2, 9 e 16 dicembre. ⁴ Tasso mensile. ⁵ Tasso d'interesse reale. Tabella VII.6

dove le pressioni sono state più persistenti, la banca centrale ha agito nel senso di limitare l'ascesa dei tassi sul mercato monetario e di isolare i rendimenti a lungo termine nell'intento di proteggere i mercati delle attività e l'economia interna. In Argentina e Brasile, più intense e protratte pressioni al ribasso sulle rispettive monete hanno condotto a una brusca ascesa dei tassi a breve. Sono invece proseguiti gli afflussi di capitali in Cile e in alcuni paesi asiatici. A Singapore, i tassi a breve hanno subito crescenti pressioni al ribasso. Brasile, India, Hong Kong, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia hanno fatto ricorso a misure amministrative per frenare gli impieghi bancari sull'interno.

Per molti paesi i contraccolpi della crisi messicana sono risultati passeggeri, e all'inizio della primavera i precedenti timori dei mercati finanziari circa le prospettive delle economie emergenti hanno ceduto il passo a una valutazione più selettiva. I corsi delle valute hanno riguadagnato terreno, con l'importante eccezione del Brasile, benché anche in questo caso il deprezzamento sia stato modesto (tabella VII.6). In effetti, nell'aprile di quest'anno il valore in dollari delle valute di Cile, Corea, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia aveva superato i corrispondenti livelli pre-crisi. Per contro, alla stessa data i valori azionari nei paesi latino-americani (escludendo il Cile che ha beneficiato di una vigorosa crescita economica) non avevano recuperato molto rispetto alle precedenti perdite. In termini di dollari, le contrazioni più forti (dopo quella subita dal

La maggior parte dei paesi assorbe senza traumi lo shock...

... i mercati
recuperano ...

Messico) si sono avute in Brasile e Argentina. Ad eccezione dell'India, la maggior parte dei mercati asiatici ha registrato una forte ripresa.

... e alcuni paesi
inaspriscono
le politiche

In sintesi, l'esperienza recente indica che, una volta assorbito lo shock iniziale, i mercati finanziari nella maggior parte dei paesi emergenti hanno dato prova di notevole resilienza. Gli investitori dal canto loro hanno mostrato di considerare più attentamente i singoli mercati, dando la preferenza a quelli in cui le politiche economiche e le prospettive di fondo apparivano solide. Ciò ha indotto diversi paesi a intensificare gli sforzi per rendere più stringenti le politiche macroeconomiche, dal cui successo dipenderà il duraturo allentamento delle tensioni sui mercati finanziari.

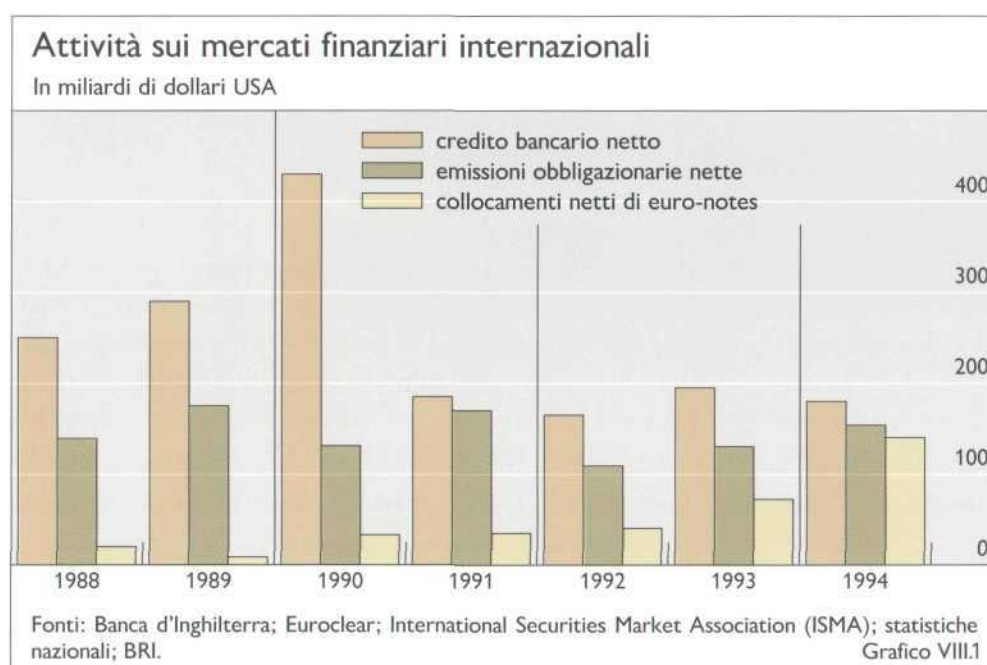
Nondimeno, è probabile che quest'anno gli afflussi aggregati di portafoglio nei paesi emergenti diminuiscano. I mercati finanziari sembrano divenuti meno propensi a tollerare disavanzi nei pagamenti correnti che non siano riconducibili a elevati saggi d'investimento interno. Questo mutamento di clima potrebbe senz'altro rivelarsi salutare. Un minor afflusso di capitali sarebbe certamente auspicabile in quei paesi asiatici che si trovano in presenza di un surriscaldamento dell'economia. Inoltre, per alcuni paesi dell'America latina sarebbe un vantaggio se gli afflussi fossero distribuiti più uniformemente nel tempo: più contenuti ora ma con maggiori garanzie di continuità in futuro.

Il persistere nelle importanti riforme economiche avviate negli anni ottanta – pur coniugate a una più chiara consapevolezza dei rischi che comporta un eccessivo affidamento su forme erratiche di finanziamento esterno – dovrebbe far sì che negli anni a venire consistenti flussi di capitali continuino a promuovere la crescita nel mondo in via di sviluppo.

VIII. I mercati internazionali dei capitali

Aspetti salienti

I mercati internazionali dei capitali hanno subito un sostanziale aggiustamento dopo la netta inversione di tendenza intervenuta sul mercato obbligazionario mondiale nel febbraio 1994. La liquidazione di posizioni in titoli esteri con elevato grado di leva ha dato luogo a massicci rimborsi di crediti bancari internazionali prevalentemente a breve termine. Nello stesso tempo, dal lato dei depositi le banche internazionali hanno beneficiato della preferenza mostrata dagli investitori per attività più liquide. Sebbene tali depositi siano stati in buona parte reincanalati dalle banche commerciali verso le rispettive economie interne, le limitate opportunità di impiego in molti paesi hanno creato un'ampia offerta di fondi disponibili sia per prestiti consorziali internazionali sia per finanziamenti interbancari e commerciali a favore dell'area in via di sviluppo. La simultanea riduzione dell'offerta di capitali a lungo termine e della domanda di finanziamenti bancari a breve da parte della clientela non bancaria può aver contribuito all'accentuarsi dell'inclinazione della curva dei rendimenti osservato nei principali comparti valutari europei. Analogamente, la parallela contrazione nell'offerta e domanda delle valute maggiormente interessate dalla riconsiderazione delle strategie di investimento internazionale ha concorso, quanto meno fino all'inizio di quest'anno, a minimizzare l'impatto sui tassi di cambio del mutamento di clima nel mercato obbligazionario.



Finanziamento netto stimato sui mercati internazionali							
Componenti del finanziamento internazionale netto	Variazioni ¹						Consistenze a fine 1994
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	
	in miliardi di dollari USA						
Totale attività esterne delle banche dichiaranti ²	684,7	614,7	- 48,0	186,6	317,4	268,4	7 103,2
Attività sull'interno in valuta estera	130,7	130,2	- 61,4	- 39,9	- 0,9	- 5,1	1 269,9
<i>meno: ridepositi interbancari</i>	525,4	314,9	- 294,4	- 18,3	121,5	83,2	4 133,0
A = Credito bancario internazionale netto ³	290,0	430,0	185,0	165,0	195,0	180,0	4 240,0
B = Collocamenti netti di euro-notes	8,0	33,0	34,9	40,4	72,1	140,2	406,1
Totale emissioni obbligazionarie internazionali perfezionate	264,5	239,8	319,7	332,6	437,1	381,8	
<i>meno: rimborsi e riacquisti</i>	89,7	108,9	149,9	223,5	306,8	227,9	
C = Finanziamento netto mediante obbligazioni internazionali	174,9	131,0	169,9	109,0	130,3	153,9	2 047,6
D = A + B + C = Totale finanziamento internazionale	472,9	594,0	389,8	314,4	397,5	474,1	6 693,7
<i>meno: duplicazioni⁴</i>	57,9	79,0	34,8	69,4	127,5	69,1	863,7
E = Totale finanziamento internazionale netto	415,0	515,0	355,0	245,0	270,0	405,0	5 830,0

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. Al tempo stesso, 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 euro-notes 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 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. ³ Esclusi i ridepositi stimati fra banche dichiaranti. ⁴ Obbligazioni internazionali acquisite dalle banche dichiaranti, nella misura in cui figurano nelle statistiche bancarie come crediti verso non residenti.

Tabella VIII.1

La capacità dei mercati mobiliari internazionali di adeguarsi al rapido variare delle condizioni di mercato ha fatto sì che il volume complessivo delle emissioni di obbligazioni internazionali e di euro-notes abbia raggiunto nuovi massimi nel 1994. L'accelerazione dell'attività risulta ancor più pronunciata se si tiene conto del rallentato flusso di rimborsi: al netto, il totale delle emissioni di titoli internazionali ha compiuto un balzo del 45% rispetto al 1993. La flessibilità offerta dai programmi per l'emissione di euro-notes ha fatto quasi raddoppiare il volume di fondi raccolti in questo comparto, ma anche nel settore delle obbligazioni internazionali gli aggiustamenti nelle tecniche di emissione hanno dato impulso all'attività sul mercato primario. L'adeguamento alla maggiore cautela mostrata dagli investitori internazionali ha comportato uno spostamento verso strumenti a tasso variabile e titoli a tasso fisso più a breve termine. Ne è derivato anche un accresciuto ricorso all'ampio volume di risorse in yen rese disponibili dalla rinnovata preferenza degli investitori giapponesi per le attività denominate in moneta nazionale. Sebbene i mercati abbiano finanziato una cerchia più ampia di prenditori, il mutamento di clima in corso d'anno si è accompagnato a un ampliamento degli spreads in relazione alla qualità del credito. Il fenomeno è stato soprattutto evidente in dicembre, quando la crisi messicana ha avuto ripercussioni negative non solo per i paesi in via di sviluppo ma anche per l'accesso al mercato da parte

di alcuni paesi industriali. Verso la fine dell'anno si sono avute altresì indicazioni di una ripresa dei deflussi di capitali dall'America latina.

L'inversione di tendenza nel clima di mercato ha annunciato l'inizio di quello che potrebbe dimostrarsi un anno di cesura per i mercati degli strumenti derivati. Nei primi sei mesi, le contrattazioni in strumenti di tasso d'interesse sono aumentate fortemente a seguito delle perturbazioni sui mercati obbligazionari, evidenziando il ruolo che questi strumenti svolgono sia nel trasmettere le nuove condizioni di mercato ai vari comparti di scadenza e di valuta sia nel facilitare aggiustamenti di portafoglio quando la liquidità sui mercati sottostanti diminuisce. Al tempo stesso, diversi utilizzatori di prodotti derivati hanno accusato ingenti perdite. La pubblicità negativa e le controversie giuridiche che sono seguite hanno creato condizioni meno favorevoli nei mercati fuori borsa per la restante parte dell'anno. Il dissesto della Baring Brothers ha messo ulteriormente in evidenza i rischi in cui incorrono le istituzioni quando i sistemi di controllo interni sono inadeguati, dimostrando come sia necessario un miglioramento in questo ambito. Gli sforzi tesi a conseguire tale obiettivo, nonché a migliorare la trasparenza e le infrastrutture del mercato in alternativa a una disciplina restrittiva, sono parimenti all'origine delle principali iniziative prese a livello ufficiale durante il periodo in esame.

Il mercato bancario internazionale

Sotto l'influsso di fattori che si sono compensati a vicenda, lo scorso anno l'espansione del credito internazionale totale delle banche dichiaranti è rimasta contenuta. Da un lato, la liquidazione di precedenti posizioni sui mercati delle valute e degli strumenti debitori europei ha dato luogo a massicci rimborsi di prestiti bancari. Poiché questi erano stati finanziati non solo direttamente dai sistemi bancari nazionali, ma anche per il tramite dei corrispondenti settori eurovalutari, l'aumento ovvero la diminuzione di queste transazioni ha prodotto effetti moltiplicativi sugli aggregati lordi comprendenti i flussi interbancari. Il capovolgimento di posizione ha riguardato soprattutto le monete dell'Europa continentale, a indicazione del fatto che un ampio volume di transazioni di copertura e/o leva finanziaria si è concentrato in tali comparti valutari (Capitolo V). Nello stesso tempo, a seguito dei rimborsi di prestiti e del parallelo allontanamento dagli strumenti a tasso fisso più a lungo termine, gli intermediari finanziari hanno potuto disporre di ampia liquidità. Sebbene una larga parte dei fondi sia riaffluita alle rispettive economie interne, le limitate opportunità di collocamento in diversi mercati hanno fatto sì che anche sul mercato internazionale fosse disponibile un ingente volume di fondi in cerca di impiego. Ciò ha costituito un forte incentivo ad allestire prestiti consorziali e ad assecondare la ripresa della domanda di capitali a breve in talune aree in via di sviluppo. Sotto l'influsso di tutti questi fattori, il volume totale del credito bancario internazionale, al netto dei ridepositi interbancari, ha fatto registrare una crescita del 4%.

Massicci rimborsi
di prestiti ...

... lasciano
le banche con
un'abbondante
liquidità

Andamenti per valute

L'inversione di flusso più significativa intervenuta tra il 1993 e il 1994 negli aggregati bancari lordi ha riguardato i settori del marco e del franco francese,

Aspetti principali dell'attività bancaria internazionale					
Impieghi e raccolta del credito bancario internazionale	Variazioni depurate dagli effetti di cambio				Consistenze a fine 1994
	1991	1992	1993	1994	
in miliardi di dollari USA					
A = Attività verso paesi esterni all'area dichiarante	6,8	66,1	10,8	39,0	879,8
B = Attività verso residenti all'interno dell'area dichiarante	-166,6	81,4	252,6	214,7	7 312,1
1) Attività verso soggetti non bancari	100,8	89,6	126,3	-47,1	2 084,0
2) Impiego di fondi internazionali per crediti sull'interno	77,0	10,1	4,8	178,6	1 095,1
3) Ridepositi interbancari	-294,4	-18,3	121,5	83,2	4 133,0
C = Partite non classificate	0,4	- 0,8	53,1	9,5	181,1
D = A + B + C = Totale attività internazionali delle banche dichiaranti	-109,4	146,7	316,5	263,2	8 373,0
E = D - B 3) = Credito bancario internazionale netto	185,0	165,0	195,0	180,0	4 240,0
A = Passività verso paesi esterni all'area dichiarante	- 11,7	13,3	-18,2	75,5	794,0
B = Passività verso residenti all'interno dell'area dichiarante	-208,8	92,4	114,7	528,3	7 049,8
1) Passività verso soggetti non bancari	15,2	104,4	87,1	132,2	1 536,9
2) Raccolta di fondi interni per impieghi internazionali	117,7	41,6	78,4	-60,2	1 375,5
3) Ridepositi interbancari	-341,7	-53,6	-50,7	456,3	4 137,4
C = Partite non classificate	63,9	5,6	47,8	32,5	533,6
D = A + B + C = Totale passività internazionali delle banche dichiaranti	-156,7	111,4	144,3	636,3	8 377,4
Per memoria: prestiti consorziali*	136,7	221,4	220,9	252,0	

* Nuovi prestiti annunciati, esclusi i crediti "non spontanei" a medio termine e i prestiti rinegoziati con la sola modifica degli spreads. Tabella VIII.2

Capovolgimento delle posizioni in monete europee assunte nel 1992-93

influeno principalmente sulle attività esterne dei rispettivi sistemi bancari nazionali. Questo sviluppo è una conseguenza diretta sia della crisi negli AEC sia del crescente intreccio tra credito bancario e operazioni in titoli osservabile negli ultimi anni. In effetti, nel 1992-93 vi era stata una forte espansione del credito diretto e dei prestiti contro valori mobiliari (pronti contro termine) a fini di copertura o per l'assunzione di nuove posizioni in singole valute. In particolare, nel 1993 la domanda di titoli denominati in DM aveva dato notevole impulso all'attività bancaria internazionale in tale moneta, mentre la richiesta di titoli in franchi francesi, a fini di copertura e speculativi, si era tradotta in un'analogha crescita delle operazioni in questa moneta. In notevole misura, tali posizioni sono state liquidate nel 1994. Una tendenza analoga, sebbene su scala più ridotta, si è manifestata anche nei settori delle valute europee minori, e in particolare in quelli della lira e della peseta. Uno sviluppo significativo nel contesto europeo è la contrazione assoluta del mercato bancario dell'ECU (12%), la più forte registrata tra i vari comparti valutari dell'euromercato.

Forte espansione delle operazioni denominate in dollari e yen

Alla liquidazione di posizioni nei settori delle valute europee durante il 1994 si contrappone l'espansione delle attività internazionali in dollari e yen. Il vigore dell'economia statunitense ha indotto le imprese situate in questo paese a intensificare il ricorso al mercato internazionale, mentre la debole domanda di prestiti in dollari all'estero ha consentito al sistema bancario USA di finanziarsi a

Composizione per valute delle attività sull'estero delle banche*										
Valute	Valuta nazionale					Valuta estera				
	Variazioni depurate dagli effetti di cambio				Consistenze a fine 1994	Variazioni depurate dagli effetti di cambio				Consistenze a fine 1994
	1991	1992	1993	1994		1991	1992	1993	1994	
in miliardi di dollari USA										
Totale valute	20,8	7,3	189,3	-81,8	1 828,9	-74,2	179,2	127,8	189,8	3 595,6
Dollaro USA	1,6	-18,4	-13,0	- 5,1	477,4	-78,0	78,5	23,5	132,3	1 867,5
Marco	- 6,4	-16,0	75,5	-36,7	257,5	-10,5	75,6	43,5	21,5	576,0
Yen	20,8	-28,5	- 4,0	24,0	569,5	-43,6	-43,9	-20,3	24,7	183,6
Franco francese	5,5	49,5	42,9	-32,8	128,0	14,0	6,9	10,6	- 7,0	105,4
Sterlina	-10,0	24,0	15,1	1,4	105,8	-18,7	12,9	- 6,9	9,7	113,4
Franco svizzero	- 8,2	- 8,5	- 0,4	- 2,2	95,3	1,1	4,2	-18,4	0,9	119,1
Lira	3,3	2,8	17,7	-16,0	49,4	20,1	8,5	33,3	20,7	121,1
Peseta	1,7	10,6	36,2	- 7,5	41,1	..	..	..	..	..
ECU						15,8	12,3	4,8	-20,0	152,4
Altre valute	12,6	- 8,1	19,4	- 6,8	105,0	25,7	24,2	57,8	7,0	356,9

* Solo banche situate nei paesi industriali dichiaranti.

Tabella VIII.3

condizioni più vantaggiose sul mercato interbancario dell'eurodollaro che su quello interno. L'espansione nelle posizioni creditorie sull'estero in yen, intervenuta dopo tre anni di drastico ridimensionamento, va ricollegata alla domanda internazionale di attività in tale moneta, nonché ai flussi circolari di fondi interni da e verso i vicini centri offshore.

Attività in base ai centri dichiaranti

Un esame delle operazioni internazionali sulla base dei singoli centri dichiaranti rivela che la contrazione delle attività spesso si è associata a un aumento delle passività, ampliando i flussi valutari netti intermediati dai vari sistemi bancari. Nel caso delle banche in Germania e Francia, ad esempio, ai rimborsi di prestiti in moneta nazionale da parte di non residenti hanno fatto riscontro ampie acquisizioni di depositi dall'estero. In ragione d'anno, ciò si è tradotto in afflussi netti per il tramite delle banche (rispettivamente di \$97,5 e 46,6 miliardi) che hanno più che compensato i disavanzi nella bilancia dei capitali a lungo termine. L'ampiezza di questa offerta netta di depositi bancari (prevalentemente a breve) e del conseguente disimpegno dai titoli a lungo termine da parte degli investitori internazionali è coerente con l'accentuarsi della curva dei rendimenti e l'assenza di pressioni sui tassi di cambio del marco e del franco francese nel 1994.

Anche verso gli Stati Uniti gli afflussi bancari netti sono stati ingenti (\$115,1 miliardi). Questo finanziamento del disavanzo con l'estero registrato dal paese in altre voci della bilancia dei pagamenti ha implicato non solo il reindirizzamento verso il sistema finanziario interno di fondi originariamente esportati dai residenti per ragioni fiscali e regolamentative, ma anche il riciclaggio attraverso l'euromercato di riserve ufficiali estere in dollari (Capitolo VI). Nel caso delle banche in Giappone, i deflussi netti registrati per il 1994 nel suo insieme (\$19,3 miliardi) celano ampie variazioni in corso d'anno, con un passaggio da

Ampi afflussi netti per il tramite delle banche in Germania e Francia...

... nonché negli Stati Uniti...

... ma deflussi netti attraverso le banche in Giappone

esportazioni nette nel primo trimestre a importazioni nette nei mesi seguenti, di riflesso agli andamenti nelle posizioni in titoli internazionali.

Forte crescita delle operazioni contabilizzate nei centri offshore

Un altro connotato dell'attività in base alla localizzazione delle transazioni è il forte aumento delle operazioni internazionali contabilizzate nei centri offshore dichiaranti. Lo scorso anno Hong Kong ha registrato un volume eccezionale di flussi creditizi, secondo solo a quello del Regno Unito in termini di espansione complessiva del mercato (\$76,5 e 97,3 miliardi rispettivamente). Mentre l'attività bancaria internazionale in quest'ultimo paese ha riguardato le operazioni in ambito europeo e con gli Stati Uniti, a Hong Kong essa ha rispecchiato la sostenuta domanda di credito in Asia e il particolare ruolo che questo centro svolge nell'intermediare fondi tra il Giappone e la Cina. Vi è stata inoltre una ripresa nell'intermediazione attraverso i centri dei Caraibi, soprattutto in virtù dell'accelerazione della domanda di credito dell'economia statunitense. L'attiva raccolta all'estero delle banche operanti negli Stati Uniti ha facilitato il riflusso verso questo paese di depositi collocati nei centri dei Caraibi.

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

Consistente aumento dei depositi del settore non bancario...

I soggetti non bancari entro l'area dichiarante hanno costituito una fonte primaria di finanziamento per il mercato. Infatti, l'aumento del 9% dei loro depositi ha rappresentato quasi i tre quarti del totale del credito bancario internazionale netto. L'offerta di fondi non bancari dall'interno dell'area dichiarante è stata alimentata da una ripresa degli eurodepositi di residenti USA (\$35,2 miliardi), successivamente riconvogliati all'economia statunitense attraverso i centri dei Caraibi. Per contro, i residenti non bancari tedeschi hanno prelevato circa \$6,9 miliardi dall'euromercato, poiché la riduzione della riserva obbligatoria decisa dalla Bundesbank nel marzo 1994 e i fondi di investimento del mercato

Posizioni sull'estero delle banche nei singoli centri dichiaranti

Paese di residenza delle banche dichiaranti	Attività					Passività				
	Variazioni depurate dagli effetti di cambio				Consistenze a fine 1994	Variazioni depurate dagli effetti di cambio				Consistenze a fine 1994
	1991	1992	1993	1994		1991	1992	1993	1994	
in miliardi di dollari USA										
Totale paesi	-48,0	186,6	317,4	268,4	7 103,2	-121,8	91,1	50,5	552,1	7 134,8
Regno Unito	-51,9	87,7	49,3	97,3	1 199,8	- 43,7	63,1	38,2	85,2	1 278,1
Giappone	-35,9	-57,9	- 6,6	22,3	1 007,6	-127,9	-128,8	-38,8	3,0	723,7
Stati Uniti	6,8	-24,7	-17,1	-17,0	531,8	1,2	38,2	27,1	98,1	820,7
Francia	-14,5	75,0	70,3	-24,1	526,8	18,7	23,6	13,6	22,5	550,6
Germania	10,2	6,1	95,1	-12,8	469,2	12,3	50,4	43,1	84,7	411,9
Svizzera	- 6,5	6,0	-12,3	22,2	404,3	0,1	3,8	- 9,7	33,7	338,3
Paesi Bassi	7,3	6,0	4,7	- 8,1	176,6	3,2	17,8	5,0	1,0	169,5
Italia	4,5	4,2	13,6	-20,6	136,6	25,0	31,4	-19,8	1,1	230,2
Spagna	8,3	25,4	55,6	-11,8	110,6	9,9	14,8	9,1	10,9	103,2
Centri dei Caraibi	8,5	-23,9	-10,4	67,1	640,1	12,4	- 30,2	-25,6	66,7	638,8
Centri asiatici	- 3,2	24,0	10,6	93,2	1 038,6	- 21,9	19,6	- 2,3	86,2	997,4
Altri paesi	18,4	58,6	64,5	60,7	861,2	- 11,0	- 12,5	10,7	59,0	872,5

Tabella VIII.4

Operazioni delle banche con soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante										
Posizioni delle banche verso	Variazioni depurate dagli effetti di cambio								Consistenze a fine 1994	
	Attività				Passività					
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994	Attività	Passività
	in miliardi di dollari USA									
Totale paesi	89,1	134,4	163,5	-21,8	4,5	59,3	56,4	90,6	1 513,5	1 164,7
Stati Uniti	5,6	29,7	33,3	- 1,7	-12,1	-9,1	-9,0	35,2	341,1	284,9
Giappone	44,1	12,3	12,9	10,2	- 5,7	-0,3	-3,2	3,8	310,8	23,3
Germania	9,5	35,0	33,0	- 2,7	11,7	30,8	24,2	-6,9	158,2	200,7
Regno Unito	5,6	1,7	37,9	-19,0	3,9	-2,1	8,5	8,4	99,6	81,7
Italia	8,0	9,2	8,3	2,5	3,2	5,4	1,0	1,2	92,9	40,4
Paesi Bassi	4,7	- 1,9	2,0	- 3,9	4,7	9,1	13,7	13,4	61,8	87,7
Canada	3,4	3,1	4,0	0,8	- 3,6	-1,7	-0,9	1,0	49,1	13,2
Francia	2,2	6,6	13,0	- 3,4	- 0,1	7,0	-0,4	3,6	47,0	47,8
Belgio*	0,9	- 0,4	1,9	- 0,7	0,0	5,8	6,7	4,7	33,1	50,6
Svezia	1,5	15,2	- 4,3	- 4,0	0,6	-0,8	1,6	-0,2	25,7	4,8
Svizzera	-1,3	1,8	- 0,3	1,0	1,3	1,6	0,4	2,2	23,5	58,5
Altri paesi	4,8	22,2	21,8	- 0,7	0,4	13,8	13,8	24,3	270,9	271,1
<i>Per memoria: posizioni sull'interno delle banche in valuta estera</i>	<i>11,7</i>	<i>-44,8</i>	<i>-37,2</i>	<i>-25,4</i>	<i>10,7</i>	<i>45,1</i>	<i>30,7</i>	<i>41,6</i>	<i>570,4</i>	<i>372,2</i>

* Compreso il Lussemburgo.

Tabella VIII.5

monetario di recente autorizzati in Germania hanno ridotto l'attrattiva dei depositi in DM all'estero.

Malgrado l'ampio afflusso di depositi di operatori non bancari, le attività internazionali delle banche dichiaranti verso la clientela non bancaria all'interno dell'area sono diminuite di \$47,2 miliardi. In diversi paesi, e specie in Giappone, Svezia e Italia, il settore delle imprese ha continuato a ridurre il proprio indebitamento in valuta verso banche interne ed estere. Oltre a ciò, i soggetti non bancari residenti nei centri eurovalutari hanno rimborsato prestiti in valute europee, avendo liquidato precedenti posizioni assunte nei mercati delle valute e dei titoli. Il fenomeno ha riguardato in modo particolare le attività delle banche dichiaranti verso operatori del Regno Unito, fra cui figurano numerosi intermediari internazionali non bancari.

... cui non corrisponde un flusso analogo degli impieghi non bancari

Operazioni con paesi esterni all'area dichiarante

L'aumento di \$39 miliardi delle attività delle banche dichiaranti verso il gruppo di paesi dell'area esterna va attribuito in misura più che proporzionale all'Asia. Sebbene la forte riduzione delle posizioni creditorie verso l'Europa orientale faccia ritenere che le banche siano rimaste selettive nella loro politica creditizia, va rilevato che la contrazione è stata accentuata dal trasferimento di crediti garantiti ad agenzie ufficiali e dagli accresciuti pagamenti in conto capitale e interessi (da Bulgaria, Polonia e Ungheria; nei primi due casi in connessione con accordi di rinegoziazione del debito). Inoltre, i rimborsi netti da parte del

Dinamica del credito sostenuta verso l'Asia, debole verso altre regioni...

... fatta eccezione per alcuni paesi maggiori dell'America latina

In Asia resta predominante il credito bancario

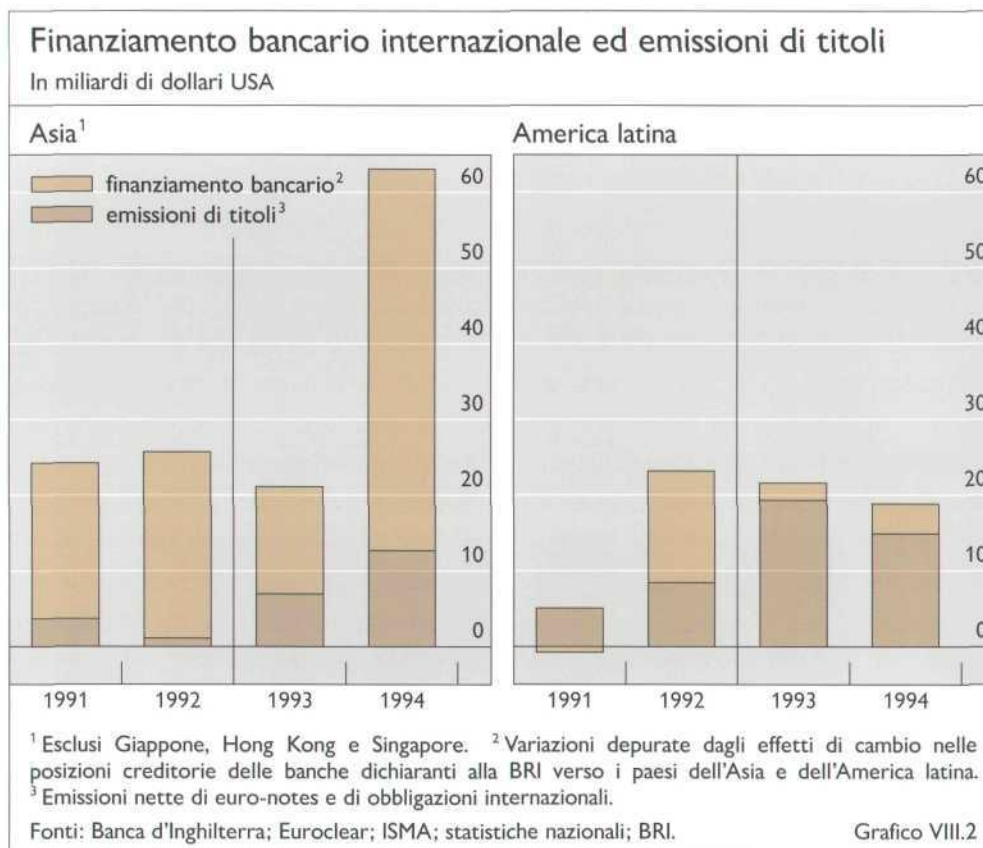
gruppo dei paesi industriali sono dovuti sia a un'attiva politica di riduzione delle passività (Nuova Zelanda) sia a un maggior ricorso alle emissioni internazionali di titoli (Australia). Il ritiro di un ingente ammontare di linee interbancarie a breve in favore della Turchia, dopo l'accentuarsi del deprezzamento del cambio nel marzo e aprile 1994, ha parimenti contribuito alla debole dinamica del credito totale. Nel caso dell'America latina, l'espansione delle attività delle banche dichiaranti nei confronti di Messico (\$7,6 miliardi), Argentina (\$2,9 miliardi) e Cile (\$2,1 miliardi) è stata parzialmente controbilanciata dall'effetto contrattivo dell'accordo di riduzione del debito concluso con il Brasile in aprile e da un ridimensionamento dell'esposizione verso il Venezuela sulla scia della crisi bancaria interna. Il nuovo credito affluito ai paesi latino-americani va visto alla luce del loro minor ricorso ai mercati mobiliari internazionali, parallelamente al mancato rinnovo di attività in scadenza nel caso del Venezuela e, verso la fine dell'anno, del Messico.

Per contro, le banche sono state particolarmente attive nei paesi in via di sviluppo dell'Asia. Nonostante l'accresciuto indebitamento sui mercati nazionali e internazionali dei titoli, i prenditori di quest'area hanno raccolto un ammontare record di \$49,6 miliardi presso le banche dichiaranti. In aggiunta all'ulteriore elevato volume di prestiti consorziali, questo gruppo di paesi ha registrato consistenti afflussi di fondi interbancari a breve. I dati relativi ai crediti verso quest'area non comprendono quelli erogati a residenti di Hong Kong (centro dichiarante), di cui le società cinesi fanno intenso uso per attingere fondi indirettamente sul mercato internazionale. Il flusso di credito si è fortemente concentrato su Thailandia (\$20 miliardi) e Corea (\$15,2 miliardi), seguite a distanza dalla Cina con \$7,8 miliardi mutuati direttamente presso le banche dichiaranti. All'origine dell'ampio volume di fondi bancari ai primi due paesi vi sono in gran parte fattori specifici: in Thailandia l'istituzione della Bangkok International Banking Facility nel 1993 e in Corea l'inasprimento delle condizioni monetarie nell'ultima parte del 1994. Diversa è la situazione per quanto concerne i mercati mobiliari

Operazioni delle banche con paesi esterni all'area dichiarante								
Posizioni delle banche verso	Variazioni depurate dagli effetti di cambio						Consistenze a fine 1994	
	Attività			Passività			Attività	Passività
	1992	1993	1994	1992	1993	1994		
in miliardi di dollari USA								
Totale paesi esterni all'area dichiarante	66,1	10,8	39,0	13,3	-18,2	75,5	879,8	794,0
Paesi industriali	7,0	5,0	-2,3	11,2	10,1	21,7	161,5	148,9
Europa orientale	3,9	-3,8	-13,3	9,7	2,6	2,0	80,4	35,9
di cui: ex Unione Sovietica	5,9	-1,9	-5,0	5,8	2,2	-0,8	53,6	16,1
Paesi in via di sviluppo	55,2	9,7	54,7	-7,6	-31,0	51,8	637,9	609,2
America latina*	14,8	2,3	4,0	-2,1	-6,8	22,1	231,6	159,3
Medio Oriente	16,0	-5,4	3,1	-6,9	-20,3	2,7	80,1	194,5
Africa	-1,2	-2,0	-2,0	2,6	0,4	3,2	39,6	41,3
Asia	25,7	14,8	49,6	-1,3	-4,2	23,8	286,6	214,1
di cui: Cina	6,2	5,7	7,8	1,8	0,5	10,3	57,4	60,0

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

Tabella VIII.6



internazionali, dove l'aumento nella raccolta di fondi da parte dei paesi asiatici (da \$7 miliardi nel 1993 a \$12,7 miliardi) si è distribuito più uniformemente tra le maggiori economie della regione.

Un altro aspetto che nel 1994 ha contraddistinto le relazioni delle banche con i paesi esterni all'area è il consistente afflusso di depositi da questo gruppo (\$75,5 miliardi). Ciò è in parte il risultato del collocamento di riserve ufficiali ad opera di numerosi paesi in contropartita di cospicui afflussi di capitali privati. D'altra parte, la consistente partecipazione del settore privato non bancario ai nuovi depositi provenienti dall'America latina (45% sul totale relativo a quest'area) sta a indicare una ripresa dei deflussi di capitali dopo tre anni di rimpatrio di fondi dall'estero.

Ripresa dei deflussi di capitali dall'America latina

Prestiti consorziali internazionali

Lo scorso anno il settore dei prestiti bancari consorziali è stato uno dei più attivi sul mercato finanziario internazionale, avendo messo a segno un record assoluto di \$252 miliardi di prestiti allestiti contro \$220,9 miliardi nel 1993. Le operazioni di rifinanziamento a condizioni più favorevoli hanno contribuito per circa un quarto al totale, il che implica pur sempre un livello senza precedenti di nuovi finanziamenti netti. L'elevata liquidità e la solida posizione patrimoniale di diversi importanti gruppi bancari hanno fatto evolvere le condizioni di mercato chiaramente a favore dei mutuatari: lo scarto medio sul LIBOR per i crediti in dollari si è ridotto da un massimo di 120 punti base nel terzo trimestre del 1992 a meno di 50 punti nel quarto trimestre 1994; la scadenza media dei prestiti si è leggermente allungata; e sono state allentate le clausole di salvaguardia. Si è avuto, in

Volume senza precedenti di prestiti consorziali ...

... in un contesto di serrata concorrenza tra i prestatori

particolare, un netto aumento nel volume delle facilitazioni apprestate per mutuatari del settore pubblico, spesso con spreads molto bassi. Fra gli altri fattori che hanno dato impulso ai prestiti consorziali vanno annoverate la difficoltà di porre in essere finanziamenti a cedola fissa in un contesto di tassi d'interesse instabili e le crescenti operazioni di fusione e acquisizione, per il cui finanziamento meglio si prestano i crediti consorziali grazie alle loro caratteristiche di flessibilità e di adattabilità alle esigenze specifiche del mutuatario. La concorrenza tra i prestatori per conquistare mandati di sottoscrizione è stata accentuata dall'ingresso di nuovi intermediari, in particolare banche di investimento USA. Inoltre, la diffusione del market-making, i progressi compiuti nella standardizzazione dei documenti e l'introduzione di clausole a salvaguardia dei prestatori contro il rimborso anticipato hanno ulteriormente incoraggiato la negoziazione di prestiti e quindi la partecipazione di investitori istituzionali, come le compagnie di assicurazione del ramo vita e i fondi pensione. Ciò ha concorso a rendere ancor più sfumata la demarcazione tra prestiti e titoli.

I mercati mobiliari internazionali

Perdurante esuberanza del finanziamento mediante titoli internazionali

Il totale delle emissioni nette di euro-notes e obbligazioni internazionali ha segnato un balzo del 45% tra il 1993 e il 1994. Mentre la maggiore flessibilità offerta dai programmi per l'emissione di euro-notes ha favorito l'attività in questo settore, in parte a scapito delle tradizionali euroobbligazioni, gli aggiustamenti apportati alle modalità di emissione hanno dato impulso anche ai collocamenti primari sul mercato obbligazionario internazionale. La maggiore cautela degli investitori internazionali si è tradotta in una preferenza per titoli più a breve termine e a tasso variabile, nonché in una diminuzione degli strumenti a struttura complessa. Con il progredire dell'anno è stata data crescente rilevanza alla qualità del credito degli emittenti, come mostra il cambiamento nella composizione dei mutuatari.

Il mercato delle euro-notes a breve e a medio termine

Le EMTN consolidano la loro posizione dominante ...

Lo scorso anno il mercato delle euro-notes ha continuato a espandersi rapidamente. Le nuove facilitazioni annunciate sono balzate a \$197,2 miliardi, facendo salire a quasi \$1 000 miliardi il totale cumulativo dei programmi lanciati. Nel contempo, gli utilizzi complessivi a fronte delle facilitazioni esistenti si sono quasi raddoppiati (\$140,2 miliardi), portando la consistenza di notes in essere a fine anno a \$406,1 miliardi. Le euro-medium-term notes (EMTN) hanno ulteriormente consolidato la loro posizione di preminenza, avendo concorso praticamente alla totalità delle emissioni nette di euro-notes e al 72% dello stock in essere a fine 1994. In particolare, la forte domanda degli investitori giapponesi di attività denominate in yen ha stimolato i collocamenti in tale moneta che, in termini di emissioni nette, si sono situati al primo posto con una quota del 44% sul totale. Hanno registrato una rapida espansione anche i comparti di diverse valute europee, tra cui marco, lira, sterlina e franco francese. Le valute diverse dal dollaro partecipano ora per oltre il 50% allo stock complessivo di euro-notes in essere.

Finanziamento sui mercati mobiliari per tipologia e valuta di emissione										
Tipo di strumenti e valute	Emissioni nette ¹								Consistenze in essere a fine 1994	
	Interne ²				Internazionali ³				Interne ²	Internazionali ³
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994		
in miliardi di dollari USA										
Finanziamento totale	1 351,3	1 417,1	1 590,4	1 463,3	204,8	149,4	202,5	294,1	21 974,7	2 453,7
Notes a breve termine ⁴	114,1	137,0	87,5	181,8	16,5	12,1	-6,3	3,3	3 846,8	114,1
Dollaro USA	27,6	23,1	42,5	84,7	10,2	14,6	-8,1	-4,2	1 643,4	81,9
Yen	-63,9	14,8	29,3	-2,6	-0,3	-0,2	-0,4	2,2	646,7	2,5
Franco francese	37,4	26,3	-16,6	16,7	0,0	0,2	-0,3	0,0	372,1	0,0
Sterlina	-4,8	-10,2	3,3	20,8	0,3	0,0	2,6	0,5	131,5	5,1
Marco	24,5	0,7	-7,7	-2,1	1,2	2,5	-0,7	3,1	23,5	6,2
Altre ⁵	93,3	82,3	36,7	64,4	5,1	-5,0	0,6	1,6	1 029,7	18,5
Notes a medio termine	45,0	93,4	65,8	32,6	18,4	28,3	78,4	136,9	349,5	292,0
Dollaro USA	42,4	34,4	34,0	23,6	7,0	11,2	31,3	40,5	234,3	104,6
Yen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	3,6	18,3	59,3	0,0	87,2
Franco francese	0,0	55,9	24,2	3,3	0,2	0,5	2,0	4,1	87,7	7,0
Sterlina	1,2	3,4	7,0	5,4	1,4	2,8	6,2	6,9	18,0	17,8
Marco	..	..	..	..	0,3	2,1	6,0	6,8	..	16,1
Altre ⁵	1,4	-0,3	0,6	0,3	8,8	8,1	14,6	19,3	9,5	59,3
Obbligazioni	1 192,3	1 186,7	1 437,1	1 248,9	169,9	109,0	130,3	153,9	17 778,4	2 047,6
Dollaro USA	568,0	554,9	606,9	503,1	37,9	31,0	10,8	41,5	7 891,0	728,1
Yen	141,5	141,6	175,2	292,5	20,5	5,9	15,8	47,4	4 103,7	325,1
Franco francese	31,6	35,8	56,1	33,4	15,9	20,7	33,1	23,5	636,7	125,8
Sterlina	13,9	43,3	67,0	29,1	20,6	9,2	22,9	7,6	362,5	155,9
Marco	125,9	189,5	217,7	127,2	11,2	20,0	25,9	17,8	1 642,6	222,0
Altre ⁵	311,4	221,6	314,2	263,6	63,7	22,2	21,9	16,1	3 141,9	490,7

¹ Variazioni nelle consistenze in essere a tassi di cambio costanti; dati di flusso per le obbligazioni internazionali. ² Emissioni di residenti e (per le notes) di non residenti in moneta nazionale 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; per le notes, escluse le emissioni in moneta nazionale sui mercati esteri. ⁴ I dati sulle emissioni interne si riferiscono ai certificati di deposito, alla commercial paper e ai buoni del Tesoro; quelli sulle emissioni internazionali si riferiscono all'euro-commercial paper e ad altre euro-notes a breve termine. ⁵ Compreso l'ECU.

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

Tabella VIII.7

Sul mercato delle euro-notes a breve termine l'espansione nell'ammontare di titoli in essere è stata esigua. Mentre lo stock di titoli in dollari è diminuito del 5%, di riflesso all'attività di emissione estera sul mercato statunitense della commercial paper, la crescita del 44% delle emissioni in altre valute – segnatamente marco, fiorino olandese e yen – ha rispecchiato il rapido sviluppo di strumenti di recente introduzione. Nel segmento del marco, in particolare, la limitata gamma di titoli a breve disponibili sul mercato interno spiega la forte domanda proveniente dai fondi di investimento del mercato monetario tedesco. Il ristagno del mercato della euro-commercial paper (ECP) negli ultimi anni è attribuibile alla debolezza ciclica della domanda di capitale circolante in diversi paesi, agli sforzi delle imprese di ridurre i propri oneri debitori e alle

... mentre ristagna il mercato dell'ECP

opportunità di emettere titoli a breve nel quadro dei programmi EMTN. Va altresì notato che, al di fuori degli Stati Uniti, la maggior parte degli altri principali mercati interni della commercial paper (CP) ha segnato una contrazione o un ristagno dal 1992.

Il mercato EMTN ha continuato a espandersi a un ritmo molto più rapido della sua controparte USA, superando quest'ultima per dimensioni del 25% a fine 1994. Hanno sorretto la crescita del mercato il clima di incertezza circa i tassi d'interesse e l'elevata flessibilità dei finanziamenti attivabili in termini di scadenza, valuta, taglio, esposizione di tasso d'interesse e caratteristiche di strumento derivato. La standardizzazione dei documenti, che consente collocamenti efficienti a costi inferiori, ha incoraggiato le emissioni euroobbligazionarie, nonché i collocamenti privati nel quadro dei programmi EMTN. La tendenza verso operazioni assistite da piena garanzia di sottoscrizione ha contribuito al tempo stesso a rendere sempre meno netta la distinzione fra euroobbligazioni e notes emesse nel quadro dei programmi EMTN.

La maggior cautela degli investitori...

Non sono disponibili dati precisi sulla tipologia dei finanziamenti attivati, ma la maggiore cautela mostrata lo scorso anno dagli investitori pare essersi tradotta in una riduzione nella scadenza e dimensione media dei titoli e in una crescente quota degli strumenti a tasso variabile. Sono pressoché scomparse le notes strutturate, che erano state un importante fattore propulsivo del mercato nel 1993, allorché risultavano aver contribuito a gran parte delle operazioni. Infine, sebbene un certo numero di mutuatari abbia annunciato programmi di emissione globali, non sembra delinearsi con ciò una chiara tendenza, dato che tali schemi continuano a consistere di facilitazioni USA ed EMTN separate.

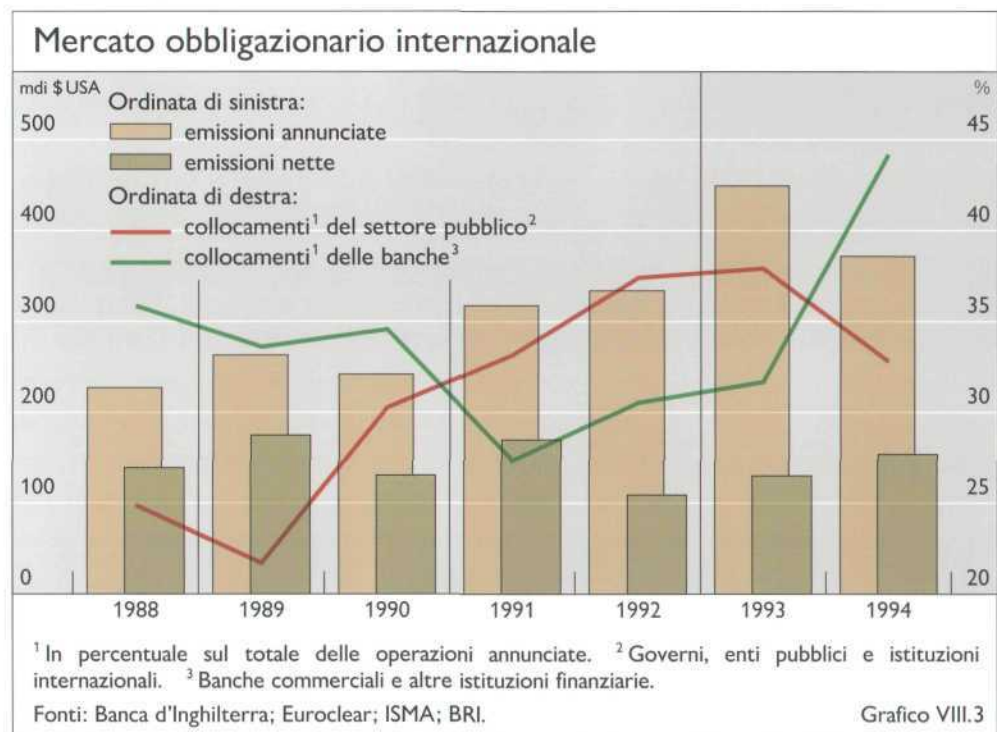
Il mercato obbligazionario internazionale

... si riflette nella struttura più che nel volume delle emissioni

Nonostante le instabili condizioni di mercato e il netto calo dei rimborsi rispetto al livello senza precedenti del 1993, le emissioni lorde annunciate di obbligazioni internazionali sono diminuite solo del 17% rispetto all'ammontare record del 1993, totalizzando \$371,8 miliardi. Su basi nette, il finanziamento è di fatto aumentato del 18%, salendo a \$153,9 miliardi. Tuttavia, il nuovo scenario dei tassi d'interesse e il conseguente atteggiamento di cautela adottato da investitori e mutuatari hanno influito sulla composizione delle obbligazioni, con una diminuzione delle emissioni a tasso fisso e un considerevole aumento di quelle a tasso variabile. Vi è stata inoltre una riduzione nella scadenza e dimensione media delle emissioni, nonché nel numero degli strumenti a struttura complessa. La sostenuta domanda di attività in yen da parte degli investitori giapponesi ha incoraggiato le emissioni in tale moneta. È altresì cambiata la composizione dei mutuatari, con una maggiore partecipazione degli intermediari finanziari e un pronunciato calo nella raccolta delle istituzioni finanziarie internazionali. La domanda di finanziamento da parte di mutuatari nell'area in via di sviluppo è rimasta elevata; il rallentamento delle emissioni dei paesi latino-americani è stato ampiamente compensato da un maggior volume di finanziamenti destinati a una cerchia sempre più vasta di residenti di altri paesi in via di sviluppo.

Crescenti preoccupazioni per la qualità del credito

Con il progredire dell'anno, sono cresciute le preoccupazioni degli investitori internazionali per la qualità del credito degli emittenti non solo nell'area in via di sviluppo ma anche in quella industriale, e in particolare nel caso di paesi



con ampi disavanzi di bilancio e/o elevato indebitamento. Ciò ha rafforzato l'attrattiva dei mutuatari di prim'ordine, finanziari e industriali, nei paesi cui veniva attribuita un'elevata affidabilità. L'esigenza di riconsiderare il merito di credito si è fatta ancor più stringente alla fine dell'anno, quando i contraccolpi della crisi messicana sono stati avvertiti in tutta l'America latina e, in misura minore, in Asia, provocando una caduta dei prezzi sul mercato secondario e condizioni meno favorevoli su quello primario.

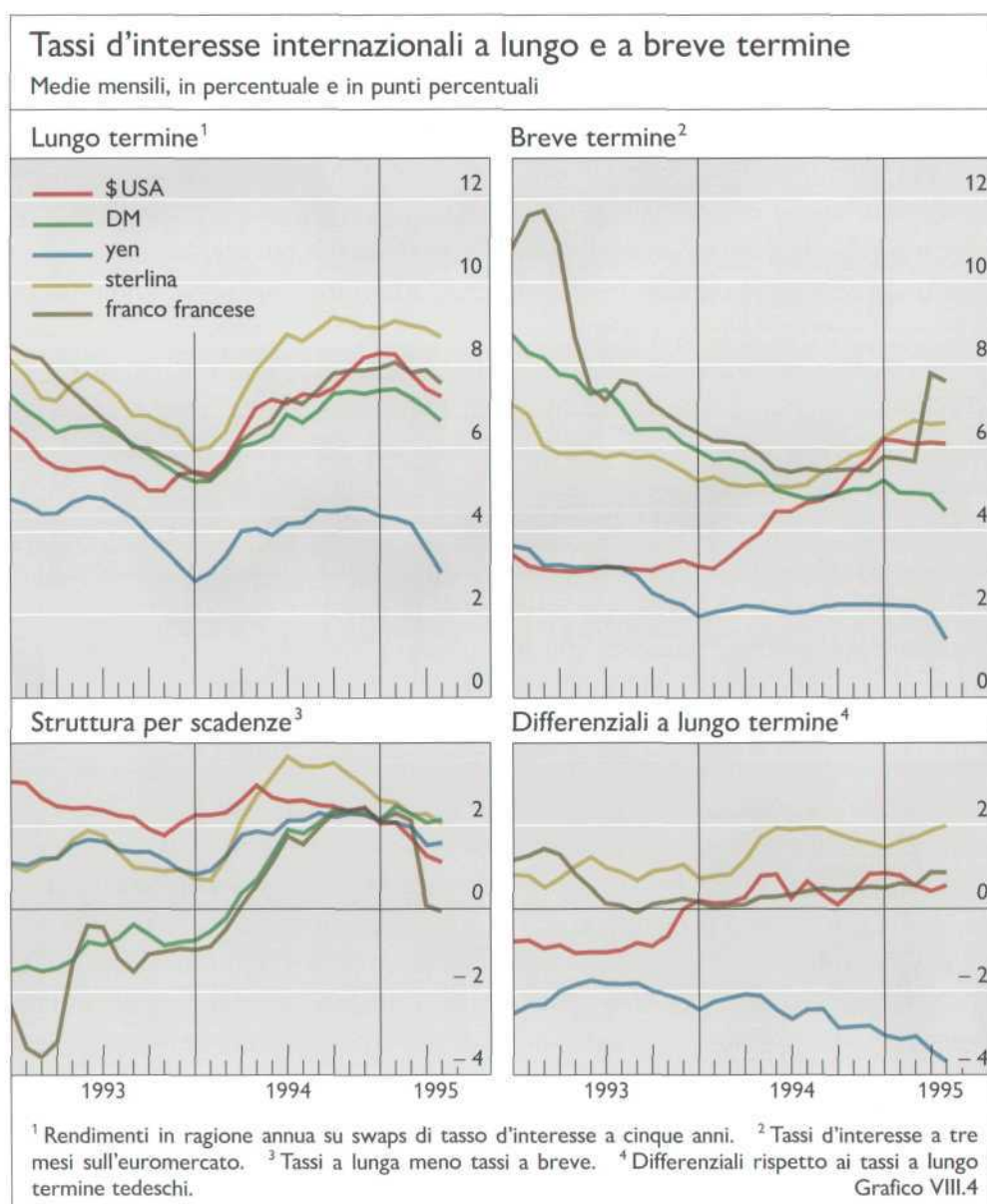
Le transazioni sul mercato secondario intermedie dalle stanze di compensazione internazionali sono aumentate del 29% lo scorso anno, raggiungendo un ammontare di \$24 400 miliardi. Nel primo trimestre l'ampio afflusso di titoli su questo mercato ha spinto le contrattazioni a livelli record. L'espansione nel complesso dell'anno è stata più pronunciata per le obbligazioni interne (34%) che per le euroobbligazioni (18%), al cui aumento hanno contribuito in gran parte i titoli a tasso variabile. All'origine della rilevante crescita degli scambi vi è una concomitanza di fattori, fra cui l'incertezza e volatilità nei mercati obbligazionari globali, il maggior grado di efficienza e apertura dei mercati interni degli strumenti debitori e l'aumento delle transazioni pronti contro termine. Tuttavia, perdite di portafoglio e più difficili condizioni di negoziazione hanno fortemente inciso sulla redditività degli operatori primari, inducendo taluni a ridurre drasticamente le proprie disponibilità e persino a ritirarsi da alcuni settori operativi. Le pressioni sui margini di profitto sono state evidenti anche nel mercato primario, dove la concorrenza per accaparrarsi mandati di sottoscrizione è stata intensa, rendendo alquanto difficile il mantenimento degli schemi di collocamento vigenti. La preferenza degli investitori per le attività a più breve termine e il ridimensionamento dei portafogli di operatori primari paiono aver condotto a tensioni di liquidità nei settori di alcuni strumenti euroobbligazionari a più lungo termine.

Rapido aumento delle contrattazioni sul mercato secondario ...

... ma si accentuano le pressioni sui margini di profitto degli intermediari

Finanziamento obbligazionario ridimensionato dal rovesciamento del clima di mercato agli inizi del 1994

Obbligazioni ordinarie a tasso fisso. Il drastico mutamento nel clima di mercato, innescato dal rialzo dei tassi a breve deciso dalla Riserva federale nel febbraio 1994, ha prodotto una brusca inversione della dinamica sostenuta che aveva caratterizzato il mercato primario delle obbligazioni internazionali a tasso fisso. I timori di un aumento dei tassi d'interesse e della loro volatilità hanno reso gli investitori riluttanti ad acquistare titoli a reddito fisso, costringendo molti mutuatari a differire collocamenti programmati ovvero a lanciare emissioni più a breve termine o a tasso variabile. Di conseguenza, in febbraio e marzo il finanziamento mediante obbligazioni ordinarie a tasso fisso si è notevolmente ridotto e, nonostante un certo recupero in seguito, è rimasto ben al disotto dei livelli raggiunti nel 1993. Mentre in quell'anno gli investitori internazionali erano stati disposti ad acquisire strumenti debitori a più lungo termine o con rating più basso in cambio di maggiori rendimenti o plusvalenze di capitale, l'intonazione più cauta prevalente nel 1994 ha sortito l'effetto opposto. Il clima di incertezza ha reso particolarmente difficile il collocamento di emissioni di ingente



ammontare o a lungo termine, il che ha prodotto una riduzione sia delle dimensioni medie delle emissioni sia della loro scadenza media ponderata. Gli investitori hanno anche cominciato ad annettere crescente importanza alla situazione finanziaria dei mutuatari, frenando così la tendenza a una riduzione dei premi di rischio richiesti.

Il capovolgimento nelle prospettive di tasso d'interesse ha determinato liquidazioni particolarmente ampie di posizioni in taluni titoli di debito europei, le quali erano state costituite nell'aspettativa di un'ulteriore flessione dei tassi d'interesse. La conseguente accentuazione della pendenza della curva dei rendimenti, insieme ad altri fattori specifici, ha avuto un forte impatto negativo sull'attività nelle valute in questione. Le emissioni in marchi si sono ridotte del 53%, poiché i mutuatari di molti paesi si sono rivolti ad altri settori valutari a tasso fisso (in particolare a quello dello yen) e alle obbligazioni a tasso variabile (FRN) denominate in marchi. Una drastica diminuzione è stata parimenti registrata dalle emissioni in sterline (43%), a causa di una certa debolezza di questa moneta e di un rialzo particolarmente forte dei tassi d'interesse nei primi sei mesi dell'anno. Anche il comparto del franco francese ha accusato un grave regresso (40%), essendo state introdotte restrizioni sulle emissioni all'estero di residenti francesi. Per contro, l'allentamento dei vincoli posti alle emissioni in eurolire, in aggiunta a una forte domanda da parte di investitori al dettaglio italiani, a favorevoli opportunità di swap e a una cerchia sempre più ampia di mutuatari, è stato evidentemente sufficiente a compensare gli effetti negativi dell'instabile clima politico e di mercato, consentendo un'espansione del 44% di questo settore. Le emissioni in franchi lussemburghesi si sono quasi triplicate, stimolate dalle agevolazioni fiscali e dalle operazioni abbinata a swap.

La forte posizione di liquidità degli investitori istituzionali giapponesi – e la loro palese riluttanza a investire in azioni giapponesi o strumenti debitori in valuta estera – insieme alla liberalizzazione del mercato dell'euroyen (si veda più avanti) hanno portato a un aumento del 32% delle emissioni obbligazionarie internazionali denominate in yen. Per quanto riguarda altri importanti settori valutari il quadro si presenta differenziato. Un costante flusso di finanziamenti a favore di mutuatari USA alla ricerca di fondi in dollari a tassi inferiori a quelli disponibili sul mercato interno non è bastato a compensare la mancanza di interesse da parte di altri emittenti, cosicché le emissioni denominate in dollari hanno registrato un calo del 37%. Il vigore del dollaro australiano ha accresciuto l'interesse degli investitori istituzionali internazionali per le emissioni in tale moneta che ha pressoché raddoppiato la propria quota. Infine, in Canada le preoccupazioni per la situazione finanziaria e politica interna, tradottesi in un costante deprezzamento del dollaro canadese e in un brusco rialzo dei tassi a lungo termine, si sono accompagnate a una contrazione del 62% delle emissioni in dollari canadesi.

Obbligazioni a tasso variabile (FRN). Il clima ribassista sul mercato dei titoli a reddito fisso ha favorito le emissioni di FRN; con un aumento del 31%, le operazioni annunciate sono salite all'ammontare record di \$76,5 miliardi. Il 1994 si è caratterizzato per un netto cambiamento nel volume delle emissioni e nella tipologia degli strumenti tra il primo trimestre e la restante parte dell'anno. Nei primi tre mesi la forte domanda degli investitori, insieme alla maggiore efficienza

Brusca contrazione in molti settori valutari...

... mentre altri mostrano una certa tenuta...

... come quello dell'euroyen

Le condizioni ribassiste favoriscono le FRN...

Tipologia e struttura per valute delle emissioni obbligazionarie internazionali									
Tipo di strumenti e valute	Emissioni annunciate				Emissioni nette				Consistenze a fine 1994
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994	
	in miliardi di dollari USA								
Totale emissioni	317,6	334,1	449,3	371,8	169,9	109,0	130,3	153,9	2 047,6
Obbligazioni ordinarie a tasso fisso	256,2	268,2	351,2	262,1	142,0	106,8	163,4	120,8	1 562,2
di cui: dollaro USA	75,0	86,9	105,1	66,2	27,8	37,2	51,6	27,0	465,8
yen	39,1	39,6	46,3	60,9	20,7	3,6	10,4	36,6	294,3
marco	12,2	28,7	49,6	23,5	4,9	16,6	25,8	9,4	166,7
Obbligazioni a tasso variabile (FRN)	19,0	41,7	58,5	76,5	3,4	22,4	25,2	51,3	302,9
di cui: dollaro USA	4,4	24,2	35,3	38,7	-5,0	13,9	15,7	28,0	167,9
yen	1,4	3,9	5,4	7,4	0,0	2,1	2,6	7,8	23,2
marco	2,8	3,5	3,9	14,1	2,7	1,9	2,3	12,4	40,7
Obbligazioni collegate ad azioni*	42,4	24,2	39,6	33,2	24,4	-20,1	-58,2	-18,2	182,5
di cui: dollaro USA	24,9	12,9	19,5	14,8	15,0	-20,0	-56,5	-13,5	94,4
yen	0,1	0,2	3,3	3,5	-0,2	0,2	2,7	2,9	7,6
marco	4,7	2,1	2,3	0,7	3,7	1,5	-2,1	-4,0	14,6
Per memoria: obbligazioni annunciate nel quadro di programmi EMTN	0,0	9,6	31,6	48,9	0,0	9,6	29,6	50,1	89,9

* Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario.

Fonti: Banca d'Inghilterra; ISMA; BRI.

Tabella VIII.8

di costo delle FRN (rispetto alle obbligazioni a cedola fissa abbinata a swap a base variabile), ha incoraggiato i mutuatari a portare sul mercato un volume di emissioni senza precedenti. Le istituzioni finanziarie di prim'ordine, in particolare, hanno emesso un ingente numero di FRN strutturate, con cash flow adattato alle esigenze specifiche mediante impiego di derivati. La maggior parte di tali titoli strutturati era denominata in dollari USA e offriva agli investitori cedole più elevate rispetto alle tradizionali FRN basate sul LIBOR, a condizione che non fossero raggiunte determinate soglie di tasso d'interesse. Ad esempio, le obbligazioni con "collar" prevedono un minimo e un massimo di cedola, mentre gli strumenti del tipo "corridor" corrispondono interessi, sempreché il LIBOR si mantenga entro un intervallo specifico per un determinato periodo di tempo. Tali titoli, abbinati a swap, hanno consentito agli emittenti di ridurre sensibilmente i costi di finanziamento.

Nei trimestri successivi il mercato ha perso slancio, in particolare nel segmento del dollaro USA, inizialmente a causa di un temporaneo eccesso di offerta e della riluttanza dei mutuatari a lanciare emissioni in presenza del perdurante aumento dei tassi a breve. Si sono praticamente arrestate anche le emissioni di titoli strutturati dopo le pesanti minusvalenze sugli strumenti in essere (poiché il rialzo dei tassi a breve USA ha fatto sì che molte emissioni si siano avvicinate ai livelli di cap oppure siano fuoriuscite dal rispettivo

... a esclusione dei titoli strutturati

“corridoio”). Tuttavia, in altri segmenti valutari l'attività è aumentata dopo il primo trimestre. Ad esempio, la vigorosa domanda di investitori tedeschi di strumenti di mercato monetario, in concomitanza con l'offerta di titoli da parte delle banche tedesche a scopo di rifinanziamento, ha quasi quadruplicato le emissioni in marchi tra il 1993 e il 1994.

Diversi mutuatari sovrani hanno lanciato emissioni di ammontare senza precedenti – fra cui un'emissione multivalutaria per \$4,1 miliardi da parte dell'Italia ed EMTN per \$3 miliardi da parte della Svezia – con margini molto bassi sui saggi di riferimento. Tale aggressiva politica di prezzo ha stimolato gli investitori a diversificare in favore di obbligazioni a più alto rendimento di paesi in via di sviluppo e di emissioni garantite da attività. Ciò ha consentito ai PVS dell'Asia di far salire a \$3,3 miliardi la propria raccolta sul mercato delle FRN. Sebbene le emissioni allestite per questi mutuatari abbiano spesso avuto le stesse caratteristiche giuridiche delle euroobbligazioni, il più lungo periodo di collocamento e una scalettatura delle commissioni in rapporto agli impegni di sottoscrizione le hanno rese più simili ai prestiti consorziali. Sul mercato internazionale dei titoli garantiti da attività hanno fatto la loro comparsa nuovi emittenti e nuovi tipi di garanzie, come i crediti vantati verso detentori di carte di credito e a fronte di forniture commerciali.

Accresciuto volume di collocamenti dei PVS e di emissioni garantite da attività

Obbligazioni collegate ad azioni. All'impennata delle emissioni collegate ad azioni nel primo trimestre del 1994 è seguito un costante calo dell'attività nei mesi successivi. L'incertezza circa l'evoluzione dei tassi d'interesse e l'instabilità dei mercati azionari hanno influito negativamente sull'atteggiamento degli investitori, rendendo quindi più difficile la fissazione delle commissioni di prezzo sul mercato primario. Per il 1994 nel suo insieme, le emissioni annunciate sono diminuite del 16%, scendendo a \$33,2 miliardi. Nello stesso tempo, un forte aumento delle operazioni poste in essere per i mutuatari nei paesi in via di sviluppo ha comportato che gli emittenti diversi da quelli giapponesi assumessero un ruolo preminente. La mancanza di dinamismo sui mercati azionari giapponesi e l'introduzione in aprile di nuove prescrizioni contabili meno favorevoli agli emittenti sono stati fattori importanti all'origine dell'indebolimento del mercato primario dei titoli con warrant azionario. Il ritiro di un certo numero di market-makers e di investitori istituzionali, nonché la scadenza di un ampio volume di warrants in essere, paiono aver ridotto la liquidità sul mercato secondario. In passato il mercato dei warrants su azioni aveva rappresentato uno dei più diffusi canali di finanziamento esterno per i mutuatari giapponesi. Dato il crescente ricorso ai titoli convertibili da parte di imprese asiatiche non giapponesi, l'attività in tali strumenti ha superato quella del mercato dei warrants azionari (\$22,3 e 10,8 miliardi rispettivamente). Sebbene i rimborsi siano complessivamente diminuiti del 46% rispetto al 1993, il modesto volume delle nuove emissioni ha comportato un nuovo calo dello stock di titoli in essere (da \$191,8 a 182,5 miliardi).

Condizioni poco favorevoli alle emissioni collegate ad azioni

Tipologia e paese di residenza degli emittenti di titoli internazionali

In presenza di un'ulteriore debole domanda di finanziamento delle imprese industriali (a esclusione di quelle di Stati Uniti, Regno Unito e Francia) – e persino di rimborsi netti da parte degli emittenti giapponesi – e dato il

Intensa raccolta delle istituzioni finanziarie ...

rallentamento nella raccolta del settore pubblico, lo scorso anno i prenditori più attivi sui mercati mobiliari internazionali sono state le banche e altre istituzioni finanziarie (grafico VIII.3). Questo gruppo ha quasi triplicato il volume delle emissioni rispetto al 1993, concorrendo per il 55% all'ammontare complessivo, pari a \$294,1 miliardi, delle emissioni nette di euro-notes e obbligazioni internazionali, di cui due terzi vanno attribuiti ai residenti di Germania, Paesi Bassi, Regno Unito e Stati Uniti. Un ammontare significativo è stato inoltre raccolto attraverso le società di finanziamento situate nelle Isole Cayman, usufruendo delle agevolazioni fiscali e delle opportunità di collocamento privato offerte da questo centro. Mentre il nuovo indebitamento delle istituzioni finanziarie negli Stati Uniti e nel Regno Unito è stato collegato alla ripresa del credito interno, le istituzioni nell'Europa continentale hanno mostrato una chiara tendenza a sostituire la raccolta interna con il finanziamento internazionale. Ciò è valso in modo particolare per le banche tedesche, che nel 1994 hanno fatto ampio ricorso, sia direttamente sia attraverso le loro affiliate estere (specie nei Paesi Bassi), ai mercati delle euro-notes e delle euroobbligazioni per diversificare le loro fonti di provvista in termini di valute e di strumenti.

... mentre rallenta il finanziamento del settore pubblico

Il rallentamento nel totale delle nuove emissioni internazionali nette degli enti del settore pubblico è interamente dovuto al drastico calo della domanda di fondi delle istituzioni internazionali (da \$33,7 miliardi nel 1993 a \$11 miliardi).

Finanziamento sui mercati mobiliari per settore e paese di residenza dell'emittente										
Settori e paesi di residenza	Emissioni nette ¹								Consistenze in essere a fine 1994	
	Interne ²				Internazionali ³				Interne ²	Internazionali ³
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994		
in miliardi di dollari USA										
Finanziamento totale	1 351,3	1 417,1	1 590,4	1 463,3	204,8	149,4	202,5	294,1	21 974,7	2 453,7
Settore privato	450,9	431,7	447,5	321,0	126,1	67,0	69,3	184,1	7 998,6	1 573,8
Stati Uniti	160,1	157,1	225,7	225,0	11,5	11,3	9,6	40,6	3 587,4	245,8
Giappone	40,5	55,3	46,6	11,9	36,4	-5,3	-47,4	-25,8	1 497,8	243,8
Germania	95,0	72,0	73,2	35,1	3,7	6,4	12,8	33,6	861,1	66,2
Francia	49,2	62,5	2,2	-7,7	20,6	18,7	20,8	15,4	590,0	167,9
Italia	48,9	42,9	39,8	10,7	3,0	-1,5	-1,2	-2,2	324,9	12,1
Regno Unito	-0,8	0,6	14,8	27,1	20,5	10,1	16,2	33,9	169,4	212,0
Svezia	15,0	11,5	8,7	-4,4	-0,2	5,0	9,6	3,9	142,6	26,0
Paesi Bassi	4,5	6,1	7,7	17,8	10,0	10,5	25,3	28,2	96,0	178,6
Canada	0,2	-1,6	3,8	3,5	-0,2	-1,6	0,1	-1,4	47,9	41,3
Australia	2,1	1,7	-3,2	1,7	0,4	-1,3	1,5	0,5	44,4	45,7
Altri	36,1	23,6	28,1	0,4	20,4	14,8	22,0	57,3	637,0	334,1
Settore pubblico	900,5	985,4	1 142,8	1 142,3	78,7	82,4	133,2	110,0	13 976,1	879,9

¹ Variazioni nelle consistenze in essere a tassi di cambio costanti; dati di flusso per le obbligazioni internazionali. ² Emissioni di residenti e (per le notes) di non residenti in moneta nazionale 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; per le notes, escluse le emissioni in moneta nazionale sui mercati esteri.

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

Tabella VIII.9

Viceversa, in Canada e in Svezia gli enti del settore pubblico hanno mantenuto a livelli elevati il loro nuovo indebitamento, a prezzo però di crescenti premi di rischio. Con un ammontare di circa \$20 miliardi ciascuno, essi hanno concorso congiuntamente per il 41% al totale delle nuove emissioni di titoli internazionali di enti nazionali del settore pubblico. Nello stesso tempo, i mutuatari di questi due paesi hanno mostrato la tendenza a spostarsi dalle obbligazioni internazionali verso le euro-notes, forma di finanziamento questa che avrebbe consentito loro un più rapido adeguamento alle mutate preferenze degli investitori. Tale spostamento è particolarmente evidente nel caso degli operatori del settore pubblico svedese, il cui finanziamento netto euroobbligazionario (\$6,2 miliardi nel 1993) è interamente cessato lo scorso anno, mentre sono aumentate da \$14,1 a 21,2 miliardi le loro emissioni nette di euro-notes.

Nel *primo trimestre 1995*, l'aggravarsi della crisi messicana ha prodotto a partire da febbraio un certo deterioramento nel clima di mercato, nonché un allontanamento dal dollaro USA e dai mutuatari cui veniva attribuito un elevato rischio di credito. Le perturbate condizioni sui mercati valutari e finanziari hanno dato altresì impulso alle operazioni in titoli e in strumenti derivati. Tuttavia, in contrasto con precedenti periodi di instabilità valutaria e di incertezza circa i tassi d'interesse, non vi è stata una sostanziale disaffezione per i titoli a lungo termine da parte degli investitori. Le emissioni nette di titoli internazionali sono proseguite a ritmo intenso, totalizzando \$73,2 miliardi per l'intero trimestre, equivalente alla media trimestrale del 1994. Benché la "fuga verso la qualità" abbia accresciuto la domanda a fini di investimento di titoli denominati nelle tradizionali monete forti europee, una serie di fattori ha agito nel senso di creare una dissociazione tra la composizione valutaria delle nuove emissioni e l'andamento sottostante delle singole monete. In particolare, le favorevoli opportunità di swap e la domanda di titoli in eurovalute da parte di investitori al dettaglio residenti nel paese di emissione della moneta hanno promosso l'attività nei settori della eurolira e del franco lussemburghese. Per contro, l'apprezzamento dello yen, insieme ai ridotti acquisti da parte degli investitori giapponesi, ha rallentato l'attività in questa moneta.

La crisi messicana non frena l'attività

Sviluppi strutturali e normativi

Lo scorso anno le autorità di diversi paesi hanno continuato a deregolamentare i propri mercati obbligazionari interni e a facilitare l'accesso dei residenti al finanziamento euroobbligazionario. I provvedimenti che hanno riguardato i mercati interni miravano generalmente a migliorarne l'efficienza, la liquidità e l'economicità per i mutuatari residenti e ad accrescerne l'attrattiva per gli investitori esteri. Ad esempio, in Italia è stata abolita l'imposta di bollo sulle negoziazioni in titoli del Tesoro sui mercati regolamentati; in Portogallo è stata di fatto revocata la ritenuta alla fonte del 20% applicata ai detentori esteri di titoli di Stato e si è consentito ai non residenti di effettuare collocamenti sul mercato interno senza preventiva autorizzazione; in Svizzera, l'obbligo del benessere per gli emittenti esteri è stato soppresso nel febbraio 1995; e in Giappone sono state allentate le prescrizioni di idoneità per gli emittenti privati di obbligazioni interne ed estere non garantite. Le misure riguardanti l'euromercato vero e proprio si sono incentrate sulla liberalizzazione dell'accesso dei rispettivi mutuatari e investitori

Ulteriore deregolamentazione dei mercati interni ed euroobbligazionari

residenti, nonché sull'autorizzazione all'impiego della moneta nazionale. Il maggior numero di iniziative è stato preso in Giappone e fra esse figurano: l'abolizione del periodo di attesa di novanta giorni imposto ai residenti giapponesi per l'acquisto di obbligazioni in euroyen emesse da Governi esteri e da istituzioni internazionali; l'allentamento dei requisiti di idoneità per talune categorie di obbligazioni emesse sui mercati esteri da società residenti; e la liberalizzazione delle emissioni di titoli internazionali garantiti da attività. Tali provvedimenti avranno implicazioni contrastanti per il mercato obbligazionario internazionale. Da un lato, la maggiore apertura dei mercati interni vi favorirà le emissioni di residenti e non residenti, potenzialmente a scapito delle euroobbligazioni. Dall'altro, l'eliminazione dei vincoli sulle emissioni euroobbligazionarie darà impulso all'attività in questo settore, come è già avvenuto per il mercato dell'euroyen.

Chiarificazione delle regole che disciplinano le euroemissioni

Il 1994 è stato anche contrassegnato da ulteriori iniziative delle autorità nazionali volte a chiarire o riaffermare le regole che disciplinano le euroemissioni. Tale chiarificazione è stata generalmente finalizzata a migliorare la trasparenza delle operazioni internazionali che coinvolgono i residenti e/o la moneta nazionale. Varie sono state le motivazioni alla base delle misure adottate: assicurare a istituzioni nazionali la funzione di capofila nelle emissioni estere sul mercato interno, ridurre l'incertezza nel trattamento fiscale degli acquisti di titoli da parte di residenti, attuare una più netta distinzione istituzionale tra operazioni interne ed estere, e realizzare condizioni di pariteticità tra mercati interni ed euromercati. Ad esempio, Francia e Belgio hanno chiarito le norme volte ad assicurare il carattere internazionale dei sindacati di sottoscrizione e un effettivo collocamento all'estero delle euroemissioni.

Il mercato degli strumenti derivati

La volatilità promuove le transazioni in strumenti derivati

Lo scorso anno la volatilità dei mercati finanziari ha fornito un forte incentivo a porre in essere transazioni sui mercati organizzati degli strumenti derivati. L'aumento nel numero dei contratti negoziati ha riguardato soprattutto gli strumenti di tasso d'interesse e su indici azionari, mentre è rimasta generalmente depressa l'attività collegata a valute. Hanno dato impulso all'attività la globalizzazione dei flussi d'investimento, l'apertura di nuove borse, lo sviluppo di nuovi prodotti e un allargamento della base degli utilizzatori. I mercati organizzati hanno introdotto ulteriori contratti tesi a competere con gli strumenti fuori borsa, offrendo al tempo stesso nuovi servizi per i prodotti OTC, e hanno continuato a istituire collegamenti bilaterali. Sui mercati OTC, alcune perdite ben pubblicizzate e le conseguenti controversie giuridiche paiono aver esercitato un effetto frenante sull'attività nel secondo semestre dell'anno, dopo la rapida crescita registrata nel primo. Tali perdite, insieme al dissesto della Baring Brothers agli inizi del 1995, hanno rilanciato il dibattito a livello ufficiale e privato sui rischi connessi ai mercati derivati. Tuttavia, l'opinione ufficiale resta quella che la regolamentazione esistente, integrata da ulteriori sforzi per migliorare i controlli interni, la trasparenza esterna e il funzionamento del mercato, dovrebbe essere sufficiente a contenere i rischi sistemici.

Mercati di alcuni strumenti finanziari derivati						
Strumenti	Ammontare nominale in essere					
	1989	1990	1991	1992	1993	1994
	in miliardi di dollari USA					
Strumenti negoziati in borsa	1 766,6	2 290,2	3 518,8	4 632,5	7 760,8	8 837,8
Futures di tasso d'interesse	1 200,8	1 454,5	2 156,7	2 913,0	4 942,6	5 757,4
Opzioni di tasso d'interesse ¹	387,9	599,5	1 072,6	1 385,4	2 362,4	2 622,8
Futures valutari	15,9	16,9	17,9	24,9	32,2	33,0
Opzioni valutarie ¹	50,2	56,5	62,8	70,9	75,4	54,5
Futures su indici azionari	41,3	69,1	76,0	79,7	109,9	127,7
Opzioni su indici azionari ¹	70,6	93,7	132,8	158,6	238,3	242,4
Strumenti negoziati fuori borsa ²	..	3 450,3	4 449,4	5 345,7	8 474,6	..
Swaps di tasso d'interesse	1 502,6	2 311,5	3 065,1	3 850,8	6 177,3	..
Swaps di valute ³	449,1	577,5	807,2	860,4	899,6	..
Altri strumenti derivati collegati a swaps ⁴	..	561,3	577,2	634,5	1 397,6	..

¹ Calls e puts. ² Solo dati rilevati dall'International Swaps and Derivatives Association (ISDA); le due contropartite dei contratti tra membri ISDA sono notificate una sola volta. ³ Al netto delle duplicazioni di posizioni notificate in entrambe le valute; compresi gli swaps combinati di tasso d'interesse e di valute. ⁴ Caps, collars, floors e swaptions.

Fonti: Futures Industry Association; varie borse che trattano futures e opzioni; ISDA; elaborazioni BRI. Tabella VIII.10

Strumenti trattati nei mercati organizzati

Nel 1994 il numero dei contratti in financial futures e opzioni trattati presso le borse organizzate è aumentato del 45%. Gran parte dell'espansione è intervenuta nel primo semestre dell'anno, propiziata dalla crescente volatilità dei mercati obbligazionari e azionari dopo l'innalzamento dei tassi a breve USA operato dalla Riserva federale all'inizio di febbraio. Mentre la leva finanziaria fornita dagli strumenti derivati può aver a tratti amplificato tale volatilità, le contrattazioni di borsa in questi strumenti paiono aver anche contribuito ad accrescere la liquidità del mercato. Sebbene l'attività sia calata nella seconda parte dell'anno allorché le condizioni di mercato si sono fatte più distese, il volume degli scambi ha comunque superato del 29% quello registrato nello stesso periodo del 1993. La crescita è stata particolarmente rapida per gli strumenti di tasso d'interesse a breve; ad esempio, il contratto sull'eurodollaro trattato al Chicago Mercantile Exchange (CME) ha superato il contratto sull'obbligazione del Tesoro USA scambiato al Chicago Board of Trade (CBOT), ed è diventato lo strumento finanziario più attivamente trattato al mondo. Anche i futures su indici azionari hanno avuto una forte espansione, di riflesso al crescente impiego di questo strumento nelle strategie di portafoglio interne e internazionali. La relativa stabilità dei mercati dei cambi nel 1994 ha comportato una flessione complessiva nel volume di futures e opzioni su valute trattati in borsa, fatta eccezione per i contratti di piccolo taglio sulla moneta brasiliana che hanno registrato una forte crescita.

Rapida espansione degli scambi ...

... specie nei contratti di tasso d'interesse e su indici azionari ...

... ma non in strumenti valutari

Il volume aggregato delle contrattazioni sia nei mercati già consolidati sia nelle nuove borse in rapida espansione di Europa, Asia e America latina ha superato di un ampio margine gli scambi negli Stati Uniti (630,7 e 509,5 milioni di contratti rispettivamente nel 1994). Nonostante la notevole prestazione della maggior parte delle borse europee, l'ampia gamma di contratti nazionali e

Sviluppo di nuovi mercati ...

... e di nuovi prodotti

internazionali disponibili al London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) ha permesso a quest'ultimo di mantenere una posizione preminente in Europa e di colmare il divario rispetto alle principali borse statunitensi. Il processo di innovazione è proseguito a livello mondiale, con l'introduzione di nuovi contratti su tassi d'interesse a breve e a lungo termine, azioni e valute. Uno sviluppo di rilievo è l'estensione ai mercati obbligazionari e valutari delle opzioni "flex" che combinano alcuni vantaggi delle opzioni OTC, come in particolare la loro adattabilità, con le garanzie finanziarie e la trasparenza di prezzo degli strumenti negoziati in borsa. Le opzioni "flex" su titoli azionari erano state introdotte con successo negli Stati Uniti nel 1993 e contratti analoghi sono stati lanciati, o sono in procinto di esserlo, anche in altre borse. Inoltre, è in programma la diffusione di futures e opzioni sul differenziale di rendimento tra diversi strumenti debitori sottostanti.

Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse organizzate						
Strumenti	Volume annuo delle contrattazioni					Ammontare nominale in essere a fine 1994
	1990	1991	1992	1993	1994	
	in milioni di contratti					in miliardi di dollari USA
Futures di tasso d'interesse	219,1	230,9	330,1	427,0	627,7	5 757,4
Su strumenti a breve termine	76,0	87,3	144,9	180,0	281,3	5 401,8
di cui: eurodollaro a tre mesi ¹	39,4	41,7	66,9	70,2	113,6	2 468,6
euroyen a tre mesi ²	15,2	16,2	17,4	26,9	44,2	1 467,4
euromarco a tre mesi ³	3,1	4,8	12,2	21,4	29,5	425,7
Su strumenti a lungo termine	143,1	143,6	185,2	247,1	346,4	355,6
di cui: obbligazioni di Stato giapponesi ⁴	16,4	12,9	12,1	15,6	14,1	164,3
obbligazioni di Stato tedesche ⁵	9,6	12,4	18,9	27,7	51,5	41,7
obbligazioni del Tesoro USA ⁶	78,2	69,9	71,7	80,7	101,5	36,1
obbligazioni di Stato francesi ⁷	16,0	21,1	31,1	36,8	50,2	12,7
Opzioni su tassi d'interesse ⁸	52,0	50,8	64,8	82,9	114,5	2 622,8
Futures su valute	29,7	30,0	31,3	39,0	69,7	33,0
Opzioni su valute ⁸	18,9	22,9	23,4	23,8	21,3	54,5
Futures su indici azionari	39,4	54,6	52,0	71,2	109,0	127,7
Opzioni su indici azionari ⁸	119,1	121,4	133,9	144,1	197,9	242,4
Totale	478,3	510,5	635,6	788,0	1 140,2	8 837,8
di cui: negli Stati Uniti	310,9	301,5	340,1	380,3	509,5	4 754,9
in Europa	83,0	110,5	185,0	263,5	398,5	1 832,0
in Giappone	60,6	66,2	51,7	57,8	70,5	1 498,2

¹ Negoziato presso le seguenti borse: Chicago Mercantile Exchange – International Monetary Market (CME-IMM), Singapore Mercantile Exchange (SIMEX), London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE), Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) e Mid-America Commodity Exchange (MIDAM). ² Negoziato presso TIFFE e SIMEX. ³ Negoziato presso il Marché à Terme International de France (MATIF), LIFFE, CME-IMM e SIMEX. ⁴ Negoziato presso il Tokyo Stock Exchange (TSE), LIFFE, il Chicago Board of Trade (CBOT) e SIMEX. ⁵ Negoziato presso LIFFE e Deutsche Terminbörse (DTB). ⁶ Negoziato presso CBOT, MIDAM, LIFFE, New York Futures Exchange (NYFE) e TSE. ⁷ Negoziato presso il MATIF. ⁸ Calls e puts.

Fonti: Futures Industry Association; varie borse che trattano futures e opzioni; elaborazioni BRI. Tabella VIII.11

I mercati fuori borsa

Swaps e operazioni abbinate a swap. Nel primo semestre 1994, ultimo periodo per il quale sono disponibili statistiche sui nuovi contratti fornite dall'International Swaps and Derivatives Association (ISDA), le operazioni di swap hanno registrato una forte accelerazione; rispetto al secondo semestre 1993, i nuovi contratti sono aumentati del 46%, raggiungendo la cifra record di \$3 363,9 miliardi. Gli swaps di tasso d'interesse vi hanno concorso per \$3 182,9 miliardi. Sebbene la turbolenza sui mercati finanziari nel primo semestre 1994 abbia ridotto le operazioni collegate alle emissioni sul mercato finanziario, l'attività ha tratto impulso dalla ristrutturazione delle esposizioni esistenti (che nel caso degli strumenti OTC normalmente comporta la stipula di nuovi contratti) a seguito della revisione delle aspettative di tasso d'interesse da parte degli operatori. Tuttavia, le rilevanti perdite accusate da alcuni utilizzatori finali di swaps e di altri strumenti derivati a struttura complessa paiono aver moderato la domanda di tali prodotti nella seconda metà dell'anno.

Nel settore degli swaps di tasso d'interesse, la consistente crescita delle operazioni su marchi, franchi francesi e sterline ha ulteriormente ridotto la quota del dollaro USA, scesa al 34% nel primo semestre 1994 (rispetto al 76% nello stesso periodo del 1987, anno in cui l'ISDA ha iniziato a pubblicare dati). Inoltre, la quota delle transazioni tra intermediari è aumentata ancora, portandosi al 51% (rispetto al 32% nel 1987) a seguito dell'intenso impiego di swaps da parte delle istituzioni finanziarie nella gestione di esposizioni di tasso a breve. Le perturbazioni sui mercati finanziari non hanno tuttavia influito sostanzialmente sulla scadenza media delle transazioni. Il settore degli swaps su valute minori, stagnante o in calo dalla seconda metà del 1991, ha recuperato terreno grazie al forte aumento nel volume di contratti aventi come contropartita il dollaro USA e lo yen. Poiché gli swaps valutari implicano uno scambio di capitale e quindi un'esposizione più elevata e volatile rispetto agli swaps di tasso d'interesse, ciò può spiegare perché l'attività in tali strumenti continui a essere abbinata principalmente alle emissioni di titoli piuttosto che alla gestione di attività e passività a breve. Le transazioni in strumenti collegati a swaps, come caps, floors, collars e swaptions hanno continuato a svilupparsi rapidamente (con un aumento del 40% sul semestre precedente), stimolate dall'inversione delle prospettive di tasso d'interesse.

I dati raccolti dall'ISDA offrono un'indicazione solo parziale dell'attività sui mercati fuori borsa. Tale attività è in effetti molto più ampia, comprendendo una varietà di strumenti a termine e assimilabili alle opzioni su valute, titoli a reddito fisso, azioni, nonché una vasta gamma di swaps misti e titoli strutturati. Nel tentativo di migliorare le informazioni statistiche su dimensione, struttura e distribuzione dei rischi nella contrattazione di strumenti derivati, nel marzo e aprile di quest'anno le banche centrali e le autorità monetarie di ventisei paesi hanno condotto un'indagine sull'attività nei rispettivi mercati, in connessione con l'inchiesta triennale nota come "Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity". I dati relativi alle indagini a livello nazionale sono attesi per l'autunno prossimo e qualche tempo dopo dovrebbero essere disponibili i risultati globali.

Altri strumenti negoziati fuori borsa. L'attività in warrants ha continuato ad essere dinamica e innovativa. Secondo fonti di mercato, tra il 1993 e il 1994 il

Accelera l'attività sul mercato degli swaps...

... ma viene segnalata una crescente cautela

Andamenti differenziati a seconda dei settori

Avviata un'indagine sull'attività in strumenti derivati

Mercati di alcuni strumenti derivati negoziati fuori borsa¹

Strumenti	Nuovi contratti stipulati					Ammontare in essere a fine 1993
	1990	1991	1992	1993	1994 1° sem.	
	Ammontare nominale in miliardi di dollari USA					
Totale strumenti	1 769,3	2 332,9	3 717,0	5 517,0	4 214,1	8 474,6
Swaps di tasso d'interesse	1 264,3	1 621,8	2 822,6	4 104,8	3 182,9	6 177,3
Swaps di valute ²	212,8	328,4	301,9	295,2	181,0	899,6
Altri strumenti derivati collegati a swaps ³	292,3	382,7	592,4	1 117,0	850,2	1 397,6

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.

Tabella VIII.12

Introduzione di molti nuovi warrants...

numero delle emissioni pubbliche di nuovi warrants su azioni, valute, strumenti di tasso d'interesse e merci è aumentato del 40%, per un totale di quasi 4 500 nuove emissioni e un valore nominale aggregato di circa \$75 miliardi. Particolare successo hanno incontrato i warrants su merci e valori azionari di paesi in via di sviluppo. Tuttavia, in corso d'anno la composizione delle emissioni si è modificata in favore di strutture più semplici. I warrants emessi hanno generalmente una scadenza più lunga delle normali opzioni OTC e sono acquistati da investitori al dettaglio e istituzionali desiderosi di assumere posizioni ad hoc verso specifici settori o attività a pronti che non dispongono di mercati derivati ben sviluppati.

... e di altri prodotti OTC

Così come nelle borse organizzate, gli operatori del mercato OTC hanno continuato a sviluppare e introdurre nuovi strumenti. Degno di nota è il crescente interesse per contratti OTC a termine, warrants e titoli strutturati collegati a metalli di base. Gli specialisti del settore hanno attivamente commercializzato questi prodotti presso gli investitori istituzionali come mezzo per migliorare il profilo rischio/rendimento dei portafogli finanziari. Diversi indici su merci, elaborati dagli intermediari, sono stati adottati per una vasta gamma di nuovi strumenti derivati OTC. Molte società hanno altresì cercato di collocare derivati abbinati a titoli di credito che consentono lo scorporo degli attributi di credito dagli strumenti debitori e il loro trasferimento a terzi a un prezzo determinato. Infine, alcuni operatori hanno introdotto strumenti con caratteristiche molto simili a quelle dei prodotti derivati offerti in borsa. Ad esempio, sul mercato britannico sono stati offerti "contratti differenziali" – che comportano lo scambio di flussi di pagamento basati sull'andamento delle sottostanti posizioni in azioni – come mezzo per eludere restrizioni regolamentative sulla vendita allo scoperto di azioni, mentre negli Stati Uniti hanno fatto la loro comparsa nuovi contratti sullo spread di rendimento tra tassi sui titoli del Tesoro USA e sull'eurodollaro.

Gli sviluppi nella struttura del mercato

Convergenza tra i mercati organizzati e quelli fuori borsa...

Sono emersi nuovi segni di convergenza nelle pratiche dei mercati derivati, come mostra l'adozione di tecniche auspicabili, mutate reciprocamente dai mercati regolamentati e quelli paralleli, mentre sono stati conclusi nuovi accordi di

cooperazione tra le borse organizzate. Queste ultime hanno cercato di migliorare la loro posizione competitiva nei confronti dei mercati OTC o di mettere a frutto gli sviluppi nell'attività fuori borsa mediante l'offerta di prodotti e servizi più flessibili. Nello stesso tempo, sui mercati OTC è stato fatto maggiore uso dei meccanismi di salvaguardia finanziaria tipici delle contrattazioni di borsa. Mentre hanno continuato a svilupparsi i collegamenti tra borse, la preferenza pare essere andata agli accordi bilaterali piuttosto che a strutture globali centralizzate.

A esemplificazione del primo tipo di strategia, le borse hanno introdotto una varietà di strumenti valutari con compensazione centralizzata, destinati a competere con i prodotti valutari OTC o interbancari, offrendo agli utilizzatori una vasta scelta tra combinazioni di valute, dimensioni dei contratti, prezzi di esercizio e date di regolamento. Oltre alle opzioni "flex" già descritte, vanno annoverati i contratti "forward" e "dollar-denominated delivery", nei quali lo scambio degli importi lordi di valute è sostituito dal regolamento su base netta. Le borse hanno anche cercato di sfruttare a proprio vantaggio le preoccupazioni circa l'esposizione al rischio di controparte, introducendo servizi di gestione delle garanzie e dei margini cauzionali per i prodotti OTC. Per esempio, una borsa statunitense ha annunciato un sistema di deposito accentrato delle garanzie a fronte di swaps di tasso d'interesse che offre servizi di valutazione giornaliera delle posizioni ("marking to market") e di gestione del collaterale, facilitando in tal modo l'accesso al mercato di controparti minori o con rating non di prim'ordine. Diverse altre borse sono in procinto di sviluppare servizi analoghi.

Nei mercati OTC, i tentativi delle banche di minimizzare i requisiti patrimoniali e il rischio di controparte hanno indotto a fare crescente uso nei contratti di meccanismi di salvaguardia finanziaria molto simili a quelli delle borse. Fra questi figurano schemi di compensazione bilaterale per più prodotti, nonché servizi di garanzia collaterale e di regolamento periodico per i contratti a più lunga scadenza. Sono stati inoltre compiuti ulteriori progressi verso una standardizzazione dei documenti prescritti per swaps e altri derivati, e in particolare per le transazioni su merci e mercati emergenti. Infine, agenzie che offrono dati e servizi finanziari hanno continuato a sviluppare sistemi di contrattazione OTC a pronti e su strumenti derivati che dovrebbero migliorare la diffusione delle informazioni di prezzo e la liquidità nei segmenti basilari dei mercati fuori borsa.

Nonostante sia intervenuto un certo allineamento nelle pratiche tra i mercati organizzati e quelli fuori borsa, essi mantengono funzioni e caratteristiche distinte. Una funzione fondamentale dei mercati organizzati è l'apprestamento di liquidità, realizzato attirando ingenti volumi di scambi attraverso la standardizzazione dei contratti, la trasparenza di prezzo e l'interposizione della stanza di compensazione come controparte centrale. I mercati OTC, d'altra parte, offrono agli utilizzatori contratti con caratteristiche adattate alle specifiche esigenze. Vi è un crescente riconoscimento del fatto che tali attributi, rispettivamente liquidità e adattabilità dei contratti, sono complementari e che l'espansione di un mercato stimola quella dell'altro. Sono tuttavia destinati a permanere ostacoli alla loro integrazione. Il tentativo di individualizzare la specificazione dei contratti nei mercati organizzati comporta sempre il rischio di ridurre la loro liquidità, mentre un'eccessiva standardizzazione dei mercati OTC potrebbe

... e suoi limiti

indebolire la capacità degli intermediari di adattarsi alle esigenze della clientela e ridurre i loro margini di profitto.

Collegamenti tra borse

Quanto ai mercati derivati organizzati, le borse europee con prodotti e clientela complementari hanno continuato a stringere alleanze. Nello stesso tempo, le pressioni competitive e la crescente domanda di strumenti a pronti e derivati negoziati nelle varie fasce temporali hanno indotto le borse in diverse aree regionali a stabilire collegamenti, compiendo ulteriori passi verso una contrattazione 24 ore su 24. Sono stati annunciati diversi accordi tra borse europee e asiatiche, volti a usufruire della crescita delle transazioni a pronti e a termine su valute europee in Asia e dello sviluppo dei mercati per prodotti in yen in Europa. Sono all'esame anche collegamenti tra America del Nord da un lato ed Europa e Asia dall'altro. Tali collegamenti potrebbero attenuare le pressioni in periodi di tensione sul mercato e quindi giovare al funzionamento del mercato globale. Anche la maggiore uniformità nelle pratiche operative e un'accresciuta cooperazione fra borse contribuirebbero a ridurre il rischio sistemico.

Preferenza per accordi bilaterali anziché globali

La questione riguardante i vantaggi relativi dei collegamenti bilaterali ovvero di un sistema globale, ai fini della contrattazione di strumenti derivati 24 ore su 24, ha continuato a essere oggetto di intenso dibattito. Tuttavia, la proliferazione dei collegamenti bilaterali avutasi negli ultimi anni potrebbe aver fatto pendere la bilancia in favore di quest'ultima soluzione. Ad esempio CBOT e LIFFE hanno entrambi rifiutato di aderire a una versione ristrutturata del sistema Globex, preferendo la maggiore flessibilità offerta dal potenziamento dei propri sistemi di contrattazione fuori orario recentemente introdotti e dall'instaurazione di collegamenti autonomi con altre borse.

Gli strumenti derivati e il dibattito sul piano regolamentativo

Le pesanti perdite collegate a strumenti derivati...

Come osservato all'inizio del capitolo, gli eventi di questi ultimi dodici mesi potrebbero aver segnato una certa svolta nei mercati degli strumenti derivati. Il capovolgimento di clima a riguardo dei tassi d'interesse, intervenuto nella prima metà dell'anno, ha colto di sorpresa molti operatori del mercato, provocando consistenti perdite sia tra gli utilizzatori finali che tra gli intermediari. Nello stesso tempo, la sfavorevole pubblicità che ne è seguita, insieme al restringersi dei margini e alla maggiore variabilità dei guadagni, ha indotto un certo numero di intermediari maggiori a ridimensionare le risorse impegnate in tali attività. Così come in passato, le perdite su strumenti derivati sono da ricondursi all'ineadeguatezza dei controlli interni, a un impiego inappropriato o erroneo degli strumenti oppure a un'eccessiva assunzione di rischio, e confermano le preoccupazioni espresse a livello di banche centrali, organi di vigilanza e associazioni di mercato circa i rischi che comportano insufficienze in tali ambiti. Nondimeno, nel loro complesso i mercati finanziari hanno fatto fronte ragionevolmente bene agli eventi. Difficile giudicare se ciò significhi che erano eccessivi i precedenti timori di una proliferazione dei rischi oppure se gli operatori di mercato hanno risposto in maniera adeguata alle preoccupazioni espresse. Sia per gli intermediari che per gli organi di regolamentazione il lato positivo di un anno altrimenti difficile è che questi eventi sono destinati a rafforzare la percezione del rischio e l'attenzione sui controlli interni. Con il tempo, ciò dovrebbe contribuire a migliorare il

... rivelano controlli interni inadeguati...

... ma contribuiscono ad accentuare la percezione del rischio

funzionamento del mercato e a facilitare un più diffuso riconoscimento dei derivati per i vantaggi che offrono più che per i rischi che comportano. Pertanto, mentre le perdite hanno rafforzato le pressioni da parte di taluni ambienti in favore di una disciplina normativa che ponga vincoli all'operatività in strumenti derivati, le iniziative degli organi di regolamentazione hanno puntato a minimizzare i rischi potenziali preservando nel contempo i vantaggi di questi mercati. In tale ottica, gli sforzi principali sono stati diretti a rafforzare i meccanismi di difesa a livello delle singole istituzioni finanziarie, a migliorare il funzionamento e la disciplina di mercato attraverso una maggiore trasparenza, nonché a potenziare le infrastrutture. Gli operatori e le loro associazioni hanno dato un importante contributo a tali iniziative.

Il dissesto della Baring Brothers ha ampiamente dimostrato che la principale linea difensiva per limitare le perdite deve consistere in una sana gestione del rischio. A supporto di precedenti iniziative adottate da operatori di mercato per elevare gli standard in tale ambito, le autorità di vigilanza delle banche e delle società di intermediazione, a livello sia nazionale che internazionale, hanno emanato lo scorso anno ulteriori direttive sulla gestione dei rischi. Anche se la minaccia di sanzioni ufficiali potrebbe incentivare l'osservanza delle regole, il processo di vigilanza non può supplire alla responsabilità, che propriamente ricade sui dirigenti, di assicurare che siano poste in essere e costantemente osservate le migliori pratiche. Recenti indagini sulle procedure di gestione del rischio hanno rivelato che, pur essendo stati compiuti progressi, molti operatori devono ancora applicare i criteri enunciati nel rapporto del Gruppo dei Trenta del 1993. Una maggiore diffusione dell'informazione sui sistemi di gestione del rischio e sulla loro efficacia potrebbe accelerare i progressi in quest'area (si veda più avanti).

In caso di mancato funzionamento delle procedure di gestione del rischio, una base patrimoniale idonea ad assorbire perdite può limitare gli effetti di propagazione sistemica. Dal 1988 le esposizioni creditorie delle banche per le transazioni in strumenti derivati sono soggette ai requisiti patrimoniali stabiliti dall'Accordo di Basilea. Lo scorso anno il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha riconosciuto la compensazione bilaterale di posizioni creditorie ai fini dell'adeguatezza patrimoniale a condizione che essa sia giuridicamente efficace, e quest'anno ha ridefinito la metodologia di misurazione delle esposizioni potenziali connesse alle operazioni in strumenti derivati. Per ridurre ulteriormente il pericolo di reazioni a catena in caso di insolvenza di una banca, il Comitato di Basilea si è anche adoperato per estendere l'accordo sui requisiti patrimoniali ai rischi di mercato. Facendo seguito ai commenti pervenuti dagli operatori sulle proposte presentate nell'aprile 1993, il Comitato di Basilea ha pubblicato una serie di nuove proposte nell'aprile di quest'anno. In base ad esse, le banche che soddisfano determinati requisiti potranno impiegare modelli interni di gestione del rischio come base per calcolare i requisiti patrimoniali a fronte del rischio di mercato, subordinatamente all'osservanza di condizioni e parametri stringenti stabiliti dalle autorità di vigilanza. Questo emendamento all'Accordo sui requisiti patrimoniali del 1988 dovrebbe entrare in vigore nei paesi del Gruppo dei Dieci alla fine del 1997, dopo un adeguato periodo di consultazione con la comunità bancaria internazionale.

Emanate nuove direttive di vigilanza prudenziale ...

... e nuove proposte per incorporare i rischi di mercato delle banche...

Anche gli organi di regolamentazione dei mercati mobiliari internazionali si sono adoperati per elaborare e ridefinire criteri di adeguatezza patrimoniale per gli strumenti derivati e altre attività di negoziazione, ma la disparità di interessi e consuetudini ha reso difficile la conclusione di un accordo globale. Nel marzo di quest'anno, un gruppo di grandi società mobiliari USA ha concordato uno schema di sorveglianza su base volontaria da applicarsi alle negoziazioni in strumenti derivati trattati fuori borsa, ivi compresa una metodologia per valutare il rischio in relazione al patrimonio. Sebbene in questo schema l'accento sia posto sulla sorveglianza volontaria, vi sono taluni punti in comune con le procedure proposte dal Comitato di Basilea per la misurazione dell'esposizione al rischio di mercato delle banche, e ciò potrebbe aumentare le possibilità di un futuro allineamento delle normative sull'attività bancaria e mobiliare internazionale in quest'area. A partire dal 1996, le principali società di intermediazione mobiliare in Europa dovranno osservare la Direttiva sull'adeguatezza patrimoniale dell'UE.

... incoraggiare la trasparenza ...

Un secondo ambito d'azione a livello ufficiale ha riguardato il miglioramento della disciplina e del funzionamento del mercato attraverso una maggiore trasparenza. Le iniziative per migliorare la trasparenza dei mercati derivati sono frutto del convincimento che i mercati finanziari funzionano nel modo migliore allorché gli operatori sono in grado di operare scelte di portafoglio disponendo di tutte le informazioni rilevanti. Gli eventi dello scorso anno mostrano come asimmetrie informative possano far sì che le reazioni di mercato accentuino il pericolo di effetti dirompenti, a causa sia di una limitata conoscenza dell'origine dei movimenti di prezzo sia di un rapido quanto ingiustificato ritiro da transazioni con controparti giudicate di dubbia solvibilità. Una maggiore trasparenza nei mercati derivati in generale, e un'informazione più ricca di contenuto sulle esposizioni in particolare, potrebbero ridurre il rischio di tali iperreazioni e contribuire a prevenire fin dall'inizio il formarsi di esposizioni eccessive.

... e migliorare la pubblicità dell'informazione ...

È ampiamente riconosciuto che negli ultimi anni l'attività di negoziazione e di gestione del rischio si è sviluppata alquanto più rapidamente delle pratiche di diffusione dell'informazione dei principali operatori del mercato finanziario. Nonostante gli sforzi compiuti da organi di revisione contabile, autorità di vigilanza e operatori di mercato per migliorare la pubblicità delle informazioni, i progressi sono stati ostacolati dalla difficoltà di cogliere i rischi finanziari sulla base delle tradizionali convenzioni contabili e da una mancanza di consenso tra i partecipanti sui modi di quantificare le esposizioni al rischio. Nondimeno, lo scorso anno sono state avanzate diverse proposte, le quali, a giudicare dai recenti bilanci annuali dei principali intermediari, paiono aver prodotto apprezzabili risultati. L'Institute of International Finance, che raggruppa importanti banche e società di intermediazione, ha pubblicato uno schema per la segnalazione dei rischi di credito connessi con l'operatività in strumenti derivati che semplifica procedure proposte in precedenza da operatori e organi contabili. Nel tentativo di migliorare la pubblicità dell'informazione relativa sia al mercato sia ai rischi di credito nelle operazioni di negoziazione, nonché al fine di promuovere il dibattito sui metodi di misurazione del rischio e di pubblicità dell'informazione più in generale, un gruppo di lavoro istituito dalle banche centrali del Gruppo dei Dieci ha pubblicato un documento in cui si invitano le istituzioni ad adattare i loro sistemi interni di misurazione del rischio e di valutazione della performance ai fini

... sulle valutazioni dei rischi interni

della trasparenza dell'informazione. L'adozione di elementi di queste proposte da parte di importanti operatori rafforzerà le pressioni affinché altri ne seguano l'esempio e quindi la probabilità che con il tempo si pervenga a un consenso sulle procedure di misurazione del rischio e su una migliore pubblicità delle informazioni. A questo riguardo, la decisione di due banche maggiori di rendere pubblici taluni aspetti dei loro sistemi di misurazione ha avviato un proficuo dibattito sui metodi di valutazione dei rischi di mercato, a tutto beneficio della trasparenza e del processo di regolamentazione.

Indipendentemente da ciò, le recenti perdite accusate da utilizzatori finali hanno messo in moto iniziative che dovrebbero migliorare la trasparenza nei rapporti di negoziazione. La documentazione presentata nelle azioni di risarcimento intentate da utilizzatori finali negli Stati Uniti ha sollevato legittimi dubbi circa la trasparenza e i conflitti di interessi nelle transazioni in strumenti derivati in cui un intermediario agisce sia da consulente sia da controparte nei confronti di un soggetto non professionale. A questo proposito è stato suggerito che gli intermediari siano legalmente tenuti ad accertare che la proposta transazione in strumenti derivati è idonea alla controparte in questione. Siffatti criteri di congruità non sono inconsueti nelle operazioni al dettaglio, ma sui mercati all'ingrosso potrebbero indebolire l'incentivo per i contraenti a esercitare la dovuta diligenza. La sanzionabilità giuridica per la mancata prova di congruità tenderebbe anche a limitare la commercializzazione di derivati e quindi il loro impiego da parte di utilizzatori finali che potrebbero trarne beneficio, e al tempo stesso aumenterebbe la litigiosità. Di conseguenza, istituzioni finanziarie statunitensi e britanniche hanno concordato un documento che chiarisce quale sia la relazione auspicabile tra intermediari e clienti e fornisce direttive sul tipo di informazioni che le istituzioni dovrebbero fornire. Un analogo codice di condotta è attualmente in fase di elaborazione da parte di operatori del mercato francese e di quello giapponese per uso locale.

Gli sforzi tesi a migliorare le infrastrutture complementari dei mercati derivati sono stati prevalentemente diretti a potenziare i sistemi di compensazione, pagamento e regolamento che sono alla base dell'attività del mercato finanziario in generale e a chiarire incertezze riguardanti l'efficacia giuridica dei contratti derivati e degli accordi di compensazione. Sono altresì proseguite le iniziative volte a promuovere i canali di comunicazione e lo scambio di informazioni tra i vari organi di controllo, sia per rafforzare la solidità dei mercati e delle istituzioni sia per prevenire più estese perturbazioni in caso di crisi. Il dissesto della Baring Brothers ha sollevato una serie di ulteriori questioni rilevanti in tale contesto: ad esempio, esponenti delle associazioni dei mercati derivati internazionali stanno considerando i modi per rafforzare l'integrità finanziaria delle borse e per assicurare che le discrepanze nelle procedure concorsuali nazionali non blocchino fondi e posizioni della clientela in caso di insolvenza dell'agente di compensazione.

Implicazioni macroeconomiche e di politica monetaria dei mercati derivati

Mentre la crescita dei mercati derivati ha promosso una vasta analisi dei loro rischi potenziali, un'attenzione relativamente scarsa è stata finora prestata alle loro implicazioni per gli esiti macroeconomici e per la conduzione della politica

Le perdite subite da utilizzatori finali sollevano problemi di congruità...

... e stimolano iniziative per chiarire i rapporti tra intermediari e utilizzatori finali

Integrità delle borse

Mercati derivati e conduzione della politica monetaria

monetaria. Uno studio pubblicato lo scorso anno dalle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci giungeva alla conclusione che, se impiegati in modo appropriato, gli strumenti derivati – in quanto consentono il trasferimento dei rischi di prezzo a operatori che si presume abbiano la volontà e capacità di assumerli – possono sostenere la crescita degli investimenti e aumentare la resilienza sia dei mercati sia dell'economia nel suo insieme. Sebbene il diffuso ricorso a tecniche di copertura delle esposizioni di tasso d'interesse e di cambio possa alterare la risposta dell'economia a cambiamenti in queste variabili indotti dalla politica monetaria, il fatto che gli strumenti derivati implicano trasferimenti a somma zero e devono essere rinnovati alla scadenza ai nuovi prezzi di mercato significa che un eventuale effetto di questo genere è solo transitorio. Una delle conseguenze prodotte dalla crescita dei mercati derivati è la maggiore reattività dei prezzi agli shock, di riflesso ai più bassi costi di transazione su questi mercati rispetto a quelli a pronti. Tuttavia, la questione dell'incidenza che gli strumenti derivati hanno sulla volatilità dei mercati resta irrisolta. L'evidenza empirica mostra che in condizioni normali i mercati derivati non accrescono la variabilità dei prezzi delle attività; ma vi sono crescenti indicazioni che le strategie di copertura comunemente usate possono alterare la dinamica a breve del mercato e accentuarne temporaneamente le oscillazioni. Il summenzionato studio sostiene inoltre che la crescita dei mercati delle opzioni valutarie può rendere più difficile la difesa di un obiettivo di cambio e che, aumentando la sostituibilità tra le categorie di attività, gli strumenti derivati possono introdurre distorsioni marginali negli aggregati monetari tradizionalmente definiti. Tuttavia, esso conclude che difficilmente lo sviluppo dei mercati derivati può influire in misura significativa sulla capacità delle banche centrali di condurre la politica monetaria.

IX. 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. Essa ha organizzato incontri periodici di funzionari delle banche centrali su una vasta gamma di temi, come le perturbazioni sui mercati finanziari e valutari, i rischi di inflazione nell'attuale fase espansiva e l'impatto delle strutture finanziarie sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Riunioni specifiche sono state dedicate ai problemi di politica monetaria che si pongono alle banche centrali nei paesi in fase di trasformazione, nonché al mutevole scenario finanziario nei paesi emergenti. 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. Come in passato, la Banca ha anche assicurato i servizi di Segretariato a vari comitati e gruppi di esperti.

L'aspetto di maggior rilievo dell'attività svolta lo scorso anno dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è consistito nell'assicurare che le banche soddisfino adeguati requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato e nel rafforzare il monitoraggio e il controllo della loro attività di negoziazione. Il risultato più importante di questo lavoro è stata la pubblicazione nell'aprile 1995 di una proposta di revisione dell'Accordo di Basilea del 1988 sui requisiti patrimoniali al fine di incorporare i rischi di mercato ai quali sono esposte le banche. Tale proposta, in merito alla quale sono attesi commenti entro la fine del luglio 1995, intende potenziare i meccanismi di difesa delle banche contro il rischio di perdite causate da sfavorevoli movimenti nei tassi di cambio, nei tassi d'interesse e in altri prezzi di mercato. Alle banche verrebbe offerta la possibilità di scegliere tra due approcci metodologici, subordinatamente all'approvazione delle autorità di vigilanza nazionali. Un'opzione consiste nel valutare tali rischi in base a un metodo standard, seguendo le direttive stabilite dal Comitato di Basilea. La metodologia alternativa consente alle banche di impiegare modelli interni per determinare i rischi di mercato ai fini della vigilanza, a condizione che siano osservati rigorosi criteri.

Il Comitato di Basilea ha anche pubblicato, dalla metà del 1994, una serie di documenti sulla gestione dei rischi delle banche connessi alla loro attività in strumenti derivati. Il primo di tali documenti, pubblicato nel luglio 1994 in concomitanza con analoghi criteri-guida per il mercato mobiliare emanati dall'International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), enuncia una serie di linee direttrici per una prudente supervisione e gestione dei rischi connessi agli strumenti derivati. Nel dicembre 1994 il Comitato ha pubblicato un rapporto che sintetizza

il suo lavoro passato e in corso sull'attività delle banche in strumenti derivati, e nel maggio 1995, nuovamente in collaborazione con gli organi di regolamentazione mobiliare IOSCO, esso ha pubblicato uno schema per la segnalazione a fini di vigilanza delle operazioni in strumenti derivati. Oltre a ciò, il Comitato ha perfezionato il trattamento del rischio di credito connesso agli strumenti derivati ai sensi dell'Accordo di Basilea del 1988 in due documenti, pubblicati nel luglio 1994 e nell'aprile 1995. Nell'ottobre 1994 si è svolta a Vienna la Conferenza internazionale biennale delle autorità di vigilanza bancaria. Il primo giorno è stato dedicato ai problemi di vigilanza nei mercati emergenti, il secondo ai lavori del Comitato di Basilea in materia di sistemi di gestione del rischio.

Il Comitato permanente dell'euromercato ha continuato a seguire regolarmente gli sviluppi sui mercati finanziari internazionali e a dibattere varie questioni concernenti il funzionamento e la stabilità di tali mercati. Il Comitato ha esaminato in particolare i cambiamenti intervenuti nella dimensione e nella direzione dei flussi di capitali verso le economie emergenti e gli sviluppi sui mercati dei titoli di Stato. Esso ha inoltre completato una serie di indagini sulle implicazioni dello sviluppo degli strumenti derivati per il sistema finanziario e monetario. Il Comitato ritiene che tali strumenti abbiano avuto in generale un effetto positivo sull'efficienza dell'intermediazione finanziaria e sulla capacità delle istituzioni di gestire i rischi individualmente, e che essi non dovrebbero di per sé complicare in misura significativa la conduzione della politica monetaria. A giudizio del Comitato, i problemi di volatilità dei prezzi delle attività e le connesse perdite vanno ricollegati all'instabilità macroeconomica e al generale processo di liberalizzazione e di innovazione più che allo sviluppo dei mercati derivati in quanto tale. Esso ha pertanto concluso che le misure volte a limitare tale attività non rimuoverebbero le cause di fondo della vulnerabilità sistemica, e che qualsiasi iniziativa di regolamentazione dovrebbe essere accuratamente congegnata in modo da preservare i vantaggi dei mercati derivati e da ridurre al tempo stesso il pericolo che eventi fortuiti provochino più ampi effetti destabilizzanti.

Alla luce di tali conclusioni, il Comitato ha raccomandato che l'attività di regolamentazione sia finalizzata a potenziare il controllo dei rischi a livello delle singole istituzioni, a rafforzare la disciplina di mercato attraverso una maggiore trasparenza e pubblicità dell'informazione e a consolidare ulteriormente le infrastrutture che sono alla base, più in generale, dell'attività dei mercati finanziari. Il Comitato ha pubblicato tre rapporti concernenti i temi trattati: "A Discussion Paper on the Public Disclosure of Market and Credit Risk by Financial Intermediaries", nel settembre 1994; "Macroeconomic and Monetary Policy Issues Raised by the Growth of Derivatives Markets", nel novembre 1994 e "Issues Related to the Measurement of Market Size and Macroprudential Risks in Derivatives Markets", nel febbraio 1995. La Banca ha continuato a raccogliere, analizzare e pubblicare dati statistici sull'andamento dell'attività bancaria e di altri settori dei mercati finanziari internazionali.

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento ha tenuto regolari riunioni per esaminare l'evoluzione dei sistemi nazionali e internazionali di pagamento, compensazione e regolamento nei paesi del Gruppo dei Dieci. Esso ha portato a termine l'analisi sugli schemi di regolamento collegati alle transazioni internazionali in titoli. Nel marzo 1995, la BRI ha pubblicato il rapporto

“Cross-Border Securities Settlements” che assolve due funzioni: da un lato, esamina i canali impiegati dagli operatori di mercato per eseguire transazioni internazionali e i rischi collegati ai vari sistemi, e dall'altro contribuisce ad approfondire la conoscenza dei rischi insiti nei sistemi nazionali di regolamento delle transazioni in titoli. Il Comitato ha istituito un Gruppo di coordinamento sui rischi di regolamento nelle transazioni valutarie, che proseguirà il lavoro precedentemente svolto dal Comitato sui servizi di pagamento e di regolamento delle banche centrali nelle transazioni internazionali e multivalutarie. Questo Gruppo ha condotto un'indagine in tutti i paesi del Gruppo dei Dieci sulle procedure bancarie per il regolamento delle transazioni valutarie e sta analizzando vari provvedimenti che potrebbero essere adottati dal settore privato e dalle banche centrali per ridurre il rischio nei regolamenti multivalutari. Tra le altre tematiche allo studio del Comitato figurano gli sviluppi nell'impiego di garanzie collaterali nei sistemi di pagamento e regolamento, l'operatività dei sistemi di regolamento lordo in tempo reale, le recenti tendenze nei sistemi di pagamento al dettaglio e gli schemi di compensazione e di regolamento delle transazioni in strumenti derivati negoziati nelle borse organizzate. La BRI ha pubblicato una serie di studi sui sistemi di pagamento dei paesi che non fanno parte del Gruppo dei Dieci, in particolare Australia (luglio 1994), Finlandia (luglio 1994), Islanda (maggio 1995) e Norvegia (maggio 1995), e un aggiornamento delle statistiche contenute nella pubblicazione sui sistemi di pagamento nei paesi del Gruppo dei Dieci, nota come “Libro rosso” (dicembre 1994). Il Comitato ha preso iniziative per estendere la cooperazione con le banche centrali di paesi esterni al Gruppo dei Dieci e all'Unione europea e si propone di ampliare ulteriormente il campo di copertura geografica delle pubblicazioni sui sistemi di pagamento nazionali.

Il Servizio per le relazioni con i paesi dell'Europa orientale e le organizzazioni internazionali ha continuato a promuovere il coordinamento dell'assistenza tecnica e della formazione professionale prestata da numerose banche centrali alle istituzioni omologhe nei paesi dell'Europa orientale, negli Stati dell'ex Unione Sovietica e nelle economie asiatiche in transizione. A tal fine, il Servizio gestisce una banca di dati sull'assistenza tecnica e sulla formazione professionale fornite a questi paesi. Tali dati, aggiornati su base trimestrale, costituiscono un importante strumento per evitare inutili duplicazioni delle iniziative.

La Banca ha inoltre partecipato attivamente ai lavori del Joint Vienna Institute (JVI), istituito allo scopo di provvedere alla formazione professionale dei quadri nei paesi in fase di transizione. Nei primi due anni e mezzo di operatività, i corsi del JVI sono stati frequentati da oltre 4 000 partecipanti. I corsi organizzati dalla BRI sono incentrati sulla politica monetaria, sulla riforma dei sistemi bancari e finanziari e comprendono altresì una serie di seminari specializzati attinenti ad alcuni aspetti dell'attività di banca centrale, come i sistemi di pagamento e regolamento, la vigilanza bancaria e la gestione delle riserve. Quest'anno la BRI presiede il Consiglio direttivo del JVI.

I temi principali trattati dal Gruppo di esperti di informatica in occasione delle sue riunioni semestrali hanno riguardato gli sviluppi recenti nella tecnologia dell'informazione. Il Gruppo ha dedicato particolare attenzione alla generale tendenza verso sistemi distribuiti, che spesso implicano l'adozione di piattaforme

Unix e di tecnologie utente/server. Questi sistemi sottolineano il ruolo centrale svolto dalle reti interne nella fornitura di servizi informatici. Il Gruppo ha inoltre analizzato le implicazioni dei collegamenti elettronici con più ampie reti informatiche, la cui importanza si è accresciuta negli ultimi anni anche a seguito della richiesta degli utenti di avere accesso a banche di dati esterne. Il Gruppo di lavoro sulle questioni di sicurezza ha integrato l'attività del Gruppo di esperti di informatica, analizzando gli aspetti sotto il profilo della sicurezza dei sistemi distribuiti ed esaminando la possibilità di istituire collegamenti sicuri con Internet. Esso ha altresì considerato il ruolo degli utenti nella sicurezza della tecnologia informatica e l'approccio seguito dalle banche centrali partecipanti nel redigere i propri manuali di sicurezza.

Il Gruppo di esperti sulle questioni relative alla banca dei dati monetari ed economici ha continuato a concentrare la propria attività sui servizi della banca dei dati della BRI, in particolare nell'ottica delle esigenze delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci. Sono state passate in rassegna le iniziative volte a migliorare le procedure di sicurezza dell'informazione, e sono stati esaminati gli sviluppi nel campo delle norme internazionali in materia di scambio di dati. Il Gruppo ha manifestato un notevole interesse per un ampliamento del campo di copertura statistica della banca dei dati mediante convenzioni bilaterali tra la BRI e le banche centrali di paesi esterni al Gruppo dei Dieci.

2. Le funzioni di Agente e di Fiduciario

Durante lo scorso esercizio la Banca ha continuato a svolgere diverse funzioni in qualità di Agente e di Fiduciario connesse a regolamenti finanziari internazionali.

a) Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM) – Agente dell'Istituto monetario europeo (IME)

Dal giugno 1973 alla fine del 1993 la Banca ha svolto le funzioni di Agente del FECOM. Tali funzioni concernevano, 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 dell'UE. Con effetto dal 1° gennaio 1994 il FECOM è stato sciolto e, conformemente al Trattato sull'Unione europea, le sue funzioni sono state assunte dall'IME. Il Consiglio dell'IME e il Consiglio di amministrazione della BRI hanno concordato che la Banca avrebbe continuato ad assolvere, nella veste di Agente dell'IME, su base temporanea e alle stesse condizioni, le funzioni precedentemente espletate come Agente del FECOM. A metà febbraio del 1995 l'IME ha comunicato alla BRI la cessazione dell'Accordo di Agenzia tra BRI e IME con decorrenza dal 15 maggio 1995.

Il volume di ECU emessi dall'IME mediante le operazioni trimestrali di swap con ciascuna delle banche centrali dell'UE firmatarie dell'Accordo del 13 marzo 1979 e con l'Istituto monetario lussemburghese è sceso da ECU 58,0 miliardi al 31 marzo 1994 a ECU 57,8 miliardi al 31 marzo 1995. La leggera contrazione in corso d'anno, intervenuta nonostante un aumento degli apporti di riserve in dollari USA da parte delle banche UE e le contribuzioni all'IME della Banca nazionale austriaca e della Banca di Finlandia, nella misura del 20% delle loro

riserve in oro e in dollari USA al 31 dicembre 1994, è dovuta principalmente alla flessione del prezzo dell'oro in termini di ECU e del rapporto di cambio dollaro USA/ECU.

Per quanto concerne le operazioni finanziarie attive e passive della Comunità ai sensi del Regolamento del Consiglio (CEE) n. 1969/88, che modifica il meccanismo dei prestiti comunitari a sostegno delle bilance dei pagamenti degli Stati membri, durante il periodo sotto rassegna l'Agente ha continuato a ricevere dai mutuatari, ossia Grecia e Italia, e a trasferire ai creditori della Comunità gli importi dovuti per interessi, commissioni e spese sui prestiti in essere. La tabella che segue riporta, alla data del 31 marzo 1995, il totale in essere delle operazioni di prestito della Comunità.

Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1995		
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 1993. Le banche aderenti all'ABE possono ottenere la designazione di banche di compensazione sulla base dei criteri stabiliti da questo organismo. Alla data del 31 marzo 1995, le banche di compensazione erano quarantacinque.

c) Fiduciario per i prestiti governativi internazionali

La Banca ha continuato a svolgere 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, alle funzioni della Banca e alla designazione degli Agenti europei di cambio/pagamento sono riportati nella sessantatreesima Relazione annuale, alle pagine 217–218. L'Amministrazione tedesca del debito federale (Bundesschuldenverwaltung – BSV) ha informato il Fiduciario che la Deutsche Bank Securities Corporation di New York è stata designata nel 1994 come Agente di cambio/pagamento negli Stati Uniti per le nuove obbligazioni di consolidamento.

La Deutsche Bundesbank, in qualità di Agente di pagamento per tutte le obbligazioni smaterializzate delle varie emissioni di Prestiti Dawes e Young, ha notificato alla Banca di aver versato approssimativamente DM 7 milioni ai detentori di obbligazioni alle date di scadenza degli interessi del 3 aprile e 3 ottobre 1994, nonché gli interessi arretrati. I valori di rimborso e i fattori di conversione

ricalcolati per le summenzionate date di scadenza degli interessi sono stati pubblicati dalla 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, precisando che queste valgono anche per le obbligazioni di consolidamento 1990–2010. Gli agenti di cambio/pagamento 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

Come già menzionato lo scorso anno, 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 di 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 \$USA con scadenza a quindici o trenta anni, emesse dal Brasile nel quadro degli accordi di ristrutturazione.

3. Assistenza finanziaria multilaterale alle banche centrali

Nel quadro del programma di sostegno finanziario internazionale predisposto per il Messico agli inizi del 1995, la BRI ha apprestato una facilitazione a breve termine attivabile fino a un ammontare di \$USA 10 miliardi in favore del Banco de México. Questa facilitazione, assistita dalla garanzia di un gruppo di banche centrali partecipanti, è stata resa disponibile il 15 marzo 1995 per la durata di circa tre mesi, con possibilità di rinnovo per un periodo analogo.

4. Operazioni del Dipartimento Bancario

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca, certificati dai Revisori dei conti, sono riportati alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro. 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 F. oro = \$USA 1,941 49...); tutte le altre partite in valuta sono convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.

Alla chiusura dell'esercizio 1994–95, il 31 marzo 1995, il totale di bilancio ammontava a

	F. oro	65 227 521 478
Il 31 marzo 1994 esso era ammontato a	F. oro	64 975 713 443
Vi è stato quindi un incremento di	F. oro	251 808 035

ossia dello 0,4% circa, a fronte di un aumento dell'8% registrato un anno fa e del 25% nell'esercizio 1992/93.

L'apparente stabilità cela invero una contrazione delle risorse in valuta, più che compensata dagli effetti delle variazioni di cambio in termini di franchi oro: queste hanno influito sulle voci di bilancio denominate in valute diverse dal

dollaro USA e si sono concentrate negli ultimi mesi dell'esercizio. Esse hanno comportato in corso d'esercizio un consistente apprezzamento di valute quali il franco svizzero (25%), il marco (21%) e lo yen (17%).

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
1991	45 719	+ 4 428	+ 11
1992	47 961	+ 2 242	+ 5
1993	59 966	+ 12 005	+ 25
1994	64 976	+ 5 010	+ 8
1995	65 227	+ 251	-

Nel Bilancio non sono compresi:

- gli effetti e gli altri titoli tenuti 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 1 575 milioni di franchi oro al 31 marzo 1995, rispetto a 960 milioni al 31 marzo 1994.

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			
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
1995	1 951	61 091	2 185	65 227

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*

Il Fondo di riserva legale resta invariato. Si propone, per contro, di aumentare tutti gli altri Fondi di riserva mediante trasferimenti dall'utile netto dell'esercizio 1994–95, come di seguito indicato.

Le variazioni nelle riserve della Banca sono riportate nel prospetto alla fine della Relazione (al punto I).

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 764 916 157

Questo Fondo era stato portato a 732,2 milioni di franchi oro al 31 marzo 1994; si propone di trasferire un ammontare di 32,7 milioni 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 53 530 055

Si raccomanda di portare questo Fondo da 50,5 milioni di franchi oro a 53,5 milioni mediante trasferimento di 3 milioni dall'utile netto.

4) Fondo di riserva libero F. oro 806 966 872

contro 733,7 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio, con un incremento pari a 73,3 milioni.

Al 31 marzo 1995 il totale delle riserve della Banca si situa pertanto a

F. oro 1 655 483 397

contro 1 546,5 milioni al 31 marzo 1994, facendo registrare un aumento di 109 milioni, trasferito dall'utile netto dell'esercizio 1994-95. Alla fine dell'esercizio precedente le riserve erano state aumentate di 97 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
	1994	1995	
in milioni di franchi oro			
Depositi di banche centrali	59 211	58 012	- 1 199
Depositi di altri depositanti	2 015	3 079	+ 1 064
Totale	61 226	61 091	- 135

Le risorse finanziarie esterne sono leggermente diminuite a seguito di una flessione dei depositi provenienti dalle banche centrali, compensata quasi per intero dai fondi collocati da altri depositanti. L'espansione di quest'ultima posta è dovuta ai nuovi depositi effettuati da diverse organizzazioni internazionali. La quota dei "Depositi di banche centrali" sull'insieme dei fondi ricevuti in prestito è pertanto diminuita: al 31 marzo 1994 essa rappresentava il 96,7% del totale ed

è scesa un anno dopo al 95%. Corrispondentemente, la quota degli altri depositanti è salita dal 3,3 al 5%.

L'esercizio sotto rassegna è stato caratterizzato in particolare da una consistente flessione dei depositi in dollari USA, mentre è aumentata la maggior parte delle risorse in altre valute. Va tuttavia ricordato che l'incidenza delle variazioni di cambio, in termini di franchi oro, sulle valute diverse dal dollaro USA ha contribuito al pronunciato aumento in alcune di queste poste. Sotto il profilo della composizione delle risorse esterne, la quota del dollaro USA resta predominante (61,1%), seguita da quella del marco (22,2%).

BRI: tipologia e scadenza delle risorse finanziarie esterne									
Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valuta			Totale		
	Esercizi chiusi al 31 marzo		Variazione	Esercizi chiusi al 31 marzo		Variazione	Esercizi chiusi al 31 marzo		Variazione
	1994	1995		1994	1995		1994	1995	
in milioni di franchi oro									
A vista	3 927	4 042	+ 115	1 233	1 471	+ 238	5 160	5 513	+ 353
Fino a tre mesi	44	63	+ 19	53 951	54 565	+ 614	53 995	54 628	+ 633
A oltre tre mesi	90	52	- 38	1 981	898	- 1 083	2 071	950	- 1 121
Totale	4 061	4 157	+ 96	57 165	56 934	- 231	61 226	61 091	- 135

Come mostra la tabella precedente, il totale dei depositi in oro è aumentato (2,4%), mentre quello dei depositi in valuta è leggermente diminuito (dello 0,4%). La quota dell'oro sul totale dei fondi ricevuti in prestito si è quindi portata al 6,8% (contro il 6,6% al 31 marzo 1994) e quella delle valute al 93,2% (contro il 93,4%). Considerando le risorse in valuta, si rileva un aumento dei depositi a vista (19,3%) e dei fondi con scadenza fino a tre mesi (1,1%), mentre quelli a più lungo termine sono diminuiti di oltre la metà (54,7%).

In termini di scadenza, i depositi a vista rappresentano il 9% del totale, quelli fino a tre mesi l'89,4% e quelli a oltre tre mesi l'1,6%, contro l'8,4, l'88,2 e il 3,4% rispettivamente al 31 marzo 1994.

a) *Depositi in oro* F. oro 4 156 970 218

contro 4 061 milioni di franchi oro al 31 marzo 1994. Questa posta è aumentata dopo aver registrato flessioni nei due precedenti esercizi.

L'aumento di 96 milioni di franchi oro di queste risorse è dovuto a una crescita dei depositi a vista e con scadenza fino a tre mesi, in parte compensata da un calo nei depositi a oltre tre mesi.

b) *Depositi in valuta* F. oro 56 934 458 058

Il totale di queste risorse ammontava a 57 165 milioni di franchi oro al 31 marzo 1994. La contrazione di 231 milioni è dovuta ai depositi a oltre tre mesi.

c) *Altre passività*

Il totale delle altre passività ammonta a F. oro 2 184 906 680

contro 1 908 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio precedente. Sono comprese in questo ammontare le poste "Sistema previdenziale del personale", "Partite varie" e "Dividendo pagabile il 1° luglio 1995".

a) La posta "Sistema previdenziale del personale"
ammonta a F. oro 271 008 944

contro 200 milioni di franchi oro al 31 marzo 1994. 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 e gran parte dell'aumento è dovuto all'apprezzamento di questa moneta in termini di franchi oro.

b) La posta "Partite varie" ammonta a F. oro 1 860 489 020

contro 1 666 milioni di franchi oro al 31 marzo 1994.

c) La posta "Dividendo pagabile il 1° luglio 1995"
ammonta a F. oro 53 408 716

Questo ammontare corrisponde a un dividendo unitario di 250 franchi svizzeri per azione – contro 240 franchi svizzeri nel 1993 e nel 1994 – che si propone di accantonare dall'utile netto per l'esercizio 1994–95. Nel 1994 era stato attinto dall'utile netto un importo di 41,1 milioni di franchi oro. La differenza di 12,3 milioni di franchi oro è dovuta all'aumento del dividendo unitario pagabile e, in misura più ampia, all'apprezzamento del franco svizzero in termini di franchi oro.

L'utile netto per l'esercizio 1994–95, al lordo dell'ammontare destinato al pagamento del summenzionato dividendo, ammonta a 162,4 milioni di franchi oro, a fronte di 138,1 milioni nell'esercizio precedente. Si propone di ripartire il saldo di 109 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.

Attivo (impiego delle risorse)

La tabella che segue fornisce la composizione delle attività della Banca in base alla loro tipologia.

Dalla tabella si può rilevare una leggera contrazione delle attività in oro e un aumento di quelle in valute.

a) Attività a vista in oro F. oro 4 373 392 132

contro 4 338 milioni di franchi oro al 31 marzo 1994. L'aumento di 35 milioni di questa posta è dovuto alla flessione dei collocamenti sul mercato (si veda il punto d)).

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F. oro 9 758 370

Al 31 marzo 1994 questa posta ammontava a 12 milioni di franchi oro.

c) Buoni del Tesoro F. oro 5 520 274 016

contro 3 511 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.

BRI: evoluzione degli impieghi e di altre attività, per tipologia						
Tipologia	Esercizi chiusi al 31 marzo				Variazione	
	1994		1995			
in milioni di franchi oro						
Attività a vista						
Oro	4 338		4 373		+ 35	
Valute	12	4 350	10	4 383	- 2	+ 33
Buoni del Tesoro		3 511		5 520		+ 2 009
Depositi vincolati e anticipazioni						
Oro	580		542		- 38	
Valute	41 370	41 950	42 479	43 021	+ 1 109	+ 1 071
Titoli di Stato e altri titoli		15 088		12 284		- 2 804
Partite varie		77		19		- 58
Totale						
Oro	4 918		4 915		- 3	
Valute	60 058	64 976	60 312	65 227	+ 254	+ 251

d) *Depositi vincolati e anticipazioni* F. oro 43 020 540 883

Al 31 marzo 1994 l'ammontare di questa posta, che comprende transazioni in oro e valute, era salito a 41 950 milioni di franchi oro, con un incremento di 1 071 milioni.

- Collocamenti in oro F. oro 541 851 346
contro 580 milioni di franchi oro al 31 marzo 1994.

- Collocamenti in valute F. oro 42 478 689 537
contro 41 370 milioni di franchi oro al 31 marzo 1994.

e) *Titoli di Stato e altri titoli* F. oro 12 284 320 336

Il valore di questo portafoglio, che ammontava a 15 088 milioni di franchi oro al 31 marzo 1994, è variato in misura rilevante nel corso dell'esercizio. Esso è costituito principalmente da titoli del Tesoro acquistati su vari mercati.

Va notato che, parallelamente all'evoluzione delle risorse, le disponibilità in dollari USA hanno registrato una notevole contrazione, pur continuando a rappresentare la componente più importante delle attività della Banca. Questi impieghi sono seguiti da quelli effettuati in marchi e, per importi nettamente inferiori, in yen, dollari canadesi, ECU, sterline e franchi svizzeri.

Le attività in oro sono diminuite di 3 milioni di franchi oro, mentre le passività si sono accresciute di 96 milioni. La differenza di 99 milioni di franchi oro è dovuta a una flessione 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 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
	1994	1995	
	in milioni di franchi oro		
Fino a tre mesi	43 704	42 357	- 1 347
A oltre tre mesi	13 334	12 948	- 386
Totale	57 038	55 305	- 1 733

Il totale degli impieghi a termine è diminuito di 1 733 milioni, ossia del 3%.

In termini di quote, i depositi fino a tre mesi rappresentano il 76,6% del totale degli impieghi e quelli a oltre tre mesi il 23,4%. Sotto questo profilo, la distribuzione degli impieghi è rimasta invariata rispetto a quella registrata alla fine del precedente esercizio.

f) *Partite varie* F. oro 19 235 741

Questa voce ammontava a 76,6 milioni di franchi oro al 31 marzo 1994.

Operazioni a termine in oro

Queste operazioni, che sono indicate nella nota 2 in calce al Bilancio, registrano un saldo negativo di F. oro 96 391 648

Vi è stato un netto calo di queste transazioni. Alla fine dell'esercizio precedente esse presentavano un saldo negativo di 195 milioni di franchi oro.

5. Utile netto e sua ripartizione

I conti relativi al sessantacinquesimo esercizio, chiuso il 31 marzo 1995, presentano un risultato netto di gestione di 170 539 274 franchi oro, a fronte di 145 227 801 franchi oro per l'esercizio precedente. Questa espansione riflette essenzialmente il più elevato totale di bilancio durante gran parte dell'esercizio sotto rassegna. Inoltre, il rialzo dei tassi d'interesse sulle principali valute nel 1994-95 si è tradotto in accresciuti proventi da interessi sui fondi propri della Banca detenuti in valute, nonché in un ampliamento dei margini sulle risorse finanziarie intermedie.

Il risultato del presente esercizio è al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 58 739 784 franchi oro, con un aumento del 16,4% rispetto all'importo di 50 450 402 franchi oro dell'esercizio precedente. Tale incremento sarebbe stato molto minore senza l'effetto delle variazioni di cambio e, in particolare, senza il considerevole apprezzamento del franco svizzero rispetto al franco oro nel corso 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 3%.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 3 389 388 franchi oro all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e 4 741 170 franchi oro all'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 investimenti in progetti tecnici. Dedotti

questi trasferimenti, l'utile netto ammonta a 162 408 716 franchi oro, contro 138 085 797 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 162 408 716 franchi oro nel modo seguente:

- 1) un importo di 53 408 716 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 250 franchi svizzeri per azione;
- 2) un importo di 32 700 000 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 73 300 000 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 1995 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1995.

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 1995 e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La certificazione dei Revisori Price Waterhouse è riportata in calce al Bilancio.

6. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione

Lamberto Dini si è dimesso dalla carica di Consigliere il 31 maggio 1994 e pertanto da quella di Vice Presidente del Consiglio di amministrazione. Nella seduta del 12 luglio 1994, il Consiglio ha eletto Vice Presidente del Consiglio di amministrazione della Banca per un periodo di tre anni Carlo Azeglio Ciampi, designato da Antonio Fazio alla carica di membro del Consiglio con decorrenza dal 1° luglio 1994.

Nella seduta del 12 luglio 1994, il Consiglio ha preso atto con soddisfazione dell'intenzione del Sistema della Riserva federale degli Stati Uniti di occupare i due seggi nel Consiglio di amministrazione spettanti alla banca centrale statunitense dal 1930. Il 13 settembre 1994 è stata convocata un'Assemblea generale straordinaria al fine di approvare una leggera modifica dello Statuto della Banca necessaria per tener conto dell'evoluzione intervenuta nel frattempo nella struttura del Sistema della Riserva federale. Alan Greenspan, Presidente del Consiglio dei Governatori del Sistema della Riserva federale, è diventato membro di diritto del Consiglio della BRI il 13 settembre 1994 e ha nominato William J. McDonough, Presidente della Banca della Riserva federale di New York, alla carica di membro del Consiglio per un periodo di tre anni con decorrenza dal

13 settembre 1994. È stato inoltre deciso di eleggere Gordon G. Thiessen, Governatore della Banca del Canada, e Yasushi Mieno, Governatore della Banca del Giappone, alla carica di Consiglieri dal 13 settembre 1994 per la durata di un triennio. Nella seduta del Consiglio del 13 marzo 1995, Markus Lusser, Presidente della Direzione Generale della Banca Nazionale Svizzera, è stato riconfermato nella carica di Consigliere per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 31 marzo 1998.

Bernard Clappier, il cui mandato è giunto a scadenza il 27 novembre 1994, ha cessato di far parte del Consiglio. Jean-Claude Trichet, Governatore della Banca di Francia, ha designato quale suo successore Hervé Hannoun per un periodo di tre anni con decorrenza dal 28 novembre 1994.

Nella seduta del 12 dicembre 1994, il Consiglio ha eletto Yasuo Matsushita, con decorrenza dal 17 dicembre 1994, alla carica di Consigliere lasciata vacante da Yasushi Mieno in seguito alla cessazione delle sue funzioni di Governatore della Banca del Giappone.

Nel luglio 1994 Edward A. J. George, Governatore della Banca d'Inghilterra, ha designato T. R. Smeeton a esercitare le funzioni di suo Sostituto in assenza di Alastair Clark e nel novembre 1994 ha designato Ian Plenderleith quale suo Sostituto in luogo di Alastair Clark. Nel settembre 1994 Hans Tietmeyer, Presidente della Deutsche Bundesbank, ha designato Bernd Goos quale suo Sostituto in assenza di Helmut Schieber. Alan Greenspan ha designato Alan S. Blinder a esercitare le funzioni di suo Sostituto ed Edwin M. Truman quale suo Sostituto in assenza di Alan S. Blinder. Nel dicembre 1994 Jean-Claude Trichet ha designato come suo Sostituto André Robert e, in assenza di quest'ultimo, Armand Pujal.

Per quanto concerne la Direzione della Banca, Giampietro Morelli ha lasciato la carica di Segretario Generale alla fine dell'agosto 1994. Gunter D. Baer gli è succeduto in tale carica. Malcom Gill è stato nominato Capo del Dipartimento Bancario con decorrenza dal 1° aprile 1995. Horst Bockelmann ha lasciato la Banca alla fine dell'aprile 1995 e William R. White gli è succeduto nella carica di Consigliere Economico e Capo del Dipartimento Monetario ed Economico. André Icard è stato nominato Direttore con decorrenza dall'agosto 1995. Jean Vallet, Vice Segretario Generale e Direttore Supplente ha lasciato la Banca nel gennaio 1995. Günter Pleines è stato promosso al grado di Direttore Supplente nell'aprile 1995 e Zenta Nakajima è stato nominato Direttore Supplente con decorrenza dal giugno 1995.

La Banca ha appreso con profondo cordoglio la notizia della scomparsa di Per Åsbrink, il 17 giugno 1994 e Walter Schwegler, il 17 novembre 1994. Entrambi erano stati membri del Consiglio, Per Åsbrink in qualità di Governatore della Banca di Svezia dal dicembre 1955 all'ottobre 1973 e Walter Schwegler come Presidente della Direzione Generale della Banca Nazionale Svizzera dal giugno 1956 all'agosto 1966. La Banca ha parimenti appreso con grande cordoglio la notizia della scomparsa, il 7 luglio 1994, di Henri Guisan, che aveva ricoperto la carica di Consigliere Giuridico dal 1955 fino al suo collocamento a riposo nel 1974, e di Alberto Ferrari, Segretario Generale della Banca dal 1951 al 1961, deceduto il 12 settembre 1994.

Conclusioni

Semmai vi fossero stati ancora dubbi quanto alla portata e all'intensità dell'influsso esercitato dai mercati finanziari internazionali, gli accadimenti dello scorso anno dovrebbero averli dissipati. Le ampie variazioni dei prezzi sui mercati obbligazionari e valutari dei paesi industriali, la crisi messicana e talune clamorose perdite di negoziazione hanno avuto riverberazioni avvertite sui mercati dei capitali in tutto il mondo. Alla base di questi sviluppi vi è stata una più acuta sensibilità dei mercati nei confronti delle grandezze economiche fondamentali, con la correlativa esigenza di discriminare fra i diversi mutuatari sulla scorta di tali fattori di più lungo periodo. Tutto questo è bene, a condizione ovviamente che le valutazioni dei mercati siano esse stesse fondate. Purtroppo, sebbene in genere così accada, gli eventi del recente passato dimostrano che ciò non vale necessariamente in tutti i casi.

Nel 1994 i tassi d'interesse a lungo termine erano saliti anche perché i mercati avevano correttamente previsto che l'attività economica nei paesi industriali avrebbe continuato a rafforzarsi. Più di recente essi sono ridiscesi allorché gli indicatori economici hanno cominciato a indebolirsi. Analogamente, la variazione dei tassi di cambio va vista almeno in parte come una risposta all'accumulo di attività e passività esterne rispettivamente in Giappone e negli Stati Uniti. Il Messico è venuto a trovarsi in difficoltà a causa del crescente indebitamento verso l'estero, associato a una perdita di competitività internazionale. Infine, il mercato ha prudentemente richiesto un più elevato premio di rischio sui prestiti concessi ai mutuatari privati e sovrani giudicati meno affidabili.

D'altra parte, gli sviluppi osservati nel periodo sotto rassegna indicano altresì che i mercati reagiscono talvolta con eccessiva lentezza alla dinamica delle grandezze economiche fondamentali, salvo poi operare un brusco aggiustamento, con tutti i pericoli che ciò comporta. La rapida ascesa dei rendimenti obbligazionari nel 1994 ha fatto seguito a un anno in cui i tassi reali (ex post) erano scesi a livelli eccezionalmente bassi, specie in Europa. La velocità e la collocazione temporale delle variazioni nei cambi bilaterali del dollaro USA con lo yen e il marco tedesco nei primi mesi di quest'anno sono parimenti difficili da spiegare. Nel caso del Messico, il mercato ha per lungo tempo prestato scarsa attenzione al deteriorarsi dei conti con l'estero, per poi dare il via a un brusco disimpegno che ha avuto conseguenze non soltanto per il paese in questione, ma anche per molte altre economie in via di sviluppo. Il fatto che siano trascorse parecchie settimane prima che gli altri mercati abbiano ritrovato la calma, e prima che il peso e i corsi dei titoli messicani si siano in certa misura ripresi dai livelli minimi, è una riprova di come i mercati finanziari possano impiegare tempo per convergere su valori appropriati.

Il potere esercitato dai mercati finanziari, comunque lo si giudichi, ben difficilmente diminuirà. Anzi, tutto sembra indicare che il loro influsso è destinato a rafforzarsi, considerato che il progresso tecnologico consente di ampliare viepiù le opportunità di negoziazione moltiplicando gli strumenti disponibili, le sedi di contrattazione e la gamma degli operatori. Va poi aggiunto che mercati siffatti non potranno essere agevolmente regolamentati, data la facilità con cui essi sono in grado di spostarsi da una giurisdizione all'altra e dato il diffuso timore che una regolamentazione più vincolante possa senz'altro comportare più costi che benefici. In termini concreti, il vero compito che si pone ai responsabili delle politiche è di fare uso dell'influenza di cui dispongono per massimizzare il potere disciplinatorio dei mercati, minimizzando nel contempo i loro eccessi. A questo riguardo vi sono taluni insegnamenti da ritenere per quanto concerne la conduzione della politica macroeconomica, il contenimento dei rischi sistemici in un mercato finanziario globalizzato e il rafforzamento della cooperazione finanziaria internazionale.

La conduzione della politica macroeconomica

I recenti sviluppi indicano che i mercati finiscono con il reagire alle grandezze economiche fondamentali influenti sul rischio e sul saggio di redditività, ma che possono farlo in modo drastico e doloroso. Meglio sarebbe se fossero gli stessi responsabili delle politiche a riconoscere quali aggiustamenti sono inevitabili e a porvi mano in via preventiva. Sebbene la preminenza di recente attribuita dalle autorità agli obiettivi di medio periodo – riduzione dell'inflazione e contenimento dei disavanzi pubblici – sia stata recepita con favore, il mercato chiaramente avverte l'esigenza di un'azione ancora più efficace e tempestiva. Appare soprattutto necessaria una più attenta considerazione per l'accumularsi di squilibri in termini di stock, fra i quali il più importante è il debito pubblico, con il connesso servizio. Allorché il livello di indebitamento è elevato, un aumento dei tassi d'interesse può aggravare fortemente l'onere del servizio, mettendo a repentaglio la credibilità anche delle più rigorose politiche monetarie. A un certo punto, i timori di una monetizzazione del debito possono condurre a una spirale di più alti premi di rischio, maggiori costi per il servizio del debito, ulteriori aumenti del premio di rischio e crescenti vincoli persino sulle categorie di spesa pubblica necessarie. È evidente che sarebbe preferibile affrontare i problemi di accumulazione del debito prima che si determinino siffatte situazioni estreme.

Così come una sana politica monetaria può essere minata da eccessivi disavanzi pubblici, gli effetti stabilizzanti di una sana situazione di bilancio possono essere pregiudicati da un insufficiente risparmio privato. L'esperienza del Messico dimostra che i deficit dei pagamenti correnti possono condurre a gravi difficoltà anche quando essi hanno origine nel settore privato; ciò è tanto più probabile ove il disavanzo esterno sia collegato a livelli di consumo relativamente alti, piuttosto che agli investimenti. Essa illustra altresì come la deregolamentazione del sistema finanziario interno, congiunta a una maggiore fiducia a livello nazionale e internazionale generata da efficaci riforme, possa contribuire a un tale

esito incoraggiando gli afflussi di capitali e una rapida espansione del credito al consumo. A differenza del Messico e di vari altri paesi latino-americani, il Cile e la maggioranza delle economie emergenti del Sud-Est asiatico non hanno dovuto affrontare, almeno negli ultimi anni, problemi di natura analoga, soprattutto perché hanno saputo mantenere – per propensione naturale o in virtù di incentivi ufficiali – un elevato saggio di risparmio interno che ha pressoché bilanciato l'alto livello degli investimenti.

Anche le variazioni subite durante gli ultimi sedici mesi dal tasso di cambio bilaterale fra gli Stati Uniti e il Giappone paiono rispecchiare l'accumulo rispettivamente di passività e di attività sull'estero. La ragione fondamentale di tali spostamenti del rapporto di cambio non risiede nella situazione delle finanze pubbliche in quanto tale – sebbene il disavanzo di bilancio statunitense rimanga eccessivo – ma piuttosto nel fatto che il saggio complessivo di risparmio nazionale è molto elevato (in base ai parametri dei paesi industriali) in Giappone e molto basso negli Stati Uniti. Nel primo caso, sembrerebbe essenziale attuare una deregolamentazione che incoraggi la spesa, specie quella per investimenti in abitazioni e infrastrutture che apporterebbero benefici duraturi. Negli Stati Uniti, parrebbe appropriata un'ulteriore restrizione di bilancio, così come la riconsiderazione di altri aspetti della politica governativa che influiscono sul risparmio privato. Un riorientamento delle politiche interne contribuirebbe a evitare che siano le pressioni generate dal mercato a risolvere gli squilibri mediante il solo strumento alquanto grezzo delle variazioni di cambio. La presenza di ampi e persistenti disavanzi di bilancio, combinata a un accumulo di debito, ha parimenti depresso il tasso di cambio di vari paesi europei. Un'eccezione notevole al riguardo è stata la Germania, che ha adottato importanti misure correttive, e così facendo ha probabilmente contribuito alla forza del marco.

Dai recenti sviluppi è altresì possibile trarre insegnamenti in merito alla trasparenza e alla credibilità delle politiche monetarie. Se si vuole che i mercati giudichino fondatamente la congruità dell'azione monetaria, senza che si abbiano sorprese e brusche reazioni, è necessario che essi dispongano di informazioni adeguate non soltanto sull'andamento corrente, ma anche circa le finalità ultime, gli obiettivi intermedi e gli strumenti della politica monetaria. Se associata a un quadro decisionale che dia all'autorità monetaria i poteri di perseguire gli obiettivi dichiarati, tale trasparenza può essere di grande ausilio ai fini della stabilità e della credibilità. Una trasparenza così intesa consente inoltre al mercato di valutare con maggiore precisione il corso degli eventi, e ciò a sua volta migliora la qualità dei segnali del mercato (come il tasso d'inflazione atteso incorporato nei rendimenti obbligazionari) che possono essere utili nell'elaborazione della politica monetaria. In molti paesi industriali e in un numero crescente di economie emergenti le autorità monetarie hanno reso più esplicito il proprio quadro operativo, spiegando fra l'altro le ragioni alla base delle modifiche dei tassi d'interesse ufficiali e dell'impiego di altri strumenti. Quanto maggiore sarà il numero dei paesi che si muovono in questa direzione, tanto più la forza dell'esempio convincerà gli altri a seguirli. E anche questo non può che essere visto con favore.

Beninteso, tali iniziative non possono evidentemente surrogare la credibilità derivante da un appropriato indirizzo di politica fiscale e da un passato di

comprovati successi nella lotta all'inflazione. Allorché, nel 1994, i tassi a lungo termine sono saliti in previsione di una più rapida ripresa economica mondiale, l'evoluzione dei differenziali di rendimento fra i vari paesi ha messo in chiaro risalto l'importanza che il mercato annette a questi fattori. I paesi industriali in cui si sono registrati i più forti aumenti dei tassi d'interesse erano anche quelli con precedenti storici mediocri sotto entrambi gli aspetti. Inoltre, molti di essi erano alle prese con incertezze politiche che verosimilmente avrebbero reso difficile l'attuazione degli aggiustamenti necessari. Anche le economie emergenti che possono vantare solo un passato assai recente di politiche orientate alla liberalizzazione e alla stabilità sono particolarmente vulnerabili a tale riguardo. Per alcuni anni a venire i mercati potrebbero non essere disposti a concedere loro ampi margini di manovra, e di ciò sarà opportuno che tengano conto i responsabili delle politiche.

Gli accadimenti recenti sollevano altresì talune questioni riguardanti la gestione dei movimenti del tasso di cambio. In particolare, la rapidità e l'ampiezza delle variazioni dei cambi fra dollaro USA, yen e marco tedesco hanno suscitato appelli per un aggiustamento coordinato dei tassi d'interesse al fine di contribuire a stabilizzare il mercato. L'apporto che può provenire da un'eventuale azione in tal senso non va sopravvalutato, visto che i differenziali di tasso d'interesse a breve durante il 1993 e il 1994 si sono mossi costantemente in favore del dollaro, senza che ciò abbia prodotto effetti percettibili. Ma quel che più conta, non si dovrebbe dare corso a siffatte proposte ove ciò andasse a scapito di una chiara preminenza dell'obiettivo di stabilità dei prezzi interni. Ovviamente, nella misura in cui il tasso di cambio rappresenta una variabile che influisce in modo rilevante sulla dinamica dell'inflazione, il suo livello dovrebbe costituire uno degli indicatori considerati dai responsabili delle politiche nel valutare l'opportunità di una modifica dei tassi d'interesse al fine di assicurare la stabilità dei prezzi interni.

Il riconoscimento del ruolo del tasso di cambio come parte integrante del quadro monetario interno potrebbe altresì contribuire ad accrescere l'efficacia degli interventi valutari. È ormai opinione ampiamente condivisa che gli interventi non agiscono soltanto modificando l'offerta relativa di attività denominate in diverse valute. La loro efficacia dipende ancor più dai segnali che essi inviano circa la determinazione delle autorità a prendere altri provvedimenti per influenzare il valore della propria moneta. L'accettazione di questa funzione segnaletica implicherebbe che l'atteggiamento delle istanze cui compete la responsabilità per altri strumenti di politica economica abbia anch'esso un ruolo nel determinare l'efficacia degli interventi, e che questi potrebbero avere maggiore successo qualora fossero effettuati con parsimonia e nel contesto di politiche macroeconomiche chiaramente articolate.

Le tensioni sui tassi di cambio ovviamente non si sono limitate ai rapporti fra le valute maggiori, e le ricorrenti pressioni in seno agli AEC hanno dato origine a reazioni differenziate. Alcuni paesi hanno accettato un deprezzamento della propria valuta, mentre altri si sono opposti con successo alle pressioni del mercato mediante un'oculata combinazione di interventi e modifiche dei tassi d'interesse a breve. Nel secondo caso il tempo dovrebbe giocare a favore della stabilità, posto che vi sia il sostegno delle politiche macroeconomiche sottostanti.

Una perseverante ed efficace difesa del valore esterno della moneta dovrebbe consolidare la credibilità e dissuadere gli speculatori. Ma il tempo può altresì consentire che si amplino i divari nelle strutture basilari di costo dei paesi legati fra di loro da un tasso di cambio fisso. La stabilità dei cambi nel medio periodo sarà favorita nella misura in cui i mercati interni del lavoro potranno essere resi più flessibili. L'adozione di più risolutive politiche volte a migliorare l'efficienza dei mercati del lavoro sarebbe parimenti di ausilio nell'affrontare il problema cruciale dell'alta disoccupazione in Europa, che continua a essere fonte di gravi preoccupazioni sul piano economico e sociale.

Gli andamenti dei tassi di cambio hanno avuto grande rilevanza anche per diverse economie emergenti. L'insegnamento forse più importante che si può trarre dall'esperienza di vari paesi dell'America latina è che l'impiego del cambio nominale come caposaldo per promuovere il rientro dall'inflazione offre certi vantaggi, ma presenta anche limiti e pericoli. Il risultante apprezzamento del tasso di cambio reale può far sì che l'ancoraggio nominale diventi insostenibile ove non sia adeguatamente sorretto da altre misure di politica economica interna. Questo pericolo diventa ancora più acuto quando gli afflussi di capitali sono a breve termine, essenzialmente speculativi e facilmente reversibili. Tali considerazioni implicano che le economie emergenti dovrebbero forse essere più caute nell'incorrere in disavanzi esterni e procedere con maggiore prudenza nella rimozione dei controlli sugli afflussi di fondi esteri a breve. Vale la pena di rilevare che nella maggior parte dei paesi del Sud-Est asiatico, dove la deregolamentazione è stata più graduale e dove si è fatto maggiore affidamento sugli investimenti diretti esteri, i risultati sono stati più soddisfacenti che in vari paesi latino-americani. Evidentemente, ciò è anche dovuto alle differenze più fondamentali di cui si è parlato dianzi.

Il contenimento dei rischi nei mercati finanziari

Date le dimensioni, la complessità e l'interdipendenza che caratterizzano mondialmente i mercati dei capitali, non sorprende che sia stato da più parti espresso il timore che accadimenti essenzialmente locali possano oggi avere ripercussioni destabilizzanti per l'intero sistema finanziario internazionale. Una forte volatilità nei movimenti dei prezzi, il fallimento di un grande istituto, l'illiquidità in un importante mercato o l'insorgenza di problemi nel quadro giuridico o nei sistemi di pagamento su cui si reggono i mercati, sono tutti potenziali fattori di perturbazione sistemica. Sebbene gli shock finanziari che hanno contraddistinto il periodo sotto rassegna non abbiano avuto conseguenze di più vasta portata, essi hanno comunque contribuito a individuare la fonte di tali problemi e a indicare la via per un'azione preventiva.

In molti mercati finanziari la volatilità dei prezzi è fortemente aumentata agli inizi del 1994 e per qualche tempo è rimasta su valori eccezionalmente elevati, specie in Europa. Uno dei pericoli insiti nelle ampie variazioni di prezzo è che esse possono innescare movimenti ancora maggiori attraverso gli ordini "stop-loss" e le strategie di copertura dinamica. In mercati instabili già tendenti verso una direzione, la liquidità di mercato apportata dagli operatori primari può esaurirsi, quanto meno temporaneamente, di fronte a tali vendite di copertura.

Vi sono indizi che ciò possa aver concorso alla rapida caduta dei corsi obbligazionari in Europa nella primavera del 1994, nonché alle ampie, e talvolta disordinate, variazioni dei tassi di cambio nel primo scorcio di quest'anno. Episodi di questo tipo possono avere come conseguenza un indebolimento della capacità di market-making, il che a sua volta potrebbe, con il tempo, intaccare la resilienza dei mercati. Un'ulteriore preoccupazione collegata ai fenomeni di forte variabilità dei prezzi è che le strategie di gestione del rischio basate sulla presunta stabilità delle covarianze dei prezzi potrebbero sottostimare la misura in cui i prezzi in diversi mercati si muovono assieme nei periodi di forte tensione, lasciando così gli operatori con un'esposizione maggiore di quella che essi intendevano assumere. Le soluzioni che si offrono hanno una componente macroeconomica e una componente microeconomica. A livello macroeconomico, il perseguimento di politiche credibili incentrate sul medio periodo concorrerebbe a stabilizzare le aspettative del mercato e potrebbe ridurre la probabilità di forti movimenti dei prezzi. A livello microeconomico, è necessario che le istituzioni considerino con maggiore attenzione la propria capacità di far fronte a variazioni di prezzo di ampiezza eccezionale, e potenzialmente correlate, in differenti mercati.

Il dissesto della Baring Brothers e la rivelazione di altre cospicue perdite di negoziazione hanno ridestato vecchie questioni e ne hanno fatto emergere di nuove. Questi eventi hanno ribadito l'importanza di adeguate procedure interne di controllo e di gestione del rischio. Essi hanno parimenti suscitato interrogativi a riguardo delle formule di remunerazione dei traders e dei gestori di fondi, le quali spesso ricompensano generosamente e subito abili assuntori di rischio, ma lasciano all'istituzione l'onere di assorbire le eventuali perdite. Sebbene siano necessari incentivi per generare profitti, questi sono di qualità dubbia allorché sono perseguiti mettendo a repentaglio la sopravvivenza dell'istituzione, specie nel caso di imprese integrate in un gruppo finanziario. Le perdite hanno ulteriormente evidenziato l'esigenza che le autorità di vigilanza si assicurino dell'adeguatezza del patrimonio in rapporto all'esposizione al rischio di mercato che le istituzioni assumono nella loro attività di negoziazione. A tal fine, le iniziative annunciate nell'aprile di quest'anno dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, dopo un periodo di consultazione, dovrebbero rivelarsi di grande utilità.

Con l'ulteriore sviluppo dei mercati e la comparsa di strumenti sempre più complessi, la disciplina di mercato assumerà un'importanza crescente come complemento di quella esercitata dagli organi di vigilanza. Consapevoli del fatto che la disciplina di mercato deve basarsi su informazioni adeguate, di recente le autorità hanno incoraggiato le istituzioni a rendere palesi sia la misura in cui sono disposte ad assumere rischi sia l'efficacia della loro gestione delle esposizioni. Se la disponibilità di alcune istituzioni a rivelare tali informazioni verrà letta dal mercato come un segno di forza, la prima manifestazione di disciplina di mercato sarà che altre dovranno necessariamente imitarle. E se, di conseguenza, le istituzioni prive di adeguati sistemi di misurazione del rischio saranno costrette a dotarsi di tali strumenti, anche questo sarà un passo avanti.

Infine, alcuni dei recenti sviluppi hanno posto in rilievo come sia necessario migliorare a livello mondiale la comunicazione fra le banche centrali e le altre

autorità di vigilanza, e come sia desiderabile evitare vuoti e disparità di condizioni nel quadro regolamentativo. Con l'intensificarsi della concorrenza mondiale nell'offerta di servizi finanziari e con l'ulteriore evolversi della struttura dei mercati dei capitali sarà essenziale che l'apparato di vigilanza prudenziale venga opportunamente adattato, così da tenere conto di questi sviluppi. Particolare rilevanza assume a questo riguardo la crescente convergenza nella sfera operativa delle banche, degli intermediari mobiliari e delle società di assicurazione.

Il rafforzamento della cooperazione finanziaria internazionale

La crescente integrazione mondiale a tutti i livelli dell'attività economica implica più che mai la necessità che i responsabili delle politiche procedano a regolari scambi di vedute e cerchino di pervenire, ove possibile, a un consenso sulle questioni che investono il bene comune dei loro paesi. Tale cooperazione si realizza essenzialmente attraverso intese fra rappresentanti dei vari paesi sulle azioni che occorre intraprendere, facendo affidamento sulla forza morale di tali accordi per incoraggiare a livello nazionale le necessarie modifiche delle politiche, della legislazione e del quadro regolamentativo. Sebbene questo approccio cooperativo appaia talvolta lento e laborioso, l'esperienza ha mostrato che esso può raggiungere lo scopo, e che i benefici ripagano gli sforzi.

Il dialogo fra i responsabili delle politiche sulle questioni macroeconomiche è desiderabile anche nei casi in cui l'azione monetaria è mirata unicamente a obiettivi interni. Dato l'alto grado di integrazione dei mercati finanziari, la manovra della politica monetaria interna può influenzare i tassi di cambio, che a loro volta possono avere un impatto sul livello dei prezzi in altri paesi. Il fatto che i mercati valutari reagiscano talora a dismisura, oppure non reagiscano affatto, al variare delle grandezze fondamentali dovrebbe parimenti essere oggetto di preoccupata attenzione sul piano internazionale, e indurre a domandarsi quali modifiche delle politiche fiscali e strutturali sottostanti potrebbero contribuire ad alleviare le potenziali tensioni sul cambio. Infine, considerata la possibilità di occasionali disfunzioni del mercato, la definizione di taluni "livelli di guardia" concordati internazionalmente, riferiti all'accumulazione di debito e ad altre variabili macroeconomiche potrebbe rivelarsi utile allo scopo di evitare fin dall'inizio che i paesi incorrano in situazioni potenzialmente insostenibili.

Gli sviluppi recenti hanno mostrato come sia necessario che tutte le parti in causa, tanto nelle economie mature quanto in quelle emergenti, operino assieme per rafforzare la resilienza dei mercati finanziari internazionali. Sebbene le banche centrali non possano di per sé assicurare che ciò avvenga, in molti paesi esse sono strettamente coinvolte nel monitoraggio e nell'analisi dell'evoluzione del mercato e si basano in misura crescente sull'impiego di strumenti di mercato per porre in atto le proprie politiche. Le iniziative volte a realizzare sul piano internazionale la parità di condizioni concorrenziali fra le istituzioni dei diversi paesi e ad armonizzare le interfacce fra i sistemi di pagamento nazionali comporranno parimenti un'interazione in aree di tradizionale interesse per le banche

centrali. Tale coinvolgimento implica che la comunità delle banche centrali ha buoni titoli per fornire un contributo costante nell'assicurare che anche in futuro i mercati finanziari e le relative infrastrutture funzionino in modi consoni alla stabilità monetaria e sistemica internazionale. Questa fu, giova qui ricordarlo, una delle considerazioni presenti alla mente di coloro che stilano il mandato di questa istituzione, sessantacinque anni or sono.

Basilea, 24 maggio 1995

ANDREW CROCKETT
Direttore Generale

Bilancio e Conto profitti e perdite

al 31 marzo 1995

Bilancio al 31 marzo 1995

(in franchi oro – si veda la nota 1)

Attivo

Oro		4 373 392 132
Cassa in contanti e conti a vista presso banche		9 758 370
Buoni del Tesoro		5 520 274 016
Depositi vincolati e anticipazioni		
In oro		
Fino a 3 mesi	282 781 538	
Ad oltre 3 mesi	259 069 808	
In valute		
Fino a 3 mesi	36 127 056 275	
Ad oltre 3 mesi	<u>6 351 633 262</u>	
		43 020 540 883
Titoli di Stato e altri titoli		
Fino a 3 mesi	5 947 524 799	
Ad oltre 3 mesi	<u>6 336 795 537</u>	
		12 284 320 336
Partite varie		19 235 740
Terreno, immobili ed arredi		<u>1</u>
		<u>65 227 521 478</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 1995 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 96 391 648 franchi oro.

		Prima della ripartizione dell'utile netto dell'esercizio	Dopo la ripartizione dell'utile netto dell'esercizio
Passivo			
Capitale			
Autorizzato: 600 000 azioni di 2 500 franchi oro			
ciascuna	1 500 000 000		
Emesso: 473 125 azioni	1 182 812 500		
Liberato per il 25%		295 703 125	295 703 125
Riserve			
Fondo di riserva legale	30 070 313		30 070 313
Fondo di riserva generale	732 216 157		764 916 157
Fondo speciale di riserva per i dividendi	50 530 055		53 530 055
Fondo di riserva libero	733 666 872		806 966 872
		1 546 483 397	1 655 483 397
Depositi (in oro)			
Banche centrali			
A vista	4 042 312 303		
Fino a 3 mesi	63 254 613		
Ad oltre 3 mesi	51 403 302		
		4 156 970 218	4 156 970 218
Depositi (in valute)			
Banche centrali			
A vista	1 401 930 963		
Fino a 3 mesi	51 969 341 951		
Ad oltre 3 mesi	484 017 087		
Altri depositanti			
A vista	69 270 690		
Fino a 3 mesi	2 595 772 768		
Ad oltre 3 mesi	414 124 599		
		56 934 458 058	56 934 458 058
Sistema previdenziale del personale		271 008 944	271 008 944
Partite varie		1 860 489 020	1 860 489 020
Conto profitti e perdite		162 408 716	—
Dividendo pagabile il 1° luglio 1995		—	53 408 716
		65 227 521 478	65 227 521 478

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 1995, 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, 27 aprile 1995

PRICE WATERHOUSE

Conto Profitti e perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1995
(in franchi oro)

Interessi netti e altri proventi di gestione		229 279 058
meno: Spese di amministrazione		
Consiglio di amministrazione	1 167 611	
Direzione e personale	40 207 740	
Funzionamento degli uffici e altre spese	<u>17 364 433</u>	<u>58 739 784</u>
Risultato netto di gestione		170 539 274
meno: Importi devoluti all'		
Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione	3 389 388	
Accantonamento per la modernizzazione degli stabili ed il rinnovamento delle attrezzature	<u>4 741 170</u>	<u>8 130 558</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1995		162 408 716
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: 250 franchi svizzeri per azione su 473 125 azioni ...		<u>53 408 716</u>
		109 000 000
Trasferimento al Fondo di riserva generale		<u>32 700 000</u>
		76 300 000
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi		<u>3 000 000</u>
		73 300 000
Trasferimento al Fondo di riserva libero		<u>73 300 000</u>
		<u> </u>
		<u> </u>

Variazioni delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1995
(in franchi oro)

I. Evoluzione dei Fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1994/95

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero
Consistenza al 1° aprile 1994, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1993/94	30 070 313	732 216 157	50 530 055	733 666 872
più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1994/95	—	32 700 000	3 000 000	73 300 000
Consistenza al 31 marzo 1995, come da Bilancio	30 070 313	764 916 157	53 530 055	806 966 872

II. Il Capitale versato e i Fondi di riserva al 31 marzo 1995 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:

	Capitale versato	Riserve	Totale
Attività nette in			
Oro	295 703 125	366 178 487	661 881 612
Valute	—	1 289 304 910	1 289 304 910
	295 703 125	1 655 483 397	1 951 186 522

Consiglio di amministrazione

W.F. Duisenberg, Amsterdam
Presidente del Consiglio di amministrazione,
Presidente della Banca

Carlo Azeglio Ciampi, Roma
Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Urban Bäckström, Stoccolma
Antonio Fazio, Roma
Edward A. J. George, Londra
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Parigi
Lord Kingsdown, Londra
Markus Lusser, Zurigo
William J. McDonough, New York
Yasuo Matsushita, Tokyo
Helmut Schlesinger, Francoforte s/M
Gordon G. Thiessen, Ottawa
Hans Tietmeyer, Francoforte s/M
Jean-Claude Trichet, Parigi
Alfons Verplaetse, Bruxelles
Philippe Wilmès, Bruxelles

Sostituti

Alan S. Blinder, oppure
Edwin M. Truman, Washington
Ian Plenderleith, oppure
T. R. Smeeton, Londra
Jean-Jacques Rey, Bruxelles
André Robert, oppure
Armand Pujal, Parigi
Carlo Santini, oppure
Stefano Lo Faso, Roma
Helmut Schieber, oppure
Bernd Goos, Francoforte s/M

Direzione

Andrew Crockett	Direttore Generale
Rémi Gros	Condirettore Generale
Gunter D. Baer	Segretario Generale, Capo di Dipartimento
Malcolm Gill	Capo del Dipartimento Bancario, Direttore
William R. White	Consigliere Economico, Capo del Dipartimento Monetario ed Economico
Marten de Boer	Direttore, Audit Interno, Contabilità e Budgeting
Renato Filosa	Direttore, Dipartimento Monetario ed Economico
Mario Giovanoli	Consigliere Giuridico, Direttore
Guy Noppen	Direttore, Segretariato Generale
André Bascoul	Direttore Supplente, Segretariato Generale
Joseph R. Bisignano	Direttore Supplente, Dipartimento Monetario ed Economico
Zenta Nakajima	Direttore Supplente, Dipartimento Monetario ed Economico (dal 1° giugno 1995)
Günter Pleines	Direttore Supplente, Dipartimento Bancario
Jean-Marc Andreoli	Condirettore, Segretariato Generale
John A. Bispham	Condirettore, Dipartimento Monetario ed Economico
Paul C. Bridge	Condirettore, Dipartimento Bancario
Jean-Claude Dagassan	Condirettore, Agente di compensazione dell'ECU
Yukio Iura	Condirettore, Dipartimento Bancario
Daniel Lefort	Condirettore, Servizio Giuridico
Alexander Radzyner	Condirettore, Segretariato Generale
Claude Sivy	Condirettore, Audit Interno
Frederik C. Musch	Segretario Generale del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, Dipartimento Monetario ed Economico

