
BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

66^a RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1995–31 MARZO 1996

BASILEA, 10 GIUGNO 1996

Banca dei Regolamenti Internazionali

66^a Relazione annuale

1° aprile 1995 – 31 marzo 1996 Basilea, 10 giugno 1996

© Banca dei Regolamenti Internazionali, 1996
CH-4002 Basilea, Svizzera

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione o la traduzione di brevi parti del testo purché sia citata la fonte.

ISSN 1021-2507

ISBN 92-9131-496-0

Pubblicata anche in francese, inglese e tedesco.

Indice

	Pagina
Lettera di presentazione	1
I. Politiche a medio termine e cambiamenti strutturali: in attesa dei benefici	3
Il perseguimento di politiche macroeconomiche a medio termine	4
Cambiamenti strutturali nei mercati economici e finanziari	5
Risposte sul piano monetario e regolamentativo nel 1995	7
II. Gli andamenti nei paesi industriali	10
Aspetti salienti	10
Crescita più lenta e perdurante asimmetria	10
<i>Andamenti nelle tre maggiori economie</i>	<i>10</i>
<i>Altri paesi europei</i>	<i>13</i>
<i>Altri paesi industriali</i>	<i>15</i>
Dinamica del prodotto: incidenza delle determinanti e delle politiche economiche	16
<i>Alcune caratteristiche comuni</i>	<i>16</i>
<i>Politiche fiscali e monetarie</i>	<i>18</i>
<i>I problemi "interconnessi" dell'alta disoccupazione e degli elevati disavanzi pubblici ..</i>	<i>19</i>
Andamenti difforni sul mercato del lavoro	20
<i>Adattabilità del mercato del lavoro: misurazione ed effetti</i>	<i>21</i>
<i>Rigidità salariali</i>	<i>23</i>
<i>Alti costi del lavoro</i>	<i>25</i>
<i>Osservazioni conclusive</i>	<i>26</i>
Più bassa inflazione nella maggior parte dei paesi	26
<i>Evoluzione di prezzi, costi unitari del lavoro e margini di profitto</i>	<i>26</i>
<i>Condizioni e comportamenti "di fondo" nei mercati dei beni e del lavoro</i>	<i>29</i>
Commercio mondiale, partite correnti e tassi di cambio	31
<i>Andamenti nell'interscambio mondiale</i>	<i>31</i>
<i>Andamenti dei saldi di parte corrente</i>	<i>32</i>
III. Gli andamenti nel resto del mondo	37
Aspetti salienti	37
Domanda interna, esportazioni e risposte delle politiche economiche	39
Principali andamenti nei singoli paesi	44
<i>Messico e Argentina</i>	<i>44</i>
<i>Brasile</i>	<i>47</i>
<i>Altri paesi dell'America latina</i>	<i>48</i>
<i>Asia orientale</i>	<i>48</i>
<i>Sud-Est asiatico</i>	<i>50</i>
<i>India</i>	<i>52</i>
<i>Europa orientale</i>	<i>52</i>
<i>Russia</i>	<i>54</i>
Crescenti tassi di risparmio	55

	Pagina
IV. Politica monetaria nei paesi industriali	58
Aspetti salienti	58
Politica monetaria nelle tre maggiori economie	59
<i>Stati Uniti</i>	59
<i>Giappone</i>	61
<i>Germania</i>	63
Politica monetaria negli altri paesi aderenti agli AEC	65
<i>Francia</i>	66
<i>Paesi minori aderenti agli AEC</i>	67
Politica monetaria nei paesi con obiettivi di inflazione	68
<i>Tassi di cambio e orientamento della politica monetaria</i>	73
Questioni inerenti al perseguimento di obiettivi di inflazione	74
<i>Gli obiettivi di inflazione come quadro operativo della politica monetaria</i>	74
<i>L'impostazione della strategia basata su un obiettivo di inflazione</i>	75
V. Mercati delle attività e istituzioni finanziarie nei paesi industriali	79
Aspetti salienti	79
Prezzi delle attività	79
<i>Obbligazioni</i>	79
<i>Azioni</i>	84
<i>Prezzi degli immobili</i>	87
Il settore bancario	89
<i>Recenti andamenti</i>	89
<i>La necessità di ristrutturazione a lungo termine</i>	91
<i>Caratteristiche della ristrutturazione</i>	93
<i>Rischi insiti nel processo di ristrutturazione</i>	96
<i>Valutazione dei rischi</i>	98
<i>Sfide di politica economica</i>	99
VI. Tassi di cambio e flussi di capitale nei paesi industriali	102
Aspetti salienti	102
L'indagine 1995 sui mercati valutari	104
Dollaro USA, yen e marco tedesco	106
<i>Flussi di capitale e yen</i>	106
<i>Cicli economici e marco tedesco</i>	112
Andamenti delle riserve internazionali	115
Il valore fondamentale del dollaro USA: tre approcci	116
Valute europee e dollaro canadese	118
<i>Un fattore comune</i>	118
<i>Andamenti inconsueti in Europa</i>	121
<i>Prospettive di mercato a riguardo dell'Unione monetaria europea</i>	123
<i>Dollaro canadese</i>	125
Prezzo dell'oro	125
VII. Flussi di capitale e sistemi finanziari nei mercati emergenti	127
Aspetti salienti	127
Flussi di capitale dopo la crisi messicana	128
Stabilità macroeconomica e solidità dei sistemi finanziari	131
Mercati mobiliari	133
Il sistema bancario e la crescita del credito	136
<i>Quadro istituzionale</i>	138
<i>Pratiche bancarie carenti</i>	140

	Pagina
<i>Vigilanza prudenziale</i>	142
<i>Difficoltà della transizione</i>	144
<i>Il controllo dell'espansione del credito bancario</i>	145
Crisi bancarie	147
<i>Conseguenze avverse</i>	151
VIII. I mercati internazionali dei capitali	154
Aspetti salienti	154
Il mercato bancario internazionale	156
<i>Andamenti per valute, centri di mercato e nazionalità delle banche dichiaranti</i>	156
<i>Operazioni con paesi esterni all'area dichiarante</i>	158
<i>Prestiti consorziali internazionali</i>	161
I mercati mobiliari internazionali	162
<i>Tipologia e paese di residenza degli emittenti</i>	163
<i>Composizione per valute delle emissioni</i>	165
<i>Tipologia degli strumenti</i>	166
<i>Aspetti normativi</i>	168
Il mercato degli strumenti derivati	169
<i>Strumenti trattati nei mercati organizzati</i>	170
<i>Strumenti trattati nei mercati fuori borsa (OTC)</i>	174
<i>L'indagine delle banche centrali sull'attività dei mercati derivati</i>	175
<i>Strumenti derivati, regolamentazione e gestione dei rischi</i>	179
IX. Conclusioni: promuovere la stabilità in un mondo che cambia	181
Il mantenimento della stabilità dei prezzi	182
Il mantenimento della stabilità finanziaria	185
Il promovimento della cooperazione finanziaria internazionale	188
Attività della Banca	193
Cooperazione fra banche centrali e organizzazioni internazionali	193
Funzioni di Agente e Fiduciario	198
<i>Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ECU privati</i> ..	199
<i>Fiduciario per i prestiti governativi internazionali</i>	199
<i>Depositario fiduciario di garanzie per le obbligazioni brasiliane</i>	199
Assistenza finanziaria alle banche centrali	200
Operazioni del Dipartimento Bancario	200
<i>Passivo</i>	200
<i>Attivo</i>	201
Utile netto e sua ripartizione	201
Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione	202
Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1996	205
Consiglio di amministrazione	218
Direzione	219

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra il 15 e il 24 maggio 1996

Elenco dei grafici (*) e delle tabelle

	Pagina
Gli andamenti nei paesi industriali	
Crescita del PIL e output gap*	11
Tassi di cambio effettivi nominali e reali*	12
Contributo di domanda interna ed esportazioni nette alla crescita del PIL *	15
Risparmio delle famiglie nelle precedenti fasi espansive in determinati paesi	17
Crescita dei salari e dei consumi in termini reali*	18
Saldi finanziari e debito delle amministrazioni pubbliche	19
Saldi di bilancio, disoccupazione e crescita economica*	20
Indicatori del mercato del lavoro*	21
Crescita dell'occupazione, creazione di posti di lavoro e adattabilità	22
Misure alternative del reddito e del prodotto pro capite in termini reali*	24
Costi totali del lavoro nel settore manifatturiero in determinati paesi	25
Prezzi al consumo e costi unitari del lavoro	27
Indicatori di prezzi alla produzione, costi e profitti netti*	28
Indicatori del commercio mondiale*	31
Competitività, posizioni cicliche e partite correnti*	33
Bilancia delle partite correnti dei paesi industriali	35
Gli andamenti nel resto del mondo	
Crescita, inflazione e risparmio	38
Variazione del saldo commerciale reale e della crescita della domanda interna*	39
Bilancia delle partite correnti e commercio estero	41
Tassi di cambio e inflazione in determinati paesi	43
Inflazione, tassi d'interesse reali e tassi di cambio*	45
Saldi commerciali e produzione industriale in America latina*	47
Indicatori della pressione della domanda nel 1995	49
Evoluzione dei tassi di cambio nel Sud-Est asiatico*	51
Il rublo e i tassi d'interesse*	55
Politica monetaria nei paesi industriali	
Stati Uniti*	59
Tasso sui federal funds USA*	60
Giappone*	62
Germania*	64
Crescita monetaria e variazione della curva dei rendimenti*	65
Francia*	66
Tassi d'interesse e inflazione in determinati paesi*	68
Inflazione e obiettivi di inflazione in determinati paesi*	69
Tassi d'interesse e tassi di cambio in determinati paesi*	71
Indicatori di inflazione futura in determinati paesi	72
Caratteristiche degli obiettivi di inflazione in determinati paesi	76

Mercati delle attività e istituzioni finanziarie nei paesi industriali

Rendimenti obbligazionari*	80
Indicatori di leva finanziaria nei mercati obbligazionari internazionali	81
Volatilità dei rendimenti obbligazionari*	82
Distorsione nella copertura a termine in determinati mercati obbligazionari*	83
Indici azionari	84
Rapporti prezzo/utili e rendimenti obbligazionari*	85
Indicatori di valutazione dei corsi azionari	86
Volatilità e distorsione nella copertura a termine sul mercato azionario USA*	87
Prezzi immobiliari nominali e corretti per l'inflazione	88
Redditività delle maggiori banche nel 1994 e 1995	89
Indicatori contabili di lungo periodo della redditività bancaria	90
Evoluzione di lungo periodo dei prezzi delle azioni bancarie	91
Credito e prezzi aggregati reali delle attività*	92
Ristrutturazione bancaria: numero di istituzioni e concentrazione dimensionale	94
Ristrutturazione bancaria: numero di filiali	95
Ristrutturazione bancaria: occupazione e costi di personale	96
Fusioni e acquisizioni nel settore bancario	98
Reazione dei corsi azionari a fusioni e acquisizioni*	100

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*	103
Contrattazioni in valuta sul mercato OTC	105
Conti con l'estero di Stati Uniti, Giappone e Germania	107
Transazioni internazionali in titoli obbligazionari e azionari	108
Flussi di portafoglio privati dal Giappone verso gli Stati Uniti*	109
Lo yen e il dollaro USA*	110
Distribuzioni di probabilità dei movimenti dello yen e del marco rispetto al dollaro USA*	111
Tassi d'interesse a termine*	113
Marco tedesco e dollaro USA*	114
Riserve valutarie ufficiali	116
Dollaro USA: stime della parità del potere d'acquisto e del valore di equilibrio fondamentale	117
Quota del dollaro USA su riserve valutarie, attività internazionali e PIL del G-10*	118
Tassi di cambio di determinate valute europee rispetto al marco tedesco*	120
Reattività dei tassi di cambio di determinate valute ai movimenti del marco nei confronti del dollaro USA*	121
Franco francese e marco tedesco*	123
Variazioni del tasso di cambio a termine in determinate valute rispetto al marco tedesco*	124
Prezzo dell'oro e relativa volatilità*	125

Flussi di capitale e sistemi finanziari nei mercati emergenti

Tassi d'interesse nei paesi industriali e prezzi delle attività finanziarie nei mercati emergenti*	128
Flussi di capitale verso l'Asia e l'America latina	130
Mercati mobiliari	133
Volatilità di tassi di cambio, tassi d'interesse e mercati azionari	134
Volatilità di indicatori macroeconomici e aggregati bancari	137
Volatilità dell'attività bancaria in rapporto a quella del PIL*	137

	Pagina
Indicatori della struttura del settore bancario	139
Indicatori di performance delle banche*	140
Crescita del credito bancario al settore privato in rapporto a quella del PIL	146
Quota delle sofferenze bancarie sul totale dei prestiti erogati	148
I mercati internazionali dei capitali	
Finanziamento internazionale totale*	154
Finanziamento netto stimato sui mercati internazionali	155
Aspetti principali dell'attività bancaria internazionale	157
Credito bancario internazionale totale*	158
Struttura per valute e nazionalità del credito bancario internazionale*	159
Operazioni delle banche con paesi esterni all'area dichiarante	160
Finanziamento bancario internazionale ed emissioni di titoli dei residenti in Asia e in America latina*	160
Aspetti principali delle emissioni internazionali di titoli	163
Tassi d'interesse internazionali*	164
Finanziamento sui mercati mobiliari per settore e paese di residenza dell'emittente ...	165
Aspetti principali del mercato obbligazionario internazionale*	167
Mercati di alcuni strumenti finanziari derivati	170
Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse organizzate	171
Volume delle contrattazioni in borsa in financial futures e opzioni*	172
Nuovi swaps di tasso d'interesse e di valuta*	174
Mercato fuori borsa degli strumenti derivati, a fine marzo 1995	176

66^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 10 giugno 1996*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la sessantaseiesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1995 e terminato il 31 marzo 1996. Come potrete notare, sono state apportate alcune modifiche alla presentazione della Situazione patrimoniale e del Conto profitti e perdite della Banca, che si trovano alla fine di questa Relazione; tali modifiche non pregiudicano tuttavia la comparabilità dei dati fra un anno e l'altro.

Dopo il trasferimento di franchi oro 3 529 792 all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e di franchi oro 3 073 940 all'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature, l'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 181 333 300 a fronte di franchi oro 162 408 716 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 53 333 300 al pagamento di un dividendo di 260 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 38 400 000 al Fondo di riserva generale, franchi oro 3 000 000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 86 600 000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1995-96 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1996.

Basilea, 23 maggio 1996

ANDREW CROCKETT
Direttore Generale

I. Politiche a medio termine e cambiamenti strutturali: in attesa dei benefici

Lo scorso anno gli andamenti economici mondiali sono stati generalmente favorevoli, a dimostrazione dei benefici cumulativi derivanti da politiche macroeconomiche improntate a maggior rigore e dall'accresciuto affidamento ai meccanismi di mercato nelle economie sia industriali che in via di sviluppo. Nonostante vari shock subiti dai mercati dei capitali, fra cui la crisi messicana agli inizi del 1995, il sistema finanziario internazionale ha continuato a funzionare ordinatamente e ad assorbire un'ulteriore espansione nel volume delle operazioni. Questo risultato lusinghiero potrebbe anche essere riconducibile all'influsso benefico delle politiche precedenti, in particolare all'enfasi crescente posta dagli organi di vigilanza sulla necessità di migliorare le procedure di gestione del rischio a livello di singola impresa e di sviluppare altre misure a salvaguardia della stabilità sistemica.

Un'importante fonte di preoccupazione nel periodo in esame è stata la possibilità che la crescita nei paesi industriali potesse rallentare eccessivamente (Capitolo II). In buona parte, la decelerazione dell'attività economica sembra ora attribuibile al rialzo dei tassi d'interesse nel 1994 e al connesso ciclo delle scorte. Possono al tempo stesso aver accentuato il rallentamento i problemi transitori associati al perseguimento di obiettivi di politica macroeconomica a medio termine, da un lato, e ai cambiamenti strutturali in atto nell'economia, dall'altro. Il primo ordine di problemi dovrebbe venir meno con il manifestarsi appieno dei benefici prodotti dal risanamento dei bilanci pubblici e dalla stabilità dei prezzi. Per contro, l'esigenza di aggiustamento alle pressioni economiche globali esercitate dai mutamenti interagenti nel commercio e nella tecnologia è destinata a rappresentare una perdurante sfida tanto per gli operatori economici quanto per i responsabili delle politiche.

Nei mercati finanziari dei paesi industriali (Capitolo V) è prevalsa generalmente la convinzione che il medio periodo sarebbe stato caratterizzato da stabilità sia della crescita reale sia dei prezzi. Nella maggior parte dei paesi industriali i rendimenti obbligazionari sono costantemente scesi nel corso del 1995, annullando in molti casi quasi tutto l'aumento intervenuto l'anno prima. Vi è stata anche una certa riduzione dei premi sui tassi obbligazionari richiesti nel 1994 ai paesi giudicati più rischiosi alla luce dei precedenti storici di alta inflazione e degli ampi disavanzi di bilancio o esterni. I mercati azionari, specie negli Stati Uniti, hanno segnato forti rialzi, in linea con l'aspettativa che sarebbero stati mantenuti gli elevati utili correnti e il basso livello dei tassi d'interesse nominali. E anche quando, agli inizi del 1996, i rendimenti obbligazionari sono bruscamente saliti con il miglioramento degli indicatori economici sia in Giappone che negli Stati Uniti, in entrambi i paesi i corsi azionari hanno mostrato una buona tenuta fino a metà aprile, rispecchiando aspettative di un aumento dei profitti.

Anche nei paesi in via di sviluppo (Capitolo III), compresi quelli in transizione dall'economia pianificata, gli andamenti economici sono stati nel complesso positivi nel 1995. Nel Sud-Est asiatico la crescita è proseguita a ritmi molto sostenuti; nell'Europa orientale e nell'Africa sub-sahariana sono stati consolidati i progressi conseguiti nel 1994. Sebbene il prodotto abbia continuato a flettere nell'ex Unione Sovietica, la sua caduta è decisamente rallentata ed è aumentata la speranza che avrebbero cominciato ben presto a manifestarsi gli effetti positivi della stabilizzazione macroeconomica e delle privatizzazioni. Anche in America latina è stata mantenuta una crescita significativa nella maggioranza dei paesi, sebbene per gran parte del 1995 Messico e Argentina abbiano costituito importanti eccezioni, peraltro comprensibili alla luce della crisi messicana. Benché nelle economie in via di sviluppo l'inflazione, spesso accentuata dai disavanzi di bilancio, resti a livelli troppo elevati, l'impegno di parte ufficiale a contrastare l'inflazione è divenuto più frequente, e significativi progressi sono stati effettivamente conseguiti in un certo numero di paesi.

L'effetto combinato delle normali incertezze congiunturali e dell'interagire di molti cambiamenti strutturali in corso ha reso più difficile negli ultimi anni la formulazione e conduzione delle politiche. In tale clima di accresciuta incertezza, è particolarmente importante che i responsabili delle politiche diano prova di chiarezza e trasparenza a riguardo del proprio obiettivo, ossia il perseguimento di sostenibili politiche a medio termine. Per quanto concerne le pressioni strutturali, è anche necessario incoraggiare l'aggiustamento piuttosto che la resistenza. Nella misura in cui questi cambiamenti sono indotti dal progresso tecnologico, la resistenza si dimostrerebbe in ogni caso vana. Per giunta, essa implicherebbe anche la volontà di accettare costi economici permanenti per evitare costi meramente transitori. Ai responsabili delle politiche più lungimiranti questo non parrebbe certo un buon affare.

Il perseguimento di politiche macroeconomiche a medio termine

Lo scorso anno si è fatta più risoluta la volontà delle autorità di molti paesi di perseguire obiettivi a medio termine di sostenibilità fiscale e stabilità dei prezzi. In alcune economie in via di sviluppo, così come in diversi paesi industriali "a più alto rischio", è stato questo l'effetto secondario dell'accresciuta disciplina di mercato, posta in risalto dagli eventi che hanno accompagnato la crisi messicana. In diversi paesi dell'Europa occidentale, un influsso analogo è stato esercitato dalla maggiore attenzione rivolta ai criteri di Maastricht per l'ingresso nell'Unione economica e monetaria. Negli Stati Uniti, la fermezza della Riserva federale nel prevenire le spinte inflazionistiche nel 1994 e la cautela con cui essa ha reagito ai segni di rallentamento nel 1995 sono state generalmente interpretate dai mercati come una conferma dell'impegno alla stabilità dei prezzi nel più lungo periodo. Strettamente collegata a questi sviluppi è la maggiore propensione dei responsabili delle politiche in molti paesi industriali ad ammettere pubblicamente che l'oneroso problema delle passività previdenziali in rapido aumento andava affrontato se si voleva instaurare una situazione di bilancio sostenibile.

I mercati finanziari hanno reagito molto positivamente a queste indicazioni di una più ferma aderenza agli obiettivi a medio termine. Come si è osservato in

precedenza, i corsi sia azionari sia obbligazionari hanno nel complesso segnato forti rialzi e sui mercati finanziari è in parte diminuita la volatilità, il che ha determinato a sua volta una minore domanda di strumenti derivati negoziati in borsa. In questo contesto di fondo, il 1995 si è anche contraddistinto per il volume quasi record di emissioni obbligazionarie internazionali nette e per il continuo ampio afflusso di capitali privati verso i mercati emergenti (Capitolo VII). Destinazioni particolarmente ambite sono state il Sud-Est asiatico e il Brasile, ma anche Messico e Argentina hanno riguadagnato l'accesso ai mercati dei titoli internazionali, dove l'accoglienza migliore è stata peraltro riservata ai mutuatari del settore pubblico. Tutto ciò può essere considerato propizio a una più rapida crescita della domanda non solo nelle economie emergenti ma anche in quelle industriali.

Dopo aver rilevato gli effetti positivi di questi cambiamenti nelle politiche, sarebbe tuttavia imprudente ignorare talune complicazioni di natura transitoria che potrebbero aver accentuato il recente rallentamento della crescita in alcuni paesi industriali. Ad esempio, l'impegno alla stabilità dei prezzi ha avuto effetti sproporzionati sui valori di attività basati in precedenza su aspettative di persistente inflazione. A sua volta, la debolezza dei prezzi delle abitazioni in diversi paesi può aver contribuito alla perdurante assenza del fattore fiducia e ai livelli generalmente bassi della spesa in consumi negli ultimi anni. Analogamente, i timori per il valore sottostante delle garanzie reali possono aver determinato una più cauta politica di credito delle banche in diversi paesi, tra cui il Giappone, con ripercussioni sulle imprese medie e piccole in particolare. Infine, nella maggior parte dei paesi industriali, ad eccezione del Giappone, la restrizione di bilancio è stata considerevole nel 1995. Ciò ha chiaramente avuto un impatto diretto sulla spesa a breve termine e potrebbe avere altresì incoraggiato un aumento del risparmio privato nella misura in cui ha cominciato ad apparire più incerto il futuro apporto di reddito delle amministrazioni pubbliche e meno probabile un alleggerimento fiscale.

In considerazione di questi possibili effetti transitori, è quanto mai indispensabile che l'impegno a perseguire obiettivi a medio termine risulti credibile, e che siano colti appieno i benefici di tassi d'interesse più bassi e meno instabili. Poiché i mercati risentono ancora delle incertezze circa l'accordo di bilancio negli Stati Uniti, la transizione verso l'Unione economica e monetaria in Europa e la stabilità di breve periodo dei Governi in diversi paesi industriali, i benefici attesi da politiche credibili orientate alla stabilità a medio termine potranno essere avvertiti pienamente solo quando il clima politico sarà divenuto più calmo. Il fatto che ciò possa richiedere un certo tempo non rende meno desiderabile il perseguimento di obiettivi a medio termine.

Cambiamenti strutturali nei mercati economici e finanziari

Negli ultimi anni l'interazione tra progresso tecnologico ed espansione del commercio mondiale ha avuto importanti implicazioni in termini di prezzi relativi, struttura della produzione, e prospettive occupazionali nell'economia mondiale. Il commercio ha incoraggiato i trasferimenti di tecnologia e le innovazioni competitive, e il progresso tecnologico ha a sua volta favorito il commercio

abbassando i costi sia delle comunicazioni sia dei trasporti. La deregolamentazione, in molti casi in risposta a queste tendenze di fondo, ha fornito un ulteriore impulso ai cambiamenti strutturali, così come lo ha fornito la crescente attrattiva del mondo in via di sviluppo quale destinazione di investimenti diretti esteri. Sebbene tutti i paesi trarranno vantaggio prima o poi da queste tendenze, alcune economie industriali hanno incontrato problemi di aggiustamento.

L'impatto di tali fattori è osservabile con particolare evidenza negli Stati Uniti. Nonostante un lungo passato di liberalizzazione del mercato ed eccezionali livelli di profitto nel 1995, sono proseguiti senza sosta gli annunci di acquisizioni, fusioni e licenziamenti da parte delle imprese. Anche se l'elevata flessibilità del mercato del lavoro ha consentito di mantenere complessivamente basso il saggio di disoccupazione, il prevalente clima di insicurezza del posto di lavoro può senz'altro aver contribuito alla recente debolezza sia della dinamica salariale sia della spesa per consumi. Nel 1995 i salari e i prezzi sono aumentati meno di quanto ci si potesse attendere sulla base delle correlazioni storiche con i livelli di attività economica.

Nell'Europa occidentale e in Giappone questi processi sono meno avanzati e non si sono manifestati nello stesso modo soprattutto perché in quelle aree i mercati del lavoro funzionano in maniera alquanto diversa. Nell'Europa continentale, la ripresa del 1994 ha creato meno posti di lavoro di quanto fosse prevedibile, e più di recente pare aver preso avvio una nuova ondata di ristrutturazioni e di dismissioni di manodopera, con conseguenti effetti sulla disoccupazione e sulla fiducia dei consumatori. Data la relativa rigidità dei mercati del lavoro e dei beni in Europa e la quota più ampia della produzione di "tradables", i cui prezzi relativi sono andati diminuendo, gli effetti di questi shock potrebbero rivelarsi più duraturi che nel Nord America. In Giappone, nonostante la relativa flessibilità dei salari reali e l'impegno delle imprese a mantenere i posti di lavoro, lo scorso anno la disoccupazione è aumentata sensibilmente soprattutto tra i giovani. Sebbene questo andamento sia in gran parte riconducibile ai postumi della "bolla" speculativa e alla necessità di ulteriori riforme strutturali, è possibile che anche il riorientamento degli investimenti diretti giapponesi verso paesi a più basso costo abbia contribuito all'incedere esitante della ripresa giapponese.

Negli ultimi anni un'analoga interazione tra progresso tecnologico, deregolamentazione e concorrenza internazionale ha prodotto importanti cambiamenti strutturali anche nei mercati finanziari mondiali (Capitoli V e VIII). Sembra per giunta probabile che questo processo si intensificherà, specie nell'Europa continentale e in Giappone. Tra gli sviluppi particolarmente degni di nota nei principali centri finanziari durante il 1995 vanno menzionate alcune importanti fusioni societarie, la crescente simbiosi tra attività bancaria e mobiliare e l'impiego sempre maggiore di nuovi strumenti finanziari nella gestione del portafoglio. Un'ulteriore conferma delle crescenti pressioni competitive proviene dal volume senza precedenti dei prestiti bancari consorziali, accordati spesso con margini modesti e clausole contrattuali permissive, nonché dalla forte ripresa dell'intermediazione bancaria internazionale. Anche se nella maggior parte dei paesi queste pressioni investono sistemi finanziari efficienti e solidi, malauguratamente ciò non vale nella generalità dei casi.

Le riforme finanziarie nelle economie in via di sviluppo si sono in genere concentrate anzitutto sulla deregolamentazione dei rispettivi mercati dei capitali (Capitolo VII). Nondimeno, sono state avvertite in misura crescente anche le influenze e le pressioni competitive internazionali. Sebbene la crisi messicana abbia indotto un certo numero di paesi a rallentare il ritmo con cui era consentita l'integrazione finanziaria internazionale, nel 1995 non vi è stata un'involuzione generale del processo di liberalizzazione avviato in precedenza. La crisi ha tuttavia messo in evidenza le inadeguatezze strutturali di fondo dei sistemi bancari di molte economie in via di sviluppo. Data la lunga tradizione di controlli amministrativi del credito, le banche in tali paesi hanno tuttora una capacità limitata di valutare il rischio e spesso sono gravate da ingenti prestiti di dubbio esito ereditati dal precedente periodo. Le implicazioni di questa fragilità finanziaria, specie quando la situazione è complicata da massicci afflussi e deflussi di capitali internazionali, hanno costituito una preoccupazione primaria per le banche centrali e gli organi di regolamentazione dei mercati emergenti nel periodo sotto rassegna.

Risposte sul piano monetario e regolamentativo nel 1995

Non sempre viene compreso adeguatamente che l'impegno alla stabilità dei prezzi nel medio periodo non preclude l'azione delle autorità monetarie per temperare un rallentamento congiunturale. Né tale impegno impedisce loro di rispondere in modo appropriato agli effetti delle trasformazioni strutturali nell'economia, siano essi transitori (riducendo la domanda) o permanenti (accrescendo l'offerta). Di fatto, per un concorso di tali ragioni, lo scorso anno si è avuto un significativo allentamento delle condizioni monetarie nella maggior parte dei principali paesi industriali (Capitolo IV).

Nello stesso tempo, i cambiamenti strutturali in atto nei mercati economici e finanziari hanno reso chiaramente più difficile l'attuazione pratica della politica monetaria. Dati i connessi cambiamenti nel comportamento della domanda di moneta, le banche centrali di molti paesi industriali hanno dovuto constatare che il controllo del tasso di crescita di un aggregato monetario non è più condizione sufficiente ad assicurare il controllo dell'inflazione. Di conseguenza, e in taluni casi solo dopo aver sperimentato l'approccio incentrato sul tasso di cambio, un crescente numero di banche centrali ha iniziato negli ultimi anni a impiegare obiettivi espliciti di inflazione come guida per la manovra dei tassi d'interesse. Malauguratamente, i mutamenti strutturali complicano la formulazione della politica anche con questo approccio. In particolare, diventa più difficile stimare il livello di prodotto compatibile con un tasso d'inflazione stabile. Per giunta, il meccanismo di trasmissione della politica monetaria risulta meno comprensibile a causa dei nuovi canali di creazione del credito, del crescente impatto del commercio e dei cambi sulla dinamica dei prezzi e del più diffuso impiego di strumenti derivati per la gestione del rischio. Avendo presenti queste difficoltà e i costi che comporterebbe un abbassamento dell'inflazione qualora si consentisse involontariamente una sua ripresa, lo scorso anno l'allentamento della politica monetaria è stato necessariamente cauto e misurato.

Nel 1995 hanno contribuito a rendere più difficoltosa la valutazione della politica monetaria anche i significativi movimenti intervenuti in taluni indicatori finanziari e nei prezzi delle attività. Ad esempio, sulla base delle correlazioni tradizionali, l'accentuarsi della curva dei rendimenti in Germania implicava buone prospettive per l'economia tedesca, alquanto in disaccordo con altri, meno favorevoli, indicatori. Negli Stati Uniti, l'eccezionale aumento dei corsi azionari ha indotto gli osservatori ad avanzare l'ipotesi che la politica monetaria sia stata di fatto più espansiva di quanto supposto inizialmente. Da ultimo, il forte apprezzamento del tasso di cambio effettivo dello yen, in particolare, e del marco agli inizi del 1995 (Capitolo VI) ha concorso infine alla decisione di abbassare i tassi d'interesse a breve in Giappone e Germania. Invero, nel primo paese le implicazioni del rafforzamento dello yen sono state giudicate sufficientemente gravi da giustificare l'intervento sui mercati dei cambi effettuato con successo in agosto dai tre paesi maggiori.

Le incertezze connesse alle eventuali conseguenze dei cambiamenti nelle istituzioni e nei mercati finanziari a livello mondiale, insieme alle inquietudini suscitate dalla crisi messicana, hanno condotto lo scorso anno a nuove iniziative volte a rafforzare le fondamenta del sistema finanziario globale. Per quanto concerne la stabilità delle istituzioni finanziarie, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, di concerto con l'International Organization of Securities Commissions, ha compiuto importanti passi nell'affrontare la problematica del rischio di mercato pubblicando due documenti volti a promuovere la pubblicità dell'informazione delle istituzioni finanziarie sulle loro esposizioni e sui loro risultati operativi nei mercati derivati. Inoltre, il Comitato di Basilea ha ampliato l'Accordo sui requisiti patrimoniali per incorporarvi il rischio di mercato e ha consentito per la prima volta l'impiego di modelli interni come base per il calcolo dei coefficienti patrimoniali ai fini di vigilanza. Nel 1995, la pubblicazione di un documento sulla regolamentazione dei conglomerati finanziari, preparato congiuntamente dalle autorità preposte ai settori bancario, mobiliare e assicurativo, ha segnato un'altra pietra miliare sulla via della cooperazione. È stata altresì dedicata maggiore attenzione alla capacità di rimborso dei mutuatari sovrani: il Fondo monetario internazionale ha annunciato un programma di potenziamento della sorveglianza, insieme a più stringenti criteri di segnalazione e di pubblicità dell'informazione per i paesi che desiderano accedere ai mercati finanziari internazionali.

Relativamente all'azione volta a salvaguardare l'ordinato funzionamento dei mercati finanziari, l'indagine condotta dalle banche centrali insieme alla Banca dei Regolamenti Internazionali nell'aprile 1995 ha fornito la prima rassegna completa sulle dimensioni e sulla natura dell'attività dei mercati derivati globali. Inoltre, il rapporto pubblicato nel marzo 1996 dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci ha richiamato l'attenzione sull'esposizione delle banche al rischio di regolamento nelle operazioni in cambi, indicando le iniziative che il settore privato potrebbe intraprendere per ridurre tale esposizione.

Insieme a molte altre iniziative adottate in precedenza, questi passi dovrebbero contribuire sia a scongiurare crisi finanziarie internazionali sia a limitarne l'impatto qualora dovessero verificarsi. Sarebbe tuttavia azzardato presumere

che non sia più necessario ricercare modi migliori di fronteggiare le crisi. E invero, il comunicato del Vertice del Gruppo dei Sette nel giugno 1995 ha espressamente sollecitato iniziative atte a migliorare le procedure per la gestione di crisi di liquidità a livello di mutuatari sovrani e a potenziare gli Accordi generali di prestito. L'esito finale di questi e altri sforzi per ridurre i rischi sistemici resta ancora da vedere, ma una cosa deve essere chiara sin d'ora: nel dotare i poteri pubblici di mezzi finanziari adeguati per fronteggiare le crisi va preservata l'incertezza a riguardo delle circostanze in cui, semmai, tali risorse verrebbero mobilizzate. In breve, i mutuatari sovrani e i prestatori privati devono essere consapevoli che un incauto comportamento da parte loro non sarà necessariamente sanato con il denaro pubblico. Se tale consapevolezza incoraggerà una condotta prudente da parte di tutti gli operatori, essa costituirà al tempo stesso la migliore garanzia per un ordinato funzionamento del sistema finanziario internazionale.

II. Gli andamenti nei paesi industriali

Aspetti salienti

Lo scorso anno la crescita economica nei paesi industriali ha subito un inatteso rallentamento. Mentre sono stati differenti i tempi e le cause della decelerazione, alcuni sviluppi hanno accomunato la maggior parte dei paesi: la dinamica dei consumi privati è stata relativamente debole, poiché l'insicurezza del posto di lavoro ha dissuaso le famiglie dal ridurre il risparmio nella stessa misura osservata in cicli precedenti; parzialmente in conseguenza di ciò, è intervenuta una marcata inversione nel ciclo delle scorte; infine sulla spesa in beni a più lunga durata hanno agito negativamente gli effetti ritardati del rialzo dei tassi d'interesse nel 1994.

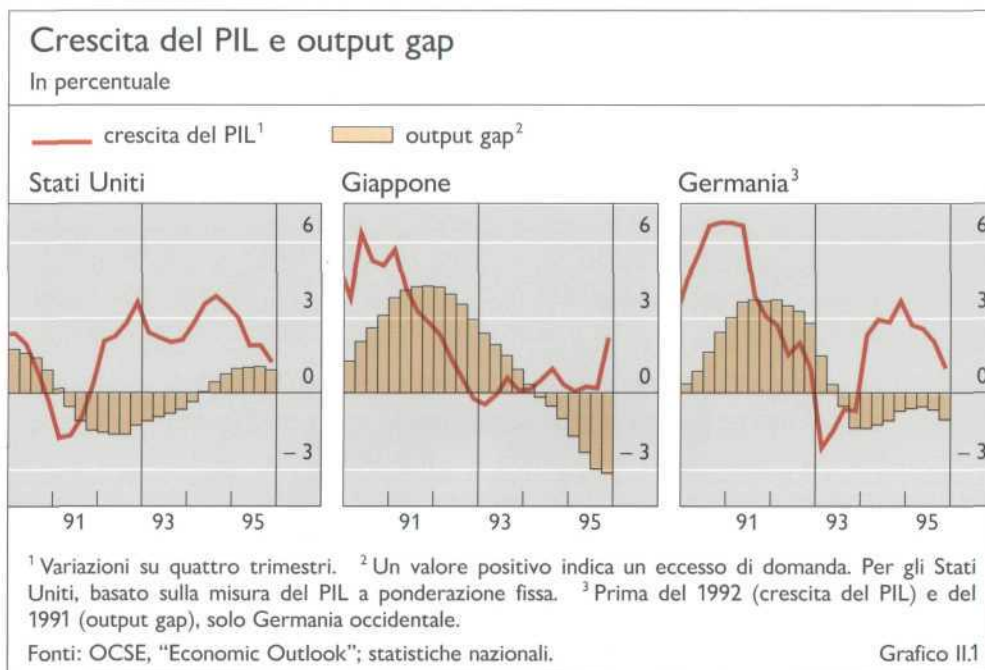
Le condizioni sul mercato del lavoro hanno rispecchiato i cambiamenti nella domanda aggregata, con forti variazioni in corso d'anno e tra i paesi. Negli Stati Uniti, la disoccupazione è scesa a un livello generalmente associato al "pieno" impiego, mentre in molti paesi dell'Europa occidentale a fine anno essa era prossima ai precedenti massimi. Nondimeno, vi sono indicazioni che le politiche strutturali incominciano a migliorare l'adattabilità dei mercati del lavoro europei, anche se non hanno ancora condotto a una ripresa dell'occupazione. Per effetto di una dinamica della domanda generalmente più debole, lo scorso anno l'inflazione è ulteriormente regredita; in Giappone i prezzi sono in media addirittura calati. Nel contempo, alcuni paesi che si trovano in una fase più avanzata della ripresa hanno fatto registrare un leggero rialzo dei tassi d'inflazione.

Così come negli anni precedenti, i movimenti nelle bilance dei pagamenti correnti sono stati principalmente dettati dalle differenti posizioni cicliche relative, da cambiamenti di competitività indotti dal cambio e dai flussi di redditi da capitale connessi alle differenti posizioni patrimoniali sull'estero. Il disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti è salito ulteriormente, in quanto la netta inversione nel saldo commerciale con il Messico e lo stadio relativamente avanzato del ciclo economico statunitense hanno più che controbilanciato gli effetti differiti del precedente indebolimento del dollaro. In Giappone, per contro, l'attivo della bilancia corrente si è ridotto progressivamente nel corso dell'anno, nonostante il ristagno della domanda interna, risentendo dell'impatto ritardato del forte apprezzamento dello yen. Nei paesi europei le bilance dei pagamenti correnti si sono nel complesso rafforzate, pur con differenze a livello individuale: il Regno Unito ha visto aumentare il proprio disavanzo, mentre è salito l'attivo di Francia e Italia.

Crescita più lenta e perdurante asimmetria

Andamenti nelle tre maggiori economie

È proseguita lo scorso anno la crescita asimmetrica che caratterizza le tre principali economie dal 1991, sebbene non siano mancati segni di una certa



Andamenti economici caratterizzati nel 1995 da...

... un rallentamento negli USA verso un tasso di crescita sostenibile...

... con bassa inflazione...

convergenza (grafico II.1). Il tasso di espansione dell'economia statunitense è sceso a un livello più sostenibile, mentre in Giappone si sono avuti segnali di ripresa nella seconda metà dell'anno. Per contro, in Germania le prospettive economiche sono andate deteriorandosi con il progredire dell'anno.

Il profilo trimestrale della crescita negli *Stati Uniti* è stato tutt'altro che uniforme nel 1995, rendendo alquanto difficile l'individuazione di chiare tendenze. Nei primi due trimestri, il prodotto è aumentato in media solo dello 0,5% in ragione d'anno, poiché l'impatto ritardato dei più alti tassi d'interesse ha frenato gli investimenti residenziali e i consumi di beni durevoli, costringendo le imprese a decurtare le scorte. Inoltre, le esportazioni nette sono diminuite a seguito della recessione in Messico. Tuttavia, nel corso dell'estate, sotto l'influsso dei tassi calanti sulle obbligazioni a lungo termine, la crescita del prodotto si è decisamente rafforzata per poi tornare a indebolirsi verso la fine dell'anno, quando l'economia ha risentito di una serie di fattori avversi di natura straordinaria.

Sebbene il PIL effettivo, secondo la maggior parte delle stime, abbia raggiunto o superato il prodotto potenziale già alla fine del 1994 e la disoccupazione sia scesa in prossimità o al di sotto del valore stimato concordemente come tasso "naturale", l'inflazione è ancora rallentata nel corso dell'anno. Pur essendovi indicazioni di cambiamenti comportamentali nei mercati interni, il favorevole decorso dell'inflazione è stato probabilmente influenzato anche dall'andamento economico meno sostenuto in Giappone e in Europa. Nonostante il deprezzamento del dollaro durante il primo semestre dell'anno e l'emergere di strozzature di capacità all'interno, le pressioni della domanda hanno potuto essere attenuate attraverso le importazioni da altri paesi con un più ampio margine di capacità inutilizzata.

Dopo i segni di ripresa manifestatisi nel 1994, l'economia del *Giappone* è tornata a segnare il passo agli inizi dello scorso anno. Di conseguenza, il tasso ufficiale di disoccupazione è salito a valori storicamente alti e il livello aggregato

di sottoimpiego, tenendo conto della disoccupazione occulta per l'effetto di "scoraggiamento" e della manodopera inutilizzata ma ancora trattenuta dalle aziende, è aumentato in misura persino maggiore. Tuttavia, il profilo della crescita economica è mutato sostanzialmente nel corso dell'anno. Durante il primo semestre l'espansione del prodotto è diminuita per effetto di diversi fattori negativi che si sono rafforzati a vicenda, creando un contesto deflazionistico trasmessosi gradualmente dai prezzi alle quantità. Il terremoto di Kobe, il forte apprezzamento del cambio, i decrescenti prezzi delle attività e la fragilità del settore finanziario sono tutti fattori che hanno concorso a indebolire la fiducia e la spesa delle imprese e dei consumatori. Inoltre, poiché le misure di liberalizzazione dell'economia sono state finora modeste, le imprese minori hanno incontrato particolari difficoltà nell'adeguarsi ai decrescenti prezzi dei prodotti e al rapido aumento delle importazioni a basso costo da altri paesi asiatici. Infine, l'esigenza di correggere la precedente sovraccapitalizzazione insieme alla forte contrazione delle esportazioni nette ha rallentato sia la ripresa dei profitti che gli investimenti delle imprese.

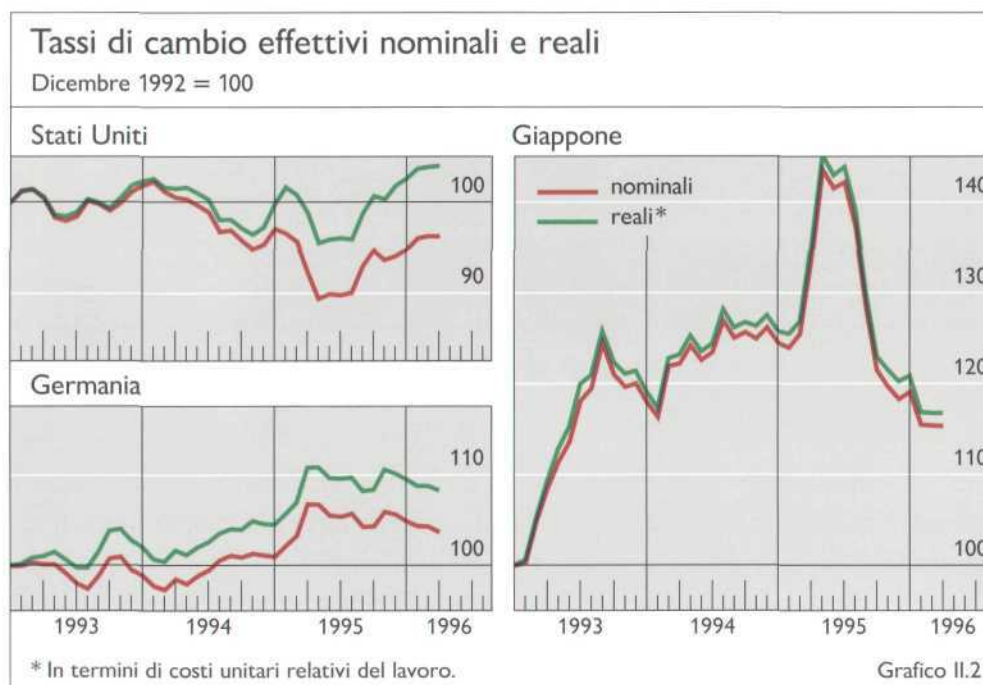
... mentre l'economia giapponese segna dapprima il passo ...

Questa tendenza cedente si è invertita nella seconda metà dell'anno. La crescita del prodotto aggregato ha ripreso slancio dopo le misure di stimolo fiscale e monetario, una correzione del tasso di cambio, il recupero del mercato azionario e il ritorno a utili positivi delle imprese. Nondimeno, il ritmo della ripresa è stato finora alquanto fiacco rispetto ai parametri del passato, poiché hanno continuato ad agire da freno sulla spesa delle famiglie e delle imprese ostacoli strutturali e altri fattori di fondo.

... per poi riprendere slancio

In *Germania*, nel primo semestre dell'anno la crescita economica si è indebolita ma è rimasta su valori positivi, in quanto la spesa delle famiglie ha mostrato una sorprendente tenuta, nonostante l'indirizzo più restrittivo della politica fiscale, e la progressiva ripresa degli investimenti fissi delle imprese ha ampiamente compensato il calo nell'edilizia residenziale e negli investimenti pubblici.

Indebolimento della crescita in Germania ...



Inoltre, le esportazioni nette hanno continuato ad aumentare malgrado l'apprezzamento del cambio.

... dovuto all'apprezzamento del cambio e ad aggiustamenti nelle scorte

Tuttavia, diversamente dagli andamenti in Giappone e negli Stati Uniti, nel secondo semestre dell'anno la crescita è ulteriormente rallentata in Germania sotto l'influsso di vari fattori negativi. In particolare, l'apprezzamento effettivo del marco tedesco durante il primo semestre del 1995 (grafico II.2), ancor più pronunciato in termini reali a causa del forte aumento dei salari, ha eroso notevolmente la competitività tedesca. Sebbene le imprese siano riuscite a controbilanciare in parte l'effetto di questo apprezzamento mediante più rapidi guadagni di produttività, la crescita delle esportazioni è comunque diminuita. Inoltre, il deterioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, in parte dovuto al tentativo delle imprese di accrescere la produttività, ha progressivamente intaccato la fiducia e la spesa dei consumatori. Infine, di fronte alla debole crescita della domanda finale, le imprese hanno tagliato la produzione per ridurre un involontario accumulo di scorte e alla ripresa degli investimenti ha fatto seguito un calo.

Altri paesi europei

La crescita rallenta anche in Francia...

Dati gli stretti legami commerciali esistenti all'interno dell'Europa, il rallentamento economico in Germania si è propagato ad altri paesi, alcuni dei quali erano già alle prese con un indebolimento della domanda interna. In *Francia*, la crescita è stata alquanto sostenuta durante il primo semestre dello scorso anno, grazie in parte agli incentivi all'acquisto di automobili e alle anticipazioni di spese in vista dell'aumento dell'IVA. Tuttavia, frenata dal livello costantemente elevato dei tassi d'interesse reali in presenza di incertezze sul bilancio pubblico, durante l'estate l'economia ha cominciato a perdere slancio. Il graduale peggioramento delle condizioni sul mercato del lavoro ha depresso la fiducia dei consumatori, inducendo le famiglie a incrementare il risparmio e a ridurre la spesa in beni durevoli e in abitazioni. Quando anche la crescita delle esportazioni nette è divenuta negativa, l'inatteso indebolimento della domanda finale ha costretto le imprese a ridimensionare le scorte e gli investimenti.

... Belgio ...

Alcuni fra i paesi più strettamente legati alla Germania (benché non tutti) hanno parimenti incontrato difficoltà. Il *Belgio*, con una quota del commercio estero sul PIL pari a circa il 70% e una forte dipendenza dalle esportazioni di materie prime e semilavorati, è stato particolarmente colpito dal ciclo delle scorte del 1994-95 (si veda oltre). Anche la spesa in consumi è stata debole, in quanto la progressione dei redditi reali delle famiglie è stata frenata dalla crescente disoccupazione e dalla politica fiscale restrittiva, cosicché il saggio di risparmio, prossimo al 20%, è risultato nuovamente il più alto in Europa. Di conseguenza, nel corso dell'anno la crescita del prodotto aggregato è calata in misura significativa. E ancor più marcata è stata la sua contrazione in *Svizzera*, che ha risentito del forte apprezzamento della moneta, con ripercussioni particolarmente sfavorevoli per il turismo. Altri fattori alla base del peggioramento della dinamica del prodotto reale in Svizzera sono stati la debole fiducia dei consumatori, dopo diversi anni di salari reali decrescenti, e il calo dell'attività nell'edilizia residenziale come effetto ritardato del boom delle costruzioni alla fine degli anni ottanta.

... e Svizzera ...

Tuttavia, altri paesi dell'Europa continentale sono stati meno colpiti finora dal rallentamento economico registrato dal loro principale partner commerciale. In *Austria* l'impatto dell'apprezzamento effettivo del cambio è stato in parte controbilanciato dall'aumento delle esportazioni verso l'Europa orientale e dalla forte espansione degli investimenti. Inoltre, gli elevati guadagni di produttività, ottenuti senza aggravare la disoccupazione, hanno consentito un'espansione dei redditi da lavoro reali e dei consumi delle famiglie. Anche *Danimarca* e *Paesi Bassi* hanno beneficiato di una crescita relativamente vigorosa, accompagnata da un lento miglioramento dei mercati del lavoro e da una spesa delle famiglie alquanto sostenuta. Un altro fattore propulsivo in entrambi i paesi è stato rappresentato dagli investimenti fissi delle imprese che peraltro hanno anche stimolato le importazioni di beni strumentali.

... mentre è relativamente sostenuta in altri paesi europei

Per quanto concerne i partner più lontani, lo scorso anno *Grecia* e *Portogallo* hanno migliorato sensibilmente i loro risultati economici, nonostante l'indirizzo più restrittivo della politica di bilancio. Una forte crescita delle esportazioni caratterizza l'economia portoghese da alcuni anni, anche se, a causa dell'ampio squilibrio iniziale, nel 1995 il contributo della domanda estera alla crescita ha continuato a essere negativo. Contrariamente alla maggior parte degli altri paesi, in Portogallo il settore delle costruzioni è stato dinamico, ma la spesa delle famiglie è rimasta stagnante in un contesto di restrizione fiscale e salariale e di disoccupazione in aumento. Dopo la recessione del 1994, la crescita in *Turchia* ha segnato una notevole ripresa lo scorso anno. Trainata dai consumi privati e sostenuta da una forte espansione del credito e da un certo allentamento della politica di bilancio, la spesa interna in termini reali potrebbe essere aumentata di quasi il 10%. Tuttavia, poiché un simile tasso superava di gran lunga la capacità produttiva disponibile, il forte aumento delle importazioni insieme alla più lenta crescita delle esportazioni ha limitato notevolmente la crescita del PIL.

Nei paesi che avevano sperimentato ampi deprezzamenti del cambio nel 1992-93, le determinanti interne si sono gradualmente sostituite alle esportazioni nette come principale motore della crescita (grafico II.3). Ciò vale in particolare per *l'Italia*, dove lo scorso anno la spesa per investimenti è aumentata fortemente in risposta agli elevati profitti e a strozzature di capacità nel settore delle esportazioni. Tuttavia i consumi delle famiglie sono rimasti deboli, in gran parte a causa della perdurante diminuzione dei salari reali. Nel *Regno Unito*, per contro, gli investimenti sono stati sorprendentemente deboli dato il buon livello dei profitti. L'attività è stata fiacca anche nel settore delle costruzioni residenziali e i prezzi delle abitazioni sono scesi per gran parte dell'anno. Viceversa, i consumi privati sono stati alquanto sostenuti, compensando in parte il calo delle esportazioni nette. Queste ultime hanno segnato una crescita più lenta, lo scorso anno, anche in *Finlandia*, *Norvegia* e *Svezia*, mentre gli investimenti fissi delle imprese sono aumentati a tassi superiori al 10% in tutti e tre i paesi. Contrariamente al passato, anche in *Spagna* la ripresa è stata trainata dagli investimenti piuttosto che dai consumi delle famiglie. Per giunta, la dinamica dei salari è rimasta moderata, forse per effetto delle misure di deregolamentazione. Infine, grazie a un'espansione eccezionalmente vigorosa sia delle esportazioni nette sia delle componenti interne della domanda, *l'Irlanda* ha fatto registrare il più alto tasso medio di crescita (5,5%) degli ultimi tre anni nel mondo industriale.

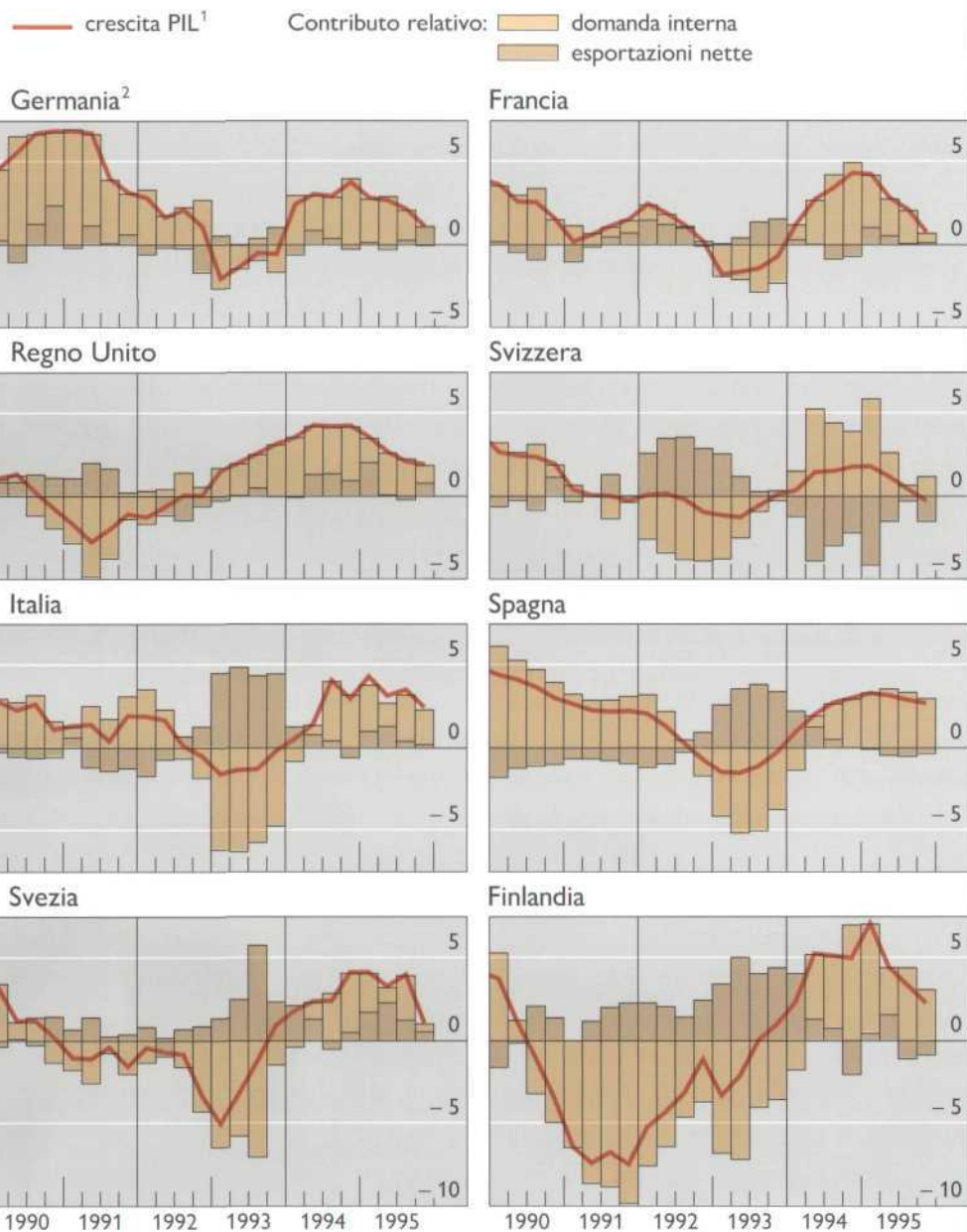
Rafforzamento della domanda interna in Italia ...

... nel Regno Unito ...

... e in alcuni altri paesi europei

Contributo di domanda interna ed esportazioni nette alla crescita del PIL

In percentuale e punti percentuali



¹ Variazioni su quattro trimestri. ² Prima del 1992, solo Germania occidentale.

Fonte: statistiche nazionali.

Grafico II.3

Altri paesi industriali

Negli altri paesi industriali (Canada, Australia e Nuova Zelanda), la crescita è rallentata notevolmente lo scorso anno, per l'effetto congiunto di fattori specifici e della fase relativamente avanzata del ciclo economico. Risentendo del netto calo delle esportazioni verso gli Stati Uniti e di una politica di bilancio più restrittiva, nel primo semestre dell'anno il prodotto ha ristagnato in *Canada*. Particolarmente pronunciato è stato il rallentamento della spesa delle famiglie, mentre gli investimenti fissi delle imprese e la variazione delle scorte hanno fornito un

Decelerazione in
Canada ...

contributo positivo alla crescita. Nel secondo semestre l'economia si è ripresa grazie a un recupero delle esportazioni, ma la forte correzione seguita a un accumulo di scorte in parte involontario ha fatto sì che per l'insieme dell'anno il tasso di sviluppo abbia superato di poco il 2%. Anche la crescita dell'occupazione totale è rallentata, pur con andamenti differenziati a livello di settore. Gli occupati sono diminuiti fortemente nel settore pubblico a causa di tagli di spesa, ma tale flessione è stata più che compensata da un aumento nel settore privato, con un conseguente calo del tasso di disoccupazione.

Il rallentamento della crescita in *Australia* e in *Nuova Zelanda* può essere attribuito alla concomitanza di politiche più restrittive, di una decelerazione degli investimenti fissi delle imprese e, in Australia, di una forte contrazione nell'edilizia residenziale a seguito del rialzo dei tassi ipotecari nel 1994. In Nuova Zelanda, per contro, una sostenuta domanda di abitazioni ha fatto salire i prezzi delle proprietà immobiliari di oltre il 35% negli ultimi due anni. In entrambi i paesi i consumi delle famiglie sono rimasti relativamente sostenuti, mentre il contributo delle esportazioni nette è stato negativo, anche se la crescita delle importazioni è rallentata di pari passo con gli investimenti.

...in Australia e in Nuova Zelanda

Dinamica del prodotto: incidenza delle determinanti e delle politiche economiche

Alcune caratteristiche comuni

Malgrado i divergenti profili della crescita, lo scorso anno si sono potute osservare anche talune caratteristiche comuni. Una di esse è la debole spesa delle famiglie. Nella maggior parte dei paesi i saggi di risparmio delle famiglie avevano registrato un forte calo nella precedente ripresa congiunturale, mentre la loro contrazione è stata molto meno pronunciata in questa fase espansiva (tabella II.1). In effetti, l'assenza di una solida ripresa in Giappone può essere attribuita in parte all'aumento del risparmio delle famiglie lo scorso anno. Importanti ragioni alla base di questo comportamento sono il saggio di risparmio generalmente basso registrato all'inizio dell'ultima ripresa, nonché il desiderio delle famiglie di ripristinare le loro precedenti posizioni finanziarie, sebbene anche altri fattori abbiano contribuito ad accrescere la cautela delle famiglie.

Caratteristiche comuni:

saggi di risparmio relativamente alti...

Come si vedrà più oltre, sia nel 1994 che nel 1995 le politiche di bilancio sono state rese più stringenti. La conseguente minore crescita del reddito disponibile delle famiglie ha direttamente contribuito alla debolezza della spesa. Possono aver agito negativamente anche le aspettative di ulteriori restrizioni fiscali. Un altro fattore è costituito dalla lenta dinamica dei redditi da lavoro reali, per l'effetto congiunto della moderazione salariale e dei tassi di disoccupazione costantemente elevati o in aumento. Questo influsso è particolarmente evidente in paesi come Italia e Belgio (grafico II.4), dove i salari reali sono diminuiti oppure la loro progressione è stata frenata dai limiti amministrativi posti alla crescita delle retribuzioni nominali. Un andamento analogo, sebbene meno pronunciato, è riscontrabile in Germania, Francia e Svizzera.

...connessi alle politiche di bilancio e alla crescita lenta dei salari reali;

Una seconda caratteristica comune, e altresì un importante fattore che spiega la brusca decelerazione tra la fine del 1994 e gli inizi del 1995, è l'inversione nel ciclo delle scorte. Mentre nella seconda metà del 1994 le variazioni

inversione nel ciclo delle scorte;

Risparmio delle famiglie nelle precedenti fasi espansive in determinati paesi				
Variazione percentuale cumulativa del saggio di risparmio dopo la recessione				
Paesi	Ultimo anno di recessione	Anni dopo la recessione		
		1	2	3
Stati Uniti	1982	-2,1	-2,5	- 4,4
	1991	0,2	-0,9	- 2,8
Giappone	1983	-0,2	-0,6	- 1,1
	1993	-0,6	-0,6	..
Germania	1982*	-1,6	-2,8	- 4,0
	1993	-0,7	-1,3	..
Francia	1983	-1,5	-3,8	- 6,5
	1993	-0,5	-0,3	..
Italia	1983	-1,7	-5,1	- 9,2
	1993	-1,0	-3,2	..
Regno Unito	1981	-1,3	-4,3	- 5,8
	1992	-0,9	-3,5	- 5,6
Canada	1982	-3,2	-6,2	-10,9
	1991	0,5	0,2	- 1,7
Belgio	1981	-2,6	-3,8	- 6,5
	1993	-1,2	-3,0	..
Svezia	1981	-3,5	-6,2	- 9,2
	1993	0,3	0,2	..

* Solo Germania occidentale.
 Fonti: OCSE, "Economic Outlook"; statistiche nazionali.

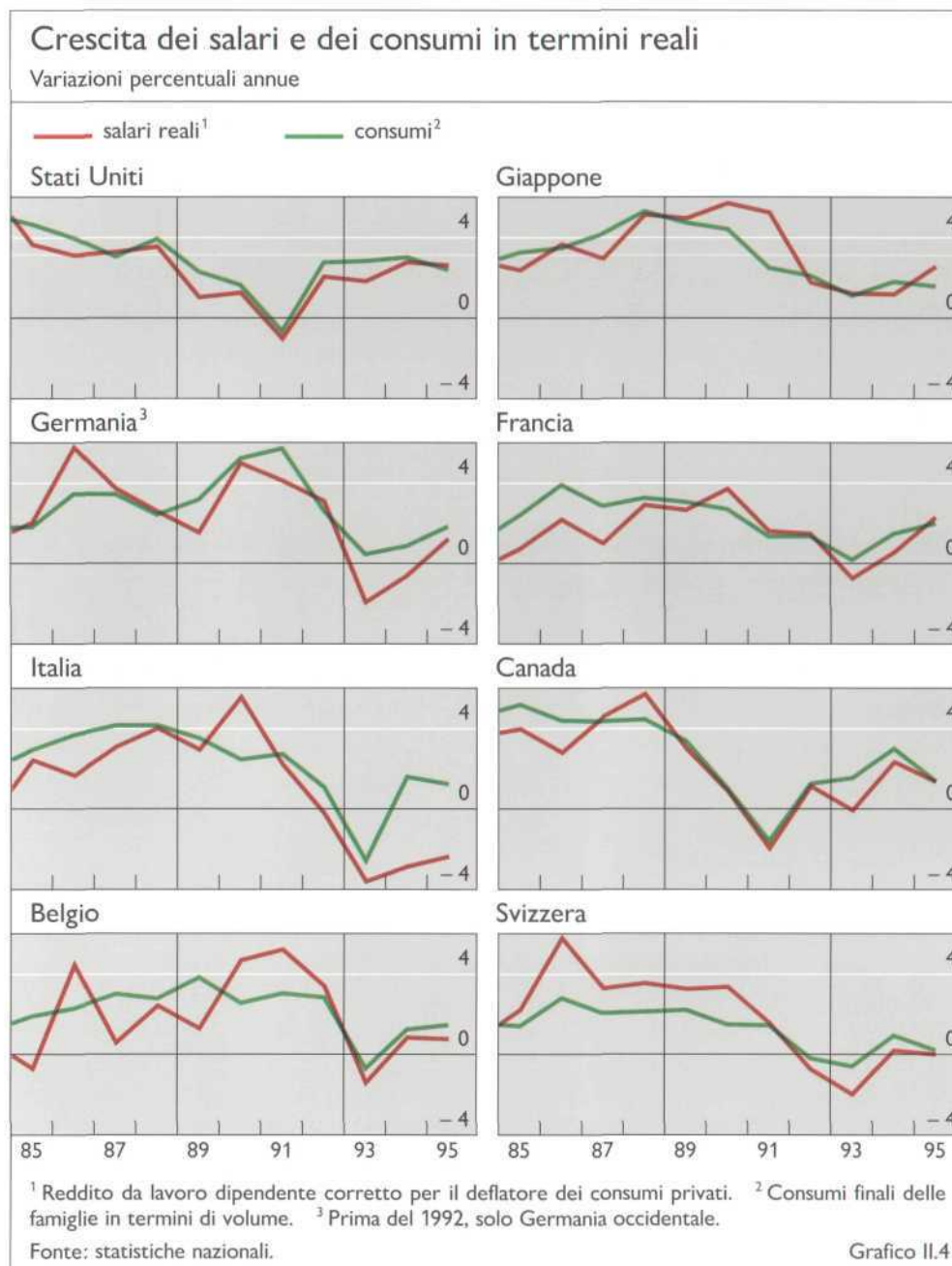
Tabella II.1

nelle giacenze avevano contribuito per quasi un punto percentuale al tasso di aumento del PIL su base annua nei paesi del Gruppo dei Sette, nei primi sei mesi del 1995 il contributo di questo fattore è stato negativo. E anzi, in diversi paesi, tra cui Stati Uniti, Germania e Francia, il tentativo delle imprese di correggere l'eccessivo accumulo di scorte ha agito da freno sulla crescita durante tutto l'anno.

Una terza caratteristica, presente in vari paesi, sebbene con più eccezioni delle due precedenti, è la sostenutezza degli investimenti fissi delle imprese, il che è particolarmente notevole se si considera il ritmo lento della ripresa. Un esempio tipico di paese con un'elevata spesa in conto capitale è la Svizzera. Pur in presenza di una debole congiuntura, gli investimenti fissi delle imprese sono aumentati di quasi il 35% dal 1993. Tipica appare anche la loro composizione, con una predominanza degli investimenti in macchinari e attrezzature. Nonostante il netto calo dei costi unitari del lavoro in termini reali, i salari in rapporto al costo del capitale sono saliti in conseguenza della flessione dei prezzi dei beni strumentali e dei tassi d'interesse nominali. Questo spostamento nei prezzi relativi, insieme alle crescenti pressioni competitive e al fatto che le nuove attrezzature sono ad alto contenuto di progresso tecnologico, ha fornito alle imprese un forte incentivo a sostituire la manodopera con capitale. Tuttavia, vi sono stati anche paesi (Germania, Francia e Regno Unito) in cui gli investimenti delle imprese sono stati deboli, in rapporto sia alla ripresa ciclica precedente sia alla solidità dei profitti.

e forti investimenti
in macchinari e
attrezzature...

... pur con
eccezioni



Politiche fiscali e monetarie

Lo scorso anno le politiche macroeconomiche hanno esercitato un potente influsso sul profilo della crescita e sulla composizione della domanda. Nella maggior parte dei paesi, la politica di bilancio è stata inasprita in misura significativa (tabella II.2), mentre vi è stato un allentamento della politica monetaria (si veda il Capitolo IV). Considerati i tempi diversi con cui le politiche di bilancio e monetaria agiscono sulla spesa, questa mutata "policy mix" può contribuire a spiegare il rallentamento economico e, insieme alle variazioni nelle scorte, la generale aspettativa che la crescita riprenderà vigore nel prosieguo del 1996.

Dati gli stretti legami finanziari tra i paesi, la caduta dei tassi d'interesse è stata generalizzata, anche se i loro livelli in termini sia nominali che reali continuano a differire. Per contro, il grado di inasprimento fiscale è variato

Mutata combinazione delle politiche...

Saldi finanziari e debito delle amministrazioni pubbliche

In percentuale del PIL effettivo o potenziale

Paesi	Saldi finanziari netti				Saldi strutturali				Passività finanziarie lorde			
	1980	1990	1994	1995 ¹	1980	1990	1994	1995 ¹	1980	1990	1994	1995 ¹
Stati Uniti	- 1,3	- 2,5	- 2,3	-2,0	- 1,2	- 3,0	- 2,5	-2,0	37,3	53,7	61,0	62,1
Giappone	- 4,4	2,9	- 2,0	-3,5	- 4,7	1,7	- 1,0	-1,8	51,2	65,0	73,6	81,1
Germania	- 2,9	- 2,1	- 2,6	-3,5	- 3,9	- 3,1	- 1,8	-2,7	32,8	43,4	50,5	59,0
Francia	- 0,0	- 1,6	- 6,0	-5,0	- 0,4	- 2,2	- 4,1	-3,5	20,1	34,2	48,7	51,5
Italia	- 8,6	-10,9	- 9,0	-7,4	- 9,7	-11,7	- 7,4	-6,1	57,7	98,0	125,5	125,0
Regno Unito	- 3,4	- 1,2	- 6,9	-5,7	- 3,2	- 3,1	- 5,3	-4,6	54,0	35,3	50,5	51,8
Canada	- 2,8	- 4,1	- 5,3	-4,2	- 2,9	- 4,7	- 4,0	-3,0	44,3	73,1	95,6	97,3
Australia	- 1,7	0,6	- 4,0	-2,0	- 1,9	0,4	- 4,0	-2,5	...	23,5	36,1	38,1
Austria	- 1,7	- 2,2	- 4,5	-6,0	- 2,9	- 3,2	- 4,0	-5,5	37,3	58,3	65,0	69,2
Belgio	- 9,3	- 5,8	- 5,3	-4,4	-11,6	- 6,6	- 3,7	-2,8	78,7	130,5	136,0	134,0
Danimarca	- 3,3	- 1,5	- 3,8	-1,9	- 3,4	- 0,6	- 2,5	-1,0	37,7	59,6	75,6	75,0
Finlandia	3,4	5,4	- 6,3	-5,7	2,2	2,7	- 2,6	-3,8	12,1	14,5	60,0	61,5
Grecia	- 2,6	-14,1	-11,4	-9,2	- 3,8	-13,6	-11,0	-8,5	33,1	82,7	114,0	115,5
Irlanda	-12,1	- 2,3	- 2,3	-2,3	-12,6	- 2,4	- 1,0	-2,0	71,3	97,4	90,3	83,9
Norvegia ²	5,2	2,3	0,4	2,0	- 4,2	- 1,0	- 5,0	-4,5	47,6	32,5	40,5	41,5
Paesi Bassi	- 4,3	- 5,1	- 3,2	-3,3	- 5,1	- 6,4	- 2,5	-2,8	46,8	78,8	78,1	78,8
Portogallo	5,6	- 5,5	- 5,8	-5,4	4,7	- 7,2	- 4,2	-3,5	43,0	68,6	69,5	70,2
Spagna	- 2,2	- 4,1	- 6,6	-6,0	- 1,0	- 6,7	- 5,0	-4,6	18,3	45,3	63,2	65,8
Svezia	- 4,0	4,2	-10,4	-8,3	- 4,4	1,4	- 8,6	-7,0	41,3	43,3	79,5	75,8
Svizzera	0,0	- 0,0	- 3,0	-2,5	0,0	- 1,2	- 2,0	-1,7	43,0	31,0	47,0	49,0

¹ Dati provvisori. ² Saldo strutturale al netto della produzione e dei proventi del settore petrolifero.

Fonti: Commissione europea, "European Economy"; FMI, "World Economic Outlook"; OCSE, "Economic Outlook"; statistiche nazionali.

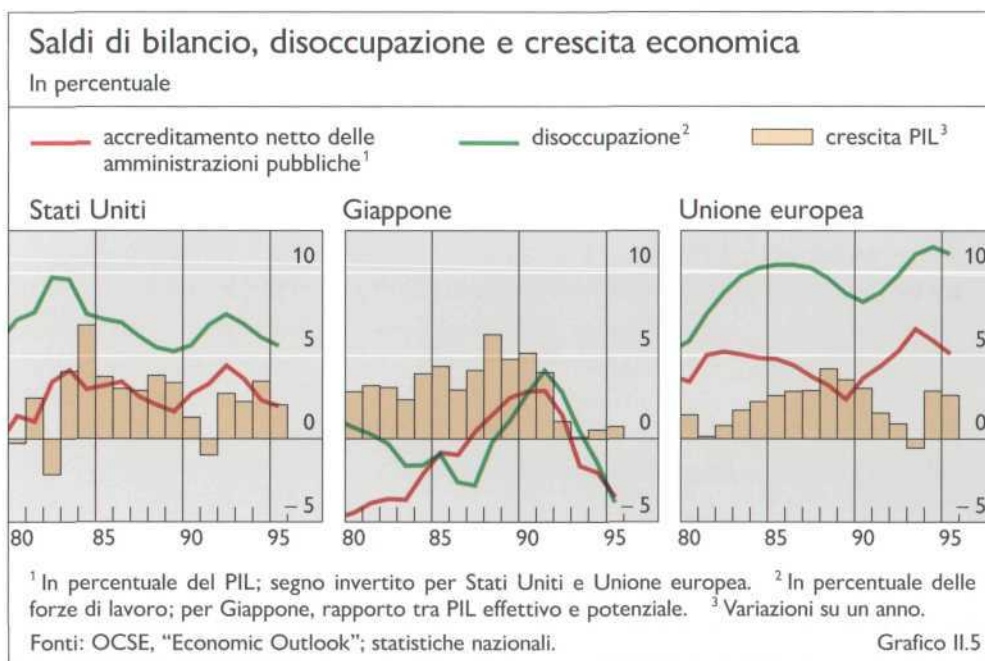
Tabella II.2

... con un inasprimento della componente fiscale

notevolmente. Esso è stato particolarmente pronunciato nei paesi con un rapporto debito pubblico/PIL del 70% o più, sebbene anche paesi con indici di indebitamento più bassi (ad esempio Regno Unito e Australia) abbiano adottato un indirizzo più restrittivo. D'altra parte, i disavanzi strutturali sono di fatto aumentati in Germania, Austria, Irlanda e particolarmente in Giappone. In effetti, dalla recessione iniziata nel 1991 il disavanzo strutturale giapponese è aumentato nella misura di oltre il 5% del PIL ed è previsto un ulteriore peggioramento nel primo semestre 1996. Nonostante l'azione di risanamento dei bilanci pubblici e il saldo attivo dei bilanci primari in due terzi dei paesi industriali, lo scorso anno gli indici di indebitamento lordo hanno continuato in genere ad aumentare. Inoltre, l'esigenza di austerità fiscale è evidenziata anche dagli effetti che le erogazioni previdenziali e sanitarie eserciteranno sul debito pubblico nel prossimo decennio.

I problemi "interconnessi" dell'alta disoccupazione e degli elevati disavanzi pubblici

Il riequilibrio dei bilanci pubblici è indispensabile alla sostenibilità economica nel lungo periodo. È tuttavia importante osservare a questo riguardo che una parte sostanziale degli accresciuti disavanzi di bilancio è imputabile ai maggiori



trasferimenti e sussidi sociali, gran parte dei quali sono direttamente o indirettamente collegati all'aumento della disoccupazione strutturale. Questo fenomeno è particolarmente evidente nell'Unione europea (grafico II.5), dove quasi metà dell'ampliamento del disavanzo dal 1979 (allorché i tassi di disoccupazione negli Stati Uniti e nella UE erano uguali) può essere attribuita a tale fattore. Da questa constatazione consegue che le riforme strutturali per riassorbire la disoccupazione svolgono un importante ruolo complementare alla restrizione fiscale nel ripristinare la sostenibilità di lungo periodo, tanto più in quanto tale restrizione in presenza di mercati del lavoro rigidi potrebbe invece provocare un ulteriore aumento della disoccupazione, che a sua volta rallenterebbe il miglioramento nella situazione di bilancio inizialmente preventivato.

Complementarietà fra restrizione di bilancio e politiche strutturali

Andamenti difforni sul mercato del lavoro

Sebbene lo scorso anno il tasso di disoccupazione sia regredito nella generalità dei paesi industriali, il calo è stato molto minore del previsto, con marcate variazioni nel corso dell'anno e differenze tra i paesi. Negli Stati Uniti esso è sceso a circa il 5¹/₂%; in Canada e Australia, grazie alla rapida crescita dell'occupazione, tale saggio è calato per il terzo anno consecutivo, benché nel primo paese la tendenza al miglioramento si sia arrestata nel corso del 1995 a seguito di tagli dei posti di lavoro nel settore pubblico. La disoccupazione si è ridotta anche nel Regno Unito, in questo caso parzialmente per effetto di una flessione delle forze di lavoro. D'altra parte, in un certo numero di altri paesi della UE a fine 1995, essa risultava più elevata rispetto a dodici mesi prima. Con l'indebolirsi della crescita economica l'occupazione, che nel primo semestre era aumentata, ha cominciato a flettere. In Giappone la disoccupazione ha raggiunto un nuovo massimo storico, pur rimanendo modesta se raffrontata a quella di altri paesi.

Differenti tendenze sul mercato del lavoro nel 1995 ...

Le disparità nell'andamento recente del mercato del lavoro tra Stati Uniti e paesi della UE sono in linea con le tendenze di più lungo periodo che hanno

... confermano
disparità di più
lungo periodo ...

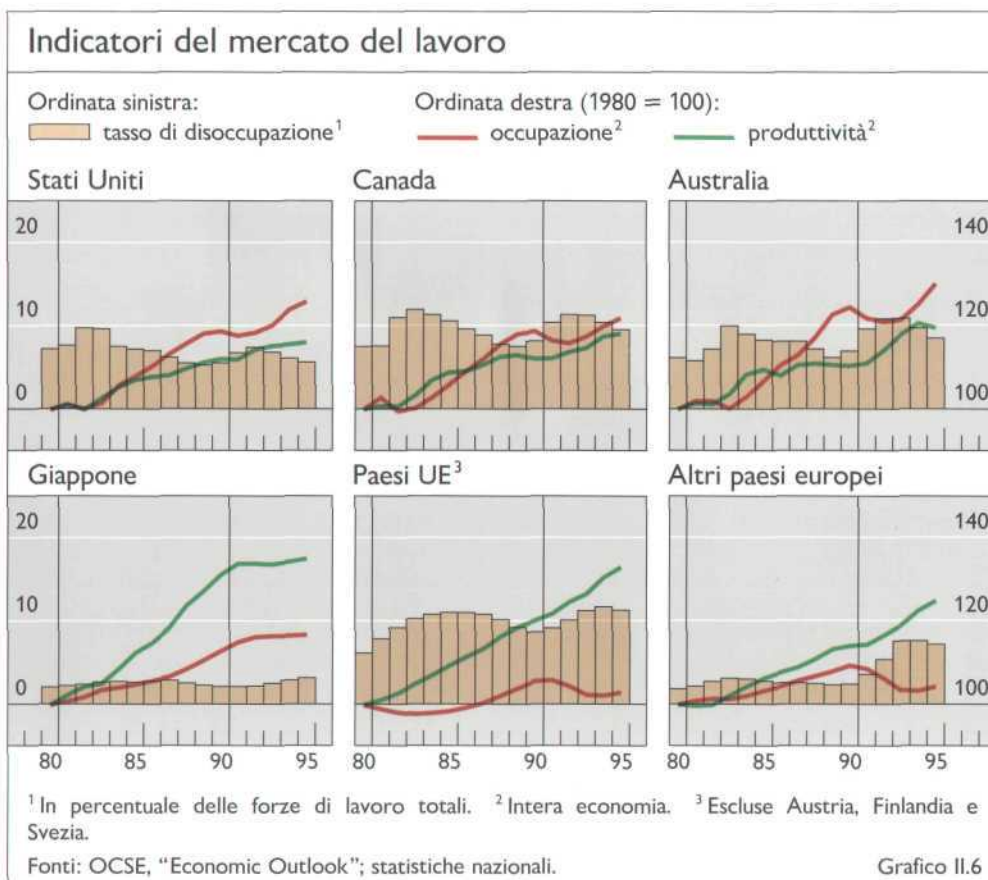
... dovute a imper-
fezioni del mercato

L'adattabilità
dei mercati
del lavoro ...

portato il tasso medio di disoccupazione nell'area UE a un livello doppio di quello degli Stati Uniti (grafico II.6). Inoltre, mentre in quest'ultimo paese il dibattito si è incentrato sulla possibilità che sia calato il tasso di disoccupazione "naturale" (ossia compatibile con un'inflazione stabile) rispetto agli anni settanta e ottanta, in Europa esso ha riguardato piuttosto la misura in cui il tasso naturale è aumentato (si veda la pagina 30) e il tipo di politiche che potrebbero impedirne un'ulteriore ascesa. Nel contesto europeo, tre aspetti distinti ma correlati hanno attirato in particolare l'attenzione: l'insufficiente adattabilità dei mercati del lavoro, per lo più derivante da misure a difesa dell'occupazione; la rigidità dei salari reali e relativi, solitamente legata a fattori istituzionali e normativi; e l'elevato livello dei costi del lavoro, da molti attribuito a varie categorie di oneri extrasalariali.

Adattabilità del mercato del lavoro: misurazione ed effetti

Gli indicatori dell'adattabilità del mercato del lavoro sono tipicamente espressione del rapporto fra i movimenti dell'occupazione e i corrispondenti movimenti del prodotto e della sua variabilità; in linea generale si ipotizza che, quanto più forte è la correlazione, tanto maggiore è l'adattabilità del mercato del lavoro. La tabella II.3 riporta indicatori di questo tipo insieme alla crescita dell'occupazione aggregata durante due sottoperiodi. Da essa si può rilevare come nel 1975-1985 la creazione di posti di lavoro e l'adattabilità (così come definite nella tabella) siano state molto minori nell'Europa continentale che nei paesi anglofoni, mentre il Giappone si colloca in una posizione intermedia. Il grado di adattabilità



risulta particolarmente basso in Italia, Francia e Belgio, dove ciò può essere ampiamente attribuito a varie misure di salvaguardia dell'occupazione, come l'elevato livello delle indennità di fine rapporto e di altri costi per la dismissione di manodopera, nonché agli ostacoli ai contratti di lavoro di breve durata o a tempo parziale. Tuttavia, durante il secondo sottoperiodo nell'area UE sono aumentate sia la creazione di posti di lavoro sia l'adattabilità, specie nei paesi che avevano adottato misure di deregolamentazione e liberalizzazione. In particolare, l'introduzione di contratti di lavoro a tempo determinato, oltre a una certa riduzione dei costi di licenziamento, ha migliorato sensibilmente l'adattabilità in Spagna e in Italia. In altri paesi, un analogo influsso positivo è stato esercitato dall'accresciuto impiego di manodopera a tempo parziale o dal passaggio a contrattazioni salariali decentralizzate, in cui i guadagni di produttività costituivano la condizione principale per incrementi salariali (come in Australia).

Le misure atte a migliorare l'adattabilità dei mercati del lavoro dovrebbero con il tempo accelerare la crescita dell'occupazione, ma non necessariamente nel breve periodo. Sebbene la riduzione dei costi di licenziamento e l'introduzione di contratti di lavoro su base temporanea accrescano la disponibilità delle imprese ad assumere manodopera in risposta a sviluppi favorevoli, tali provvedimenti abbassano anche i costi delle imprese per la dismissione di manodopera in presenza di sviluppi sfavorevoli. Inoltre, una maggiore adattabilità può incentivare le imprese a tagliare i costi e a migliorare la produttività del lavoro attraverso un ridimensionamento dell'organico sotto l'impatto di accresciute pressioni concorrenziali. Ciò può essere vitale per la sopravvivenza di imprese in un contesto più competitivo, ma implica anche che vengano creati meno posti di lavoro per unità

... è migliorata in Europa...

... ma potrebbe non riuscire ad accelerare la crescita dell'occupazione nel breve periodo ...

Crescita dell'occupazione, creazione di posti di lavoro e adattabilità						
Paesi	Crescita dell'occupazione ¹	Creazione di posti di lavoro ²	Adattabilità ³	Crescita dell'occupazione ¹	Creazione di posti di lavoro ²	Adattabilità ³
Stati Uniti	2,2	0,80	0,65	1,6	0,60	0,85
Canada	2,1	0,60	0,75	1,4	0,60	0,75
Australia	1,3	0,45	0,70	2,0	0,70	1,10
Nuova Zelanda	1,1	0,60	0,35	0,4	0,35	0,85
Giappone	1,1	0,25	0,35	1,1	0,40	0,35
Paesi UE ⁴	0,2	0,05	0,30	0,8	0,30	0,85
di cui: Germania	0,3	0,10	0,60	0,7	0,25	0,75
Francia	0,1	0,05	0,50	0,4	0,20	0,50
Italia	0,5	0,15	0,20	-0,1	<0 ⁵	1,20
Regno Unito	-0,1	<0 ⁵	0,85	0,4	0,15	0,90
Spagna	-1,6	<0 ⁵	0,80	1,0	0,30	1,30
Altri paesi ⁶	0,9	0,35	0,40	0,0	0,00	1,05

¹ Variazioni percentuali annue. ² Rapporto tra le variazioni percentuali nell'occupazione e nel PIL. ³ Rapporto tra scarti quadratici medi delle variazioni nell'occupazione e nel PIL. ⁴ Escluse Austria, Finlandia e Svezia. ⁵ Crescita negativa dell'occupazione coincidente con una crescita positiva del prodotto. ⁶ Austria, Finlandia, Norvegia, Svezia e Svizzera.

Fonti: OCSE, "Economic Outlook"; statistiche nazionali. Tabella II.3

di prodotto, in particolare allorché un numero progressivamente maggiore di imprese è esposto a tali pressioni. Infine, in alcuni casi i benefici della liberalizzazione del mercato del lavoro non si sono ancora esplicitati perché i mercati dei beni continuano a essere eccessivamente regolamentati.

Nella maggior parte dei paesi della UE, nonché in Australia, le varie misure d'anzi menzionate sembrano aver facilitato un più rapido e agevole aggiustamento alle variazioni nella domanda e nelle pressioni competitive, e di fatto hanno condotto a una maggiore creazione di posti di lavoro e a una leggera accelerazione nella crescita dell'occupazione. In altri paesi un più alto grado di adattabilità del mercato del lavoro si è invece accompagnato a un calo nella creazione di posti di lavoro e/o nella crescita dell'occupazione. Come mostra la tabella, ciò è avvenuto dopo il 1985 negli Stati Uniti ed è forse particolarmente evidente in paesi come Finlandia e Svezia, che nel periodo 1985–1995 hanno subito recessioni indotte dal cambio. Una minore crescita dell'occupazione e dei posti di lavoro è altresì riscontrabile in Nuova Zelanda, dove la liberalizzazione del mercato del lavoro, essendo iniziata nella metà degli anni ottanta, è più avanzata che nella maggior parte degli altri paesi. Tuttavia, l'esperienza di questo paese mostra altresì gli effetti benefici finali di un'accresciuta adattabilità, anche se i tempi dell'aggiustamento sono spiacevolmente lunghi: negli anni novanta la crescita dell'occupazione ha raggiunto in media quasi il 2% l'anno e il tasso di creazione di posti di lavoro è risultato più alto che nel periodo di regolamentazione.

... anche se agirà in tal senso a più lunga scadenza

Il problema della disoccupazione di lungo periodo

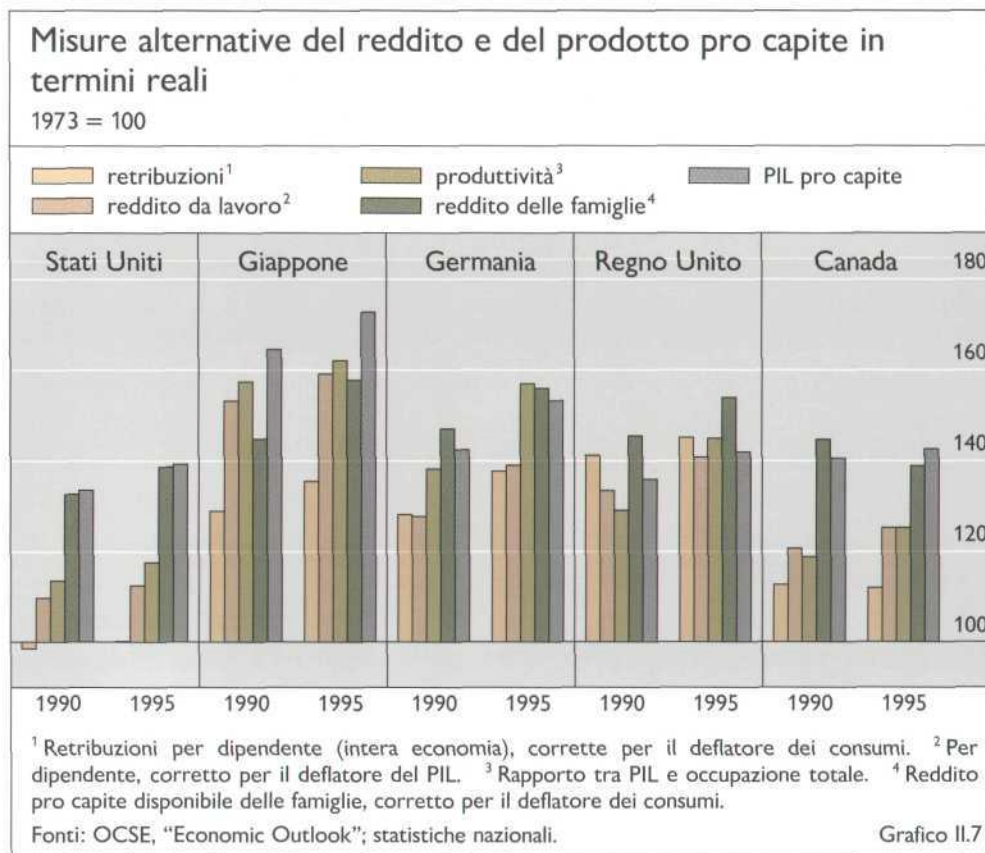
Secondo altri indicatori basati sui flussi nel mercato del lavoro, non sembra che una carente adattabilità abbia impedito agli occupati in Europa di entrare e uscire dall'impiego. Il problema è piuttosto che vengono creati troppo pochi posti di lavoro rispetto a quelli che vengono distrutti. Di conseguenza l'uscita dalla disoccupazione è molto lenta, e ciò implica che chi ha perso il posto rimane senza lavoro per un periodo molto lungo. Pertanto le politiche volte a migliorare l'adattabilità devono essere integrate da misure finalizzate ai disoccupati di lungo periodo. Provvedimenti di questo tipo sono stati sperimentati con un certo successo nel Regno Unito e in Australia.

Rigidità salariali

Rigidità attribuibile ai salari relativi

Questo problema ha diverse dimensioni possibili. Anzitutto, i salari reali *aggregati* potrebbero non essere sufficientemente reattivi ad aumenti della disoccupazione e a variazioni nella produttività e nelle ragioni di scambio, da cui essi in definitiva dipendono. Tuttavia questo aspetto del problema pare essere meno grave che in passato. Infatti, uno sviluppo sorprendente degli ultimi 10–15 anni in Europa è che la quota del reddito da lavoro è diminuita in tutti i paesi.

Il problema della rigidità salariale tende oggi a essere associato piuttosto alle retribuzioni *relative*. Mentre negli Stati Uniti e nel Regno Unito le variazioni nella domanda relativa di vari tipi di lavoro hanno determinato un calo nelle retribuzioni della manodopera non qualificata rispetto a quella qualificata, nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale gli spostamenti relativi sono stati minimi. Di conseguenza, la quota della manodopera non qualificata incapace di trovare un lavoro è aumentata più che negli Stati Uniti.



Un'argomentazione addotta di frequente contro la flessibilità delle retribuzioni relative è che essa conduce a una più lenta crescita della produttività e al ristagno dei salari medi reali, perché un'ampia parte delle forze di lavoro può trovare unicamente impieghi a bassa remunerazione, e le imprese hanno un incentivo a offrire tali impieghi se i salari della manodopera non qualificata sono bassi e flessibili. Uno sviluppo menzionato spesso a questo riguardo è che dal 1973 i "real earnings" per addetto negli Stati Uniti sono calati di oltre il 10%. Questo dato è riferito tuttavia a una definizione di salario restrittiva, mentre in un'accezione allargata (grafico Il.7) le retribuzioni reali risultano stabili. Ma anche da questo parametro più ampio non emerge che negli Stati Uniti a livello individuale la situazione non è mediamente migliorata rispetto a quella di 25 anni fa, in quanto una quota crescente del reddito da lavoro consiste di benefici extrasalariali; includendo tali benefici, gli occupati hanno fruito di un incremento reale di reddito del 10%. Un altro punto di importanza cruciale a questo riguardo è che, grazie a un'elevata adattabilità del mercato del lavoro, la quota della popolazione attiva è oggi più alta che nel 1973. Tenendo conto di tutto ciò, nonché dell'aumento dei trasferimenti pubblici netti a favore delle famiglie, il reddito reale pro capite di queste è aumentato di quasi il 40% dal 1973, ossia con lo stesso ritmo del PIL pro capite. Tuttavia, vi sono anche indicazioni secondo cui il personale dimesso ha oggi minori probabilità di trovare un nuovo lavoro remunerato nella stessa misura di quello "vecchio". Ciò può aver accresciuto l'insicurezza circa le future prospettive di impiego, deprimendo così la fiducia dei consumatori negli Stati Uniti.

Altri paesi hanno registrato tassi complessivi di crescita superiori a quello degli Stati Uniti, ma nella maggior parte dei casi ciò va attribuito al fatto che la

Decrescenti salari reali negli Stati Uniti...

... ma netto aumento del reddito reale

Crescita del
reddito reale in
altri paesi

dinamica della produttività ha beneficiato di un processo di “recupero” nei confronti delle tecnologie USA, sebbene a un ritmo progressivamente più lento. Inoltre, e questo aspetto è determinante per l’adattabilità, il generale rallentamento nella crescita della produttività a partire dagli anni settanta è stato molto minore negli Stati Uniti, nonostante un più ampio spostamento dell’occupazione dall’industria ai servizi rispetto alla maggior parte degli altri paesi. Inoltre, ad eccezione del Canada dove è parimenti aumentata la quota della popolazione attiva, altri paesi evidenziano un divario molto minore tra la progressione delle retribuzioni reali e quella del reddito delle famiglie. Nel Regno Unito, l’espansione piuttosto lenta del PIL pro capite può essere in parte attribuita alla flessione delle forze di lavoro.

Alti costi del lavoro

Alti costi del
lavoro in Europa...

Un raffronto tra i costi orari complessivi nel settore della trasformazione (tabella II.4) non lascia dubbi sul fatto che nell’Europa continentale, e in particolar modo in Germania, i costi del lavoro sono alti. È altresì evidente che una causa importante è l’elevata quota degli oneri extrasalariali, per la maggior parte rappresentati da contributi a titolo di pensioni e di altre provvidenze sociali. Inoltre, questi oneri sono alquanto insensibili a fattori ciclici e ad altri influssi e incidono maggiormente, a causa dei minimi di aliquota applicati ai contributi, sui lavoratori a salario relativamente basso, i cui impieghi sono già in pericolo per altre ragioni. Pertanto, la componente extrasalariale è un importante fattore che

Costi totali del lavoro nel settore manifatturiero in determinati paesi				
Paesi	Costi orari totali del lavoro nel 1995			Contributi sociali e imposte sulla massa salariale in percentuale del gettito fiscale (1993)
	Indici basati su dati in una moneta comune Germania = 100	di cui ¹ :		
		salari	costi extra- salariali	
Germania	100	55	45	39
Giappone	75	59	41	34
Francia	61	54	46	47
Stati Uniti	55	71	29	29
Italia	52	50	50	37
Canada	49	74	26	17
Regno Unito	45	73	27	18
Ungheria ²	10	50	50	39
Repubblica Ceca ²	7	60	40	35
Singapore ²	23	68	32	30 ³
Corea ²	19	70	30	8
Malaysia ²	6	76	24	15 ³

¹ In percentuale dei costi totali del lavoro. ² Sulla base dei dati del 1994. ³ Compresi i contributi ai fondi di previdenza pubblici.
 Fonti: Institut der Deutschen Wirtschaft, “IW-Trends”; FMI, “Government Finance Statistics”; OCSE, “Revenue Statistics”; Confederazione svedese dei datori di lavoro; statistiche nazionali.
 Tabella II.4

spiega non soltanto l'elevato livello dei costi complessivi del lavoro, ma anche la rigidità delle retribuzioni relative.

Gli alti costi del lavoro possono aver frenato la crescita dell'occupazione anche fornendo alle imprese un incentivo a investire all'estero anziché in patria. Lo scorso anno, ad esempio, gli investimenti diretti esteri della Germania sono balzati a un livello record. Sebbene siano aumentati anche gli afflussi di investimenti diretti dall'estero, nel corso degli anni novanta i deflussi cumulativi netti hanno raggiunto l'importo di DM 180 miliardi, equivalenti a oltre il 10% degli investimenti interni in macchinari e attrezzature. L'effetto netto di questi deflussi è ovviamente incerto. L'investimento di queste risorse in Germania avrebbe aumentato la domanda e il prodotto a livello aggregato, ma il connesso incremento di occupazione sarebbe stato proporzionalmente assai inferiore (tabella II.3). Inoltre, l'alternativa agli investimenti all'estero avrebbe potuto essere un potenziamento della posizione finanziaria delle imprese. Infine, una larga parte degli investimenti diretti esteri della Germania è finalizzata a rafforzare la rete di marketing e di servizi all'estero, contribuendo a preservare i posti di lavoro nelle imprese interne orientate alle esportazioni.

... con effetti possibili ma incerti sull'occupazione

Un modo spesso proposto per fronteggiare il problema della disoccupazione in Europa è quello di alleviare l'onere dei costi extrasalariali rendendo più efficiente l'assistenza sanitaria e/o riducendo i contributi sociali. Questa soluzione è auspicabile a condizione che i minori costi extrasalariali non si traducano in un aumento delle retribuzioni. Inoltre, poiché i contributi sociali concorrono a una quota importante delle entrate del settore pubblico (in alcuni casi per quasi il 50%), le iniziative per ridurre questa componente dei costi extrasalariali dovrebbero accompagnarsi ad altre misure di riequilibrio dei bilanci.

Misure per ridurre i costi extrasalariali

Osservazioni conclusive

Anche se varie iniziative di politica del lavoro sembrano aver migliorato l'adattabilità dei mercati del lavoro europei negli ultimi anni, i progressi sono stati molto lenti. La flessibilità delle retribuzioni relative è tuttora minore nell'Europa continentale che negli Stati Uniti e i costi orari complessivi della manodopera sono rimasti elevati. Questo stato di cose riflette non solo la modesta portata delle riforme finora attuate, ma anche il fatto che nel breve periodo alcune di esse possono essere "a doppio taglio". Ad esempio, il ridurre i meccanismi a difesa dell'occupazione accresce l'incentivo delle imprese ad assumere manodopera, ma anche la loro possibilità di licenziarla. Per di più i tempi di aggiustamento sono lunghi e l'esigenza di preservare la competitività ha reso ancor più impellente per le imprese la riduzione dei costi mediante guadagni di produttività del lavoro. Infine, il tentativo di risolvere il problema degli elevati costi del lavoro riducendo i contributi sociali va collocato nel quadro dell'azione di risanamento della spesa pubblica e di ridimensionamento degli oneri dello stato sociale.

L'azione delle politiche ha contribuito a migliorare l'adattabilità...

... ma i benefici devono ancora manifestarsi

Più bassa inflazione nella maggior parte dei paesi

Evoluzione di prezzi, costi unitari del lavoro e margini di profitto

Lo scorso anno nei paesi del Gruppo dei Dieci l'inflazione si è situata in media al 2¹/₄% (tabella II.5), ossia allo stesso livello del 1994. Se si eccettua il 1986, anno

Prezzi al consumo e costi unitari del lavoro										
Paesi	Prezzi al consumo					Costi unitari del lavoro ¹				
	1980-89	1990	1993	1994	1995	1980-89	1990	1993	1994	1995
	Variazioni percentuali annue									
Stati Uniti	5,5	5,4	3,0	2,6	2,8	2,9	3,0	0,2	-1,3	-0,6
Giappone	2,5	3,1	1,3	0,7	-0,1	1,0	2,1	5,3	-0,3	-2,0
Germania ²	2,9	2,7	4,5	2,7	1,8	2,4	2,1	3,6	-6,1	1,1
Francia	7,3	3,4	2,1	1,7	1,8	4,6	3,3	2,2	-5,9	-1,7
Italia	11,2	6,1	4,2	3,9	5,4	8,3	6,9	2,6	-2,7	-4,3
Regno Unito	7,4	9,5	1,6	2,5	3,4	6,0	6,7	-0,2	0,0	3,3
Canada	6,5	4,8	1,8	0,2	2,2	4,9	3,4	-2,8	-1,8	-0,4
Belgio	4,9	3,5	2,8	2,4	1,5	1,3	6,0	0,9	-1,5	-0,3
Paesi Bassi	2,8	2,5	2,6	2,8	1,9	0,5	1,3	1,5	-4,4	-5,3
Svezia	7,9	10,5	4,6	2,2	2,5	6,7	5,6	-6,2	-0,6	-0,7
Svizzera	3,3	5,4	3,3	0,9	1,8	1,8	3,1	0,1	-5,7	-2,7
Gruppo dei Dieci ³	5,4	4,9	2,7	2,2	2,2	3,3	3,4	1,5	-2,1	-0,8
Australia	8,4	7,3	1,8	1,9	4,6	7,9	3,9	-3,8	-3,6	-0,2
Austria	3,8	3,3	3,6	3,0	2,2	1,6	1,4	0,4	-3,5	-1,7
Danimarca	6,9	2,6	1,3	2,0	2,1	5,5	6,4	-3,7	1,6	3,7
Finlandia	7,2	6,2	2,2	1,1	1,0	4,7	8,7	-6,2	-4,4	4,8
Norvegia	8,3	4,1	2,3	1,4	2,5	4,4	3,9	-0,1	0,4	3,1
Nuova Zelanda	11,8	6,1	1,3	1,8	3,8	10,1	3,7	-0,4	-0,1	4,6
Portogallo	17,5	13,4	6,5	5,2	4,1	12,4	15,8	7,3	3,6	2,8
Spagna	10,2	6,7	4,6	4,7	4,7	7,8	11,4	1,2	-4,9	-0,8
<i>Totale paesi³</i>	<i>5,7</i>	<i>5,0</i>	<i>2,8</i>	<i>2,3</i>	<i>2,4</i>	<i>3,6</i>	<i>3,8</i>	<i>1,4</i>	<i>-2,1</i>	<i>-0,7</i>

¹ Nel settore manifatturiero. Le definizioni delle serie variano a seconda dei paesi. ² Per i prezzi al consumo (prima del 1993) e per i costi unitari del lavoro, solo Germania occidentale. ³ Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 1990.

Fonti: OCSE, "Economic Outlook"; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella II.5

Ulteriore bassa inflazione grazie alla moderazione salariale

in cui sui prezzi al consumo aveva agito in misura significativa l'effetto una tantum del calo di prezzo del petrolio, è questo il valore più basso da oltre trent'anni. Sebbene alcuni paesi si discostino da questa tendenza generale, nella maggior parte dei casi queste eccezioni sono dovute a influssi transitori, come variazioni nella tassazione indiretta e/o un rialzo dei tassi ipotecari. La moderazione salariale combinata con un aumento della produttività relativamente elevato ha continuato a essere il principale fattore della favorevole dinamica dell'inflazione. Infatti, per la prima volta nel periodo postbellico in molti paesi i costi unitari del lavoro sono in calo da diversi anni. Invero, lo scorso anno la flessione media è stata inferiore a quella del 1994; in Danimarca e Svezia una minore disoccupazione e/o i crescenti profitti nel settore dei beni esportabili hanno già determinato maggiori rivendicazioni salariali.

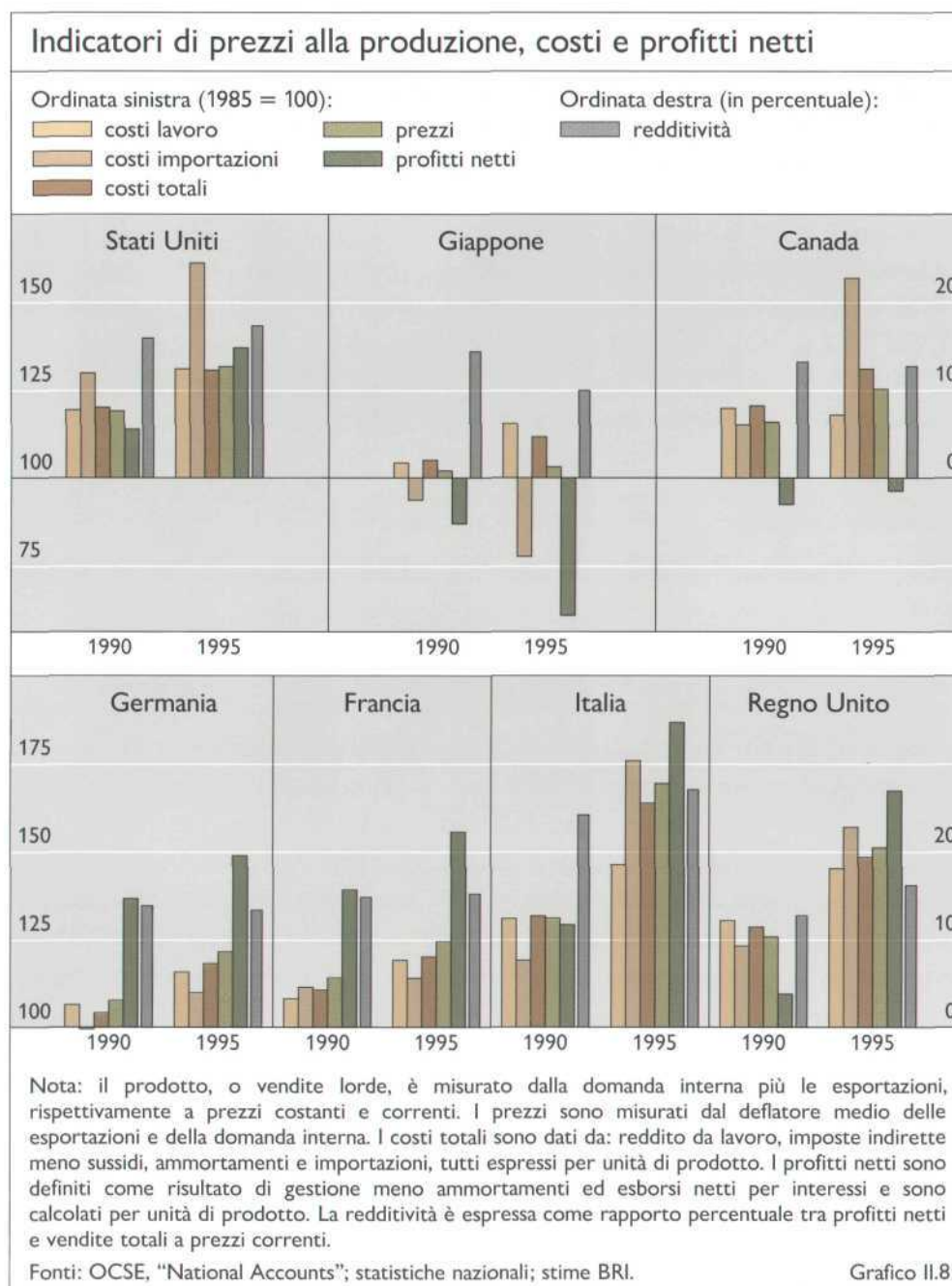
Dinamica dei profitti negli Stati Uniti...

Mentre vi è stata una convergenza negli indici generali dell'inflazione, i costi delle importazioni e i margini di profitto hanno presentato variazioni molto differenziate tra i paesi, rendendo difficile stabilire il loro contributo al rallentamento dell'inflazione. Come si può rilevare dal grafico II.8, nel quale i movimenti nei margini di profitto vengono stimati impiegando una metodologia di calcolo basata

sulle vendite interne ed estere totali (si veda la nota del grafico), negli Stati Uniti gli utili netti al lordo delle imposte nonché il saggio di redditività delle vendite sono aumentati. Ciò è dovuto principalmente al fatto che la flessione negli esborsi netti per interessi e la lenta progressione dei costi del lavoro hanno più che compensato gli effetti del consistente aumento nell'utilizzo e nel costo delle importazioni, mantenendo la crescita dei costi complessivi al disotto di quella dei prezzi alla produzione. Pertanto, entro i limiti di questa metodologia di calcolo si potrebbe concludere che durante la recente fase espansiva il comportamento dei profitti, in certa misura, abbia contribuito all'inflazione.

Diversamente dalle imprese negli Stati Uniti, quelle in Giappone e, in misura molto minore, in Canada paiono aver subito una consistente flessione degli utili netti e della redditività netta delle vendite, soprattutto durante l'ultima recessione.

... in Giappone...



Mentre l'aumento dei costi unitari del lavoro dal 1990 è stato minore in Giappone che in altri paesi, i crescenti ammortamenti dovuti al precedente boom degli investimenti hanno sospinto verso l'alto i costi totali e, unitamente alla più intensa concorrenza delle importazioni a basso costo, hanno costretto le imprese a ridurre i propri margini, specie sulle esportazioni. Di conseguenza, i profitti per unità di prodotto sembrano essere diminuiti di circa il 35% rispetto al livello del 1985, mentre i prezzi alla produzione sono saliti solo del 4%. La compressione dei margini durante la recente recessione ha costituito un fattore-chiave del processo disinflazionistico in Giappone, ma è altrettanto chiaro che quest'ultimo è stato a sua volta un elemento determinante di tale compressione.

... e in Europa

Per contro, i margini di profitto netti sono aumentati in tutti i maggiori paesi europei. Malgrado il perdurante alto livello dei costi del lavoro, le imprese di alcuni paesi sembrano essere state in grado di ripristinare in parte i precedenti margini in un contesto di generale moderazione salariale; l'incremento è stato particolarmente pronunciato in Italia e nel Regno Unito. Nel primo caso, esso è attribuibile in larga misura alla moderazione dei salari dopo l'accordo sulla politica dei redditi del 1992 e all'eccezionale aumento sia delle quantità sia dei prezzi delle esportazioni in termini di lire. Di recente, anche i margini di profitto delle imprese in Francia hanno beneficiato della moderata progressione dei costi del lavoro, mentre in Germania la vigorosa crescita delle retribuzioni nominali è stata controbilanciata da misure di razionalizzazione, dismissioni di manodopera e più rapidi guadagni di produttività. Contrariamente agli sviluppi in Italia e nel Regno Unito, i costi delle importazioni hanno esercitato un effetto frenante sui prezzi, in particolare in Germania.

Differenze settoriali nella dinamica dei profitti

Questi indicatori fanno ritenere che in Europa i profitti delle imprese abbiano beneficiato del contesto di bassa inflazione degli ultimi anni, più che avervi contribuito. Tuttavia gli indicatori aggregati possono mascherare sostanziali differenze a livello di settori. Ad esempio, nei paesi con monete in deprezzamento gli utili nei settori esposti sono stati particolarmente elevati, mentre in Germania il loro aumento è stato maggiore nei settori protetti che in quelli dipendenti dalle esportazioni. Per contro, in Giappone pare che, nonostante i margini decrescenti, le industrie manifatturiere di grandi dimensioni e orientate alle esportazioni abbiano retto meglio delle imprese medio-piccole del settore non manifatturiero, maggiormente esposte agli effetti delle crescenti importazioni a basso costo.

Condizioni e comportamenti "di fondo" nei mercati dei beni e del lavoro

Cambiamenti strutturali in un contesto di bassa inflazione

Mentre nel più lungo periodo una favorevole dinamica dell'inflazione è principalmente attribuibile alla conduzione della politica monetaria, il comportamento a breve dei prezzi e dei salari, nonché le interazioni tra questi due fattori costituiscono il principale elemento del meccanismo di trasmissione. Al centro di questo meccanismo si colloca il concetto di tasso "naturale" di disoccupazione, ossia il tasso compatibile con un'inflazione stabile. Questo tasso è per lo più determinato da fattori strutturali del mercato del lavoro. Tuttavia, esso dipende altresì dal comportamento di prezzi e profitti e, in certe condizioni, anche dal tasso tendenziale di crescita della produttività. A tale riguardo, due quesiti sono di

particolare interesse. È mutato negli ultimi anni il tasso naturale di disoccupazione? Ed è tuttora valida l'evidenza empirica di un "trade-off" simmetrico nel breve periodo tra inflazione e prodotto?

Non sembrano esservi molti dubbi sul fatto che nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale, nonché in Canada e Australia, il tasso naturale è ora più alto che 10–15 anni fa (si veda la sezione precedente). Per contro, vi sarebbero indicazioni che negli Stati Uniti e nel Regno Unito esso abbia avuto di recente un certo calo. In entrambi questi paesi il potere contrattuale si è decisamente spostato a favore dei datori di lavoro, e il grado di flessibilità delle retribuzioni relative risulta notevolmente superiore a quello della maggior parte degli altri paesi. Anche l'inflazione dei salari è rimasta moderata in entrambi i paesi, benché la disoccupazione sia scesa a livelli che possono essere considerati bassi rispetto al recente passato. Nondimeno, è ovviamente ancora prematuro desumere da ciò sicure implicazioni per le politiche economiche.

È altresì difficile trarre conclusioni univoche circa il comportamento di fondo dei prezzi, dei profitti e della produttività tendenziale. Da un lato, la più serrata concorrenza, sia all'interno dei singoli mercati sia tra i paesi, in un contesto di bassa inflazione, ha reso più difficile la traslazione ai prezzi degli incrementi di costo, fornendo alle imprese un forte incentivo a contenere i costi. Dall'altro, come si è notato in precedenza, in alcuni paesi i margini di profitto netti sembrano essere aumentati in seguito al minor rialzo dei costi. Fatta eccezione per il settore della trasformazione, vi sono scarse indicazioni di una più rapida crescita della produttività, anche se si deve riconoscere che nel settore dei servizi i guadagni di produttività sono stati probabilmente maggiori di quanto risulti dalle stime attuali.

Fino a epoca recente la maggior parte delle analisi empiriche sembrava individuare l'esistenza di un *trade-off* simmetrico fra inflazione e prodotto effettivo in rapporto al potenziale, con la conseguenza che un aumento dell'inflazione dovuto a eccesso di domanda avrebbe potuto essere neutralizzato senza provocare perdite nette di prodotto. Questa conclusione contrastava con l'orientamento della maggior parte dei responsabili delle politiche, i quali, avendo sperimentato negli ultimi due decenni gli ingenti costi che comportava in termini di prodotto la neutralizzazione delle forze inflazionistiche, erano divenuti più consci della necessità di evitare eccessive pressioni di domanda. Una ricerca più recente, condotta per gli Stati Uniti e per i paesi del Gruppo dei Sette, mostra che uno shock positivo di domanda può comportare un incremento dell'inflazione tre volte superiore alla riduzione derivante da un corrispondente shock negativo, avvalorando in tal modo la tesi dei responsabili delle politiche. In effetti, l'esperienza degli Stati Uniti e del Regno Unito nel 1994–95, messa a confronto con quella del periodo 1989–1991, può essere interpretata alla luce di queste nuove risultanze. Nel 1988–89 entrambe le economie si erano surriscaldate, e poiché le misure restrittive erano state introdotte solo *dopo* che l'inflazione aveva cominciato a salire, il successivo rallentamento economico era stato forte e prolungato. Per contro, l'innalzamento dei tassi d'interesse agli inizi del 1994, allorché l'inflazione era ancora alquanto bassa ma prevista in aumento, ha eliminato le spinte inflazionistiche in tempi alquanto brevi senza causare effetti di rilievo sul prodotto e sull'occupazione.

Il tasso "naturale" di disoccupazione

Evoluzione di profitti, prezzi e produttività tendenziale

Trade-off fra inflazione e prodotto ...

... e implicazioni per la politica economica

Commercio mondiale, partite correnti e tassi di cambio

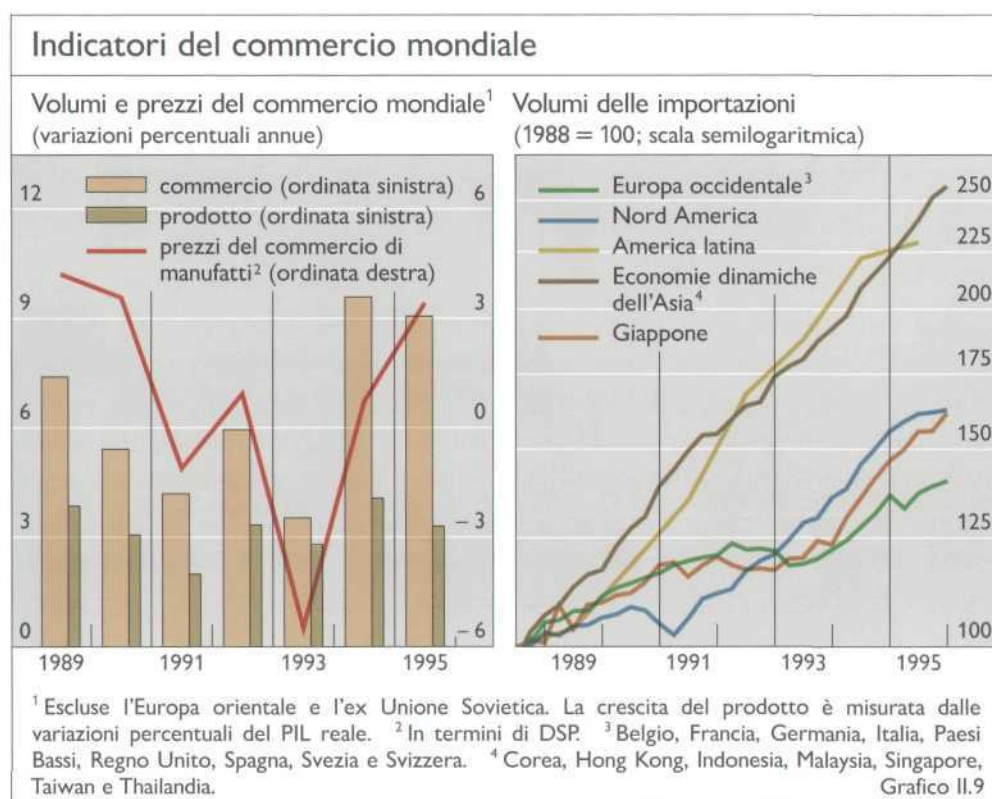
Andamenti nell'interscambio mondiale

Evoluzione e prezzi
del commercio
mondiale

Di riflesso al rallentamento dell'attività economica precedentemente descritto, nel 1995 la crescita del commercio estero di beni e servizi dei paesi industriali si è indebolita. Nondimeno, con un incremento di circa il 9%, l'interscambio in volume è pur sempre cresciuto a un tasso più che doppio rispetto al PIL aggregato (grafico Il.9). Malgrado la recessione in alcuni paesi dell'America latina, l'espansione del commercio estero nei PVS è accelerata. Ciò è in parte dovuto agli andamenti all'interno del gruppo, ma è anche attribuibile all'incremento tendenziale della penetrazione delle importazioni in tali paesi e del dislocamento di produzione dai mercati dei paesi industriali. L'anno scorso, i prezzi del commercio mondiale (espressi in DSP) sono cresciuti, dopo una flessione cumulativa del 5% a partire dal 1990. Tale aumento è stato però il risultato netto di andamenti divergenti nei vari gruppi merceologici. Se da un lato l'incremento dei prezzi nell'interscambio di manufatti è accelerato e i corsi del petrolio hanno parzialmente neutralizzato la precedente flessione, il tasso di crescita dei prezzi delle materie prime non energetiche è notevolmente rallentato rispetto al 1994.

Fattori di lungo
periodo

L'evoluzione del commercio estero e dell'impiego delle risorse è stata influenzata altresì da varie tendenze di più lungo periodo determinate in parte dalle nuove tecnologie e in parte da variazioni nella disponibilità di manodopera a basso costo. Le nuove e più economiche tecnologie di comunicazione hanno fortemente incoraggiato le imprese dei paesi industriali a trasferire tutta una serie di attività in quei PVS in grado di offrire manodopera qualificata a salari altamente competitivi. Analogamente, nelle regioni di confine sono nate industrie



destinate all'assemblaggio di componenti importati e all'esportazione di prodotti finiti; il Messico e alcune province del Sud della Cina costituiscono al riguardo gli esempi più significativi. Inoltre, da molti anni la crescita rilevata dell'interscambio di servizi sopravanza persino quella nel comparto mercantile, sebbene le vendite effettuate sui mercati nazionali dalle affiliate di imprese estere (che rappresentano circa il 50% dell'interscambio di servizi) non vengano computate nel commercio estero. A tali tendenze andrebbe aggiunta la crescente importanza dei flussi internazionali all'interno delle imprese multinazionali, che sono per lo più determinati da differenze nelle imposte e in altri costi legati alla localizzazione, ma possono altresì risentire dei movimenti dei tassi di cambio. Infine, i flussi di commercio misurati possono essere notevolmente influenzati, come è stato particolarmente evidente lo scorso anno nel caso del Giappone, dal trasferimento delle esportazioni dalle imprese nazionali agli impianti situati nei paesi di vendita e dalle crescenti importazioni provenienti da imprese a basso costo di proprietà straniera situate nei PVS.

Andamenti dei saldi di parte corrente

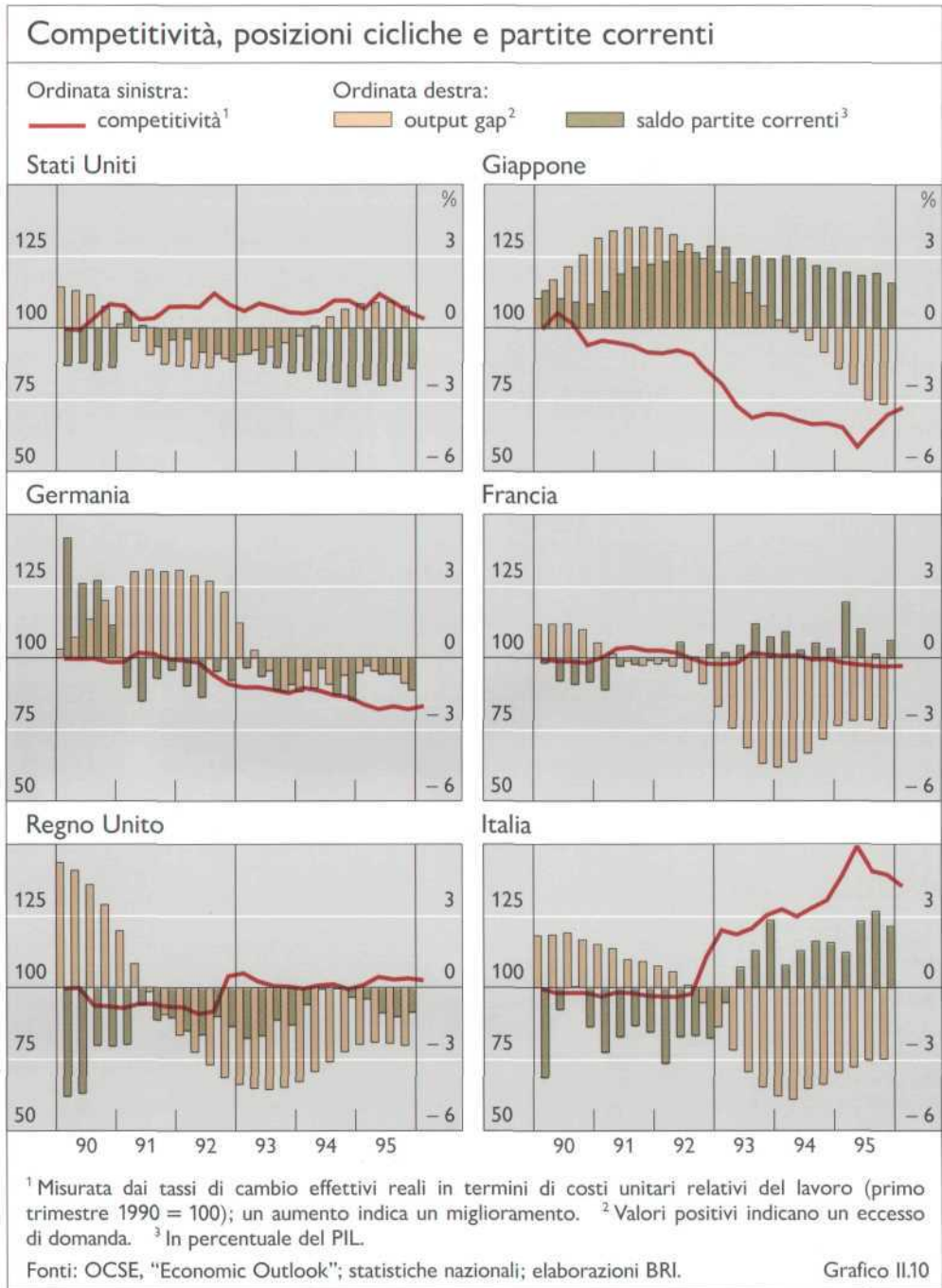
La presenza di posizioni cicliche divergenti, gli effetti ritardati di precedenti movimenti dei tassi di cambio e l'ampliarsi del divario nelle posizioni patrimoniali sull'estero hanno avuto generalmente un notevole peso sui saldi delle partite correnti nel 1995. Ciò è stato particolarmente evidente nelle due principali economie (grafico II.10).

Negli Stati Uniti, un guadagno di competitività internazionale (10% circa dal 1991), dovuto in buona parte al deprezzamento effettivo del dollaro, ha favorito un aumento del volume delle esportazioni di quasi il 15% nel 1995; nonostante una contrazione delle esportazioni verso il Messico, ciò ha portato al 65% l'incremento cumulativo registrato in questo decennio. Nondimeno, il ritmo di crescita delle importazioni è rimasto elevato, di riflesso alla posizione ciclica relativamente avanzata degli Stati Uniti e alla connessa penetrazione delle importazioni. Di conseguenza, il disavanzo commerciale statunitense ha superato i \$150 miliardi, segnando un massimo storico (tabella II.6). A seguito dei crescenti esborsi netti per interessi, anche il disavanzo delle partite correnti si è ampliato.

I suddetti fattori fondamentali hanno avuto un ruolo determinante nell'evoluzione della bilancia corrente del Giappone, sebbene in senso opposto rispetto agli Stati Uniti. Mentre la lenta crescita della domanda interna ha ridotto la domanda di importazioni, tale contrazione è stata più che compensata dall'impatto dell'apprezzamento reale effettivo dello yen (pari cumulativamente al 40% dal 1991), cosicché il volume delle importazioni è cresciuto di quasi il 14% per il secondo anno consecutivo. Invero, dall'inizio della recessione nel 1991, il volume totale dei beni e servizi importati è aumentato di circa il 35%, sebbene la crescita della domanda interna sia stata soltanto del 2,5%. Per giunta, le riforme nel settore del commercio al dettaglio, congiuntamente al notevole aumento della quota dei manufatti sulle importazioni totali fanno ritenere che questa crescente penetrazione delle importazioni possa avere una componente strutturale. L'apprezzamento dello yen ha avuto ripercussioni anche sulle esportazioni. Benché superiore rispetto al 1994, l'aumento delle esportazioni si è comunque

Vivace crescita delle esportazioni USA ma disavanzi più ampi

Il forte aumento delle importazioni in Giappone dovuto all'apprezzamento dello yen e alle riforme...



mantenuto ben al disotto dell'incremento della domanda sui principali mercati di esportazione, determinando un'ulteriore contrazione sia della quota del Giappone sul totale delle esportazioni mondiali sia del suo avanzo commerciale. Al tempo stesso, va notato che la più debole crescita delle esportazioni e, in particolare, la contrazione dell'avanzo commerciale con gli Stati Uniti sono stati dovuti in larga misura al fatto che le case automobilistiche giapponesi avevano in precedenza trasferito parte della produzione nei loro stabilimenti statunitensi.

... riduce l'avanzo esterno

L'aggiustamento esterno è stato ancora più marcato per la bilancia complessiva di parte corrente del Giappone, a causa dei crescenti esborsi per turismo all'estero e malgrado i maggiori redditi netti da capitale. Oltre che agli introiti netti per interessi, quest'ultimo fenomeno è riconducibile anche alla crescita dei

profitti da investimenti diretti dovuta al predetto forte aumento delle importazioni provenienti dalle imprese di proprietà giapponese e al trasferimento di produzione di beni esportati verso gli insediamenti all'estero. Nondimeno l'avanzo corrente, in termini di yen, è sceso del 25% nel corso del 1995 e, agli inizi di quest'anno, sebbene soltanto temporaneamente, il Giappone ha registrato il primo disavanzo mensile da oltre cinque anni.

L'ampliarsi dello squilibrio esterno degli Stati Uniti può essere attribuito al fatto che l'evoluzione del risparmio non ha tenuto il passo con la crescita dell'investimento. Mentre il rapporto tra investimenti lordi e PIL è aumentato di circa 3 punti percentuali dal 1991 (anno in cui la bilancia corrente è stata praticamente in equilibrio grazie agli introiti straordinari seguiti alla guerra del Golfo), il risparmio nazionale lordo è rimasto per lo più costante in quanto a un minore risparmio negativo del settore pubblico ha fatto riscontro un minore risparmio delle famiglie. In effetti, con solo il 4^{1/2}% del reddito disponibile, il tasso di risparmio delle famiglie degli Stati Uniti è tra i più bassi dei paesi industriali; soltanto l'Australia e la Finlandia registrano attualmente livelli inferiori. Per quanto riguarda il Giappone, tali aggregati interni mostrano generalmente una tendenza opposta rispetto agli Stati Uniti. Gli investimenti interni lordi in percentuale del PIL sono diminuiti, ma il risparmio nazionale ha subito un calo ancora maggiore, in quanto il minore risparmio pubblico è stato soltanto in parte compensato da una crescita del risparmio delle famiglie. Complessivamente, una correzione duratura dello squilibrio esterno degli Stati Uniti richiede quindi un incremento del risparmio, mentre in Giappone un ulteriore aggiustamento potrebbe necessitare di un maggiore assorbimento da parte del settore privato per controbilanciare la rimozione degli stimoli fiscali prevista per quest'anno.

Andamenti del risparmio e degli investimenti

Nel 1995, l'apprezzamento reale del marco tedesco è stato superiore a quello dello yen, sebbene in termini cumulativi negli ultimi anni la moneta giapponese si sia rivalutata in misura notevolmente superiore. Ciò nonostante, lo scorso anno gli esportatori tedeschi sono riusciti a mantenere la loro quota sul totale delle esportazioni mondiali e, poiché la crescita delle importazioni è diminuita con l'indebolirsi dell'attività economica interna, l'attivo commerciale è salito. Il saldo corrente è migliorato, nonostante si sia ridotto l'attivo dei redditi da capitale.

Calo del disavanzo in Germania

Negli altri paesi europei, gli squilibri esterni in questo decennio hanno registrato variazioni più marcate. Beneficiando del deprezzamento della lira, l'Italia è passata da un ampio disavanzo a un avanzo ancora maggiore. Tuttavia, malgrado una notevole ripresa degli investimenti nel 1996, tale inversione di flusso è dovuta in buona parte al calo del rapporto tra investimenti e PIL. Per contro, il tasso di risparmio nazionale è mutato assai poco, poiché la contrazione del risparmio negativo pubblico è stata in larga misura controbilanciata da un calo tendenziale del risparmio delle famiglie. Altri paesi, che hanno subito sia un deprezzamento esterno della moneta che una recessione relativamente profonda, hanno anch'essi registrato un notevole miglioramento delle partite correnti. La Finlandia e la Svezia, ad esempio, hanno rafforzato la loro posizione esterna in misura, rispettivamente, dell'8^{1/2} e del 4^{1/2}% del PIL. Come per l'Italia, tali mutamenti sono principalmente attribuibili a una riduzione del rapporto tra investimenti e PIL. In effetti, il saggio di risparmio nazionale della Svezia è tuttora

Notevoli miglioramenti in alcuni paesi europei...

inferiore al livello del 1991, sebbene le recenti misure di bilancio sembrano aver invertito la tendenza negativa. Anche la Spagna ha registrato un marcato miglioramento della bilancia commerciale e ha eliminato il precedente disavanzo di parte corrente.

... e crescenti
avanzi in altri ...

Tuttavia, non solo i paesi con moneta in deprezzamento hanno fatto registrare ampie variazioni della bilancia corrente. Da molti anni sia il Belgio che la Svizzera registrano crescenti avanzi delle partite correnti, in buona parte imputabili a un incremento dei redditi da capitale. Anche i Paesi Bassi hanno avuto un cospicuo e per lo più crescente avanzo corrente, principalmente attribuibile alla bilancia commerciale. Parimenti, l'interscambio mercantile spiega in gran parte il miglioramento delle partite correnti in Francia, dove però un fattore determinante va probabilmente ricercato nell'aumento di 3-4 punti percentuali dell' "output gap" dal 1991. La Turchia, per contro, aveva subito un notevole deterioramento della posizione esterna nel periodo 1991-93, dovuto principalmente alla forte crescita del disavanzo statale. Il programma di stabilizzazione dell'aprile 1994 aveva indotto un certo miglioramento, ma l'anno scorso il disavanzo della bilancia commerciale e di quella di parte corrente si è notevolmente ampliato per effetto dell'aumento delle importazioni di ben il 25%.

... ma non in
Turchia

Complessivamente, negli ultimi quattro anni, la posizione aggregata delle partite correnti dei paesi europei è migliorata di circa \$140 miliardi, sebbene la

Bilancia delle partite correnti dei paesi industriali									
Paesi e aree	Saldo delle partite correnti			di cui:					
				saldo commerciale			saldo dei redditi da capitale		
	1991	1993	1995	1991	1993	1995	1991	1993	1995
in miliardi di dollari USA									
Paesi industriali	-31,9	22,8	7,8	-11,9	76,3	96,6	-9,2	-4,3	-27,8
Stati Uniti	-7,4	-99,9	-152,9	-74,1	-132,6	-174,5	15,1	9,0	-11,4
Giappone	72,9	131,4	110,6	103,0	141,5	134,9	26,7	41,4	45,1
Europa occidentale	-62,8	25,0	80,9	-49,6	58,7	119,1	-19,1	-23,5	-20,7
di cui:									
Francia	-6,5	9,1	16,8	-9,0	8,6	12,1	-5,1	-8,2	-6,2
Germania	-19,1	-16,1	-17,3	18,4	39,7	68,5	19,7	13,8	1,8
Italia	-23,9	11,0	27,4	-0,3	32,9	44,1	-17,4	-16,2	-15,6
Regno Unito	-14,7	-16,6	-10,5	-18,3	-20,1	-18,2	-1,1	2,8	10,5
Belgio-Lussemburgo	4,7	11,2	16,5	-0,4	3,6	7,0	1,4	3,0	4,2
Finlandia	-6,7	-1,1	4,7	1,1	5,4	9,9	-4,6	-5,0	-4,3
Paesi Bassi	7,7	11,7	14,2	10,7	14,6	19,0	1,0	0,9	1,8
Spagna	-16,6	-2,8	7,2	-30,3	-14,9	-17,7	-4,5	-3,6	-5,3
Svezia	-4,7	-3,8	4,6	5,1	6,8	14,9	-6,2	-8,6	-6,4
Svizzera	10,7	19,4	19,9	-5,6	1,6	0,1	15,3	14,4	16,4
Turchia	0,3	-6,4	-2,3	-7,3	-14,2	-13,2	-1,9	-1,5	-1,9
Altri paesi industriali	-34,6	-33,7	-30,8	8,8	8,8	17,2	-31,9	-31,2	-40,8
Australia	-9,5	-10,0	-18,7	3,5	-0,2	-4,3	-12,4	-8,5	-13,1
Canada	-23,6	-22,4	-9,4	3,2	7,2	20,7	-16,7	-20,2	-23,9
Nuova Zelanda	-1,5	-1,3	-2,7	2,1	1,7	0,8	-2,8	-2,4	-3,8

Fonti: FMI, "Balance of Payments Statistics"; OCSE, "Economic Outlook"; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella II.6

Germania, che nel 1990 registrava un ampio avanzo di parte corrente, abbia segnato un modesto disavanzo. Tale oscillazione è ben superiore al miglioramento registrato dal Giappone e quasi equivalente al deterioramento della posizione esterna degli Stati Uniti nello stesso periodo.

A differenza dei paesi europei, Australia, Canada e Nuova Zelanda sono stati tutti caratterizzati da ampi disavanzi delle partite correnti, principalmente dovuti agli esborsi per il servizio del debito estero. Tuttavia, la recente evoluzione è stata differente nei tre paesi. Il Canada, beneficiando del rafforzamento della posizione competitiva e della forte crescita negli Stati Uniti, ha ridotto in misura notevole il disavanzo corrente, malgrado la configurazione sempre più sfavorevole della posizione patrimoniale netta e della bilancia dei redditi da capitale. Per giunta, tale miglioramento è dovuto a un tasso di risparmio nazionale più elevato, dal momento che il rapporto tra investimenti e PIL è rimasto sostanzialmente stabile. L'Australia e la Nuova Zelanda, d'altra parte, hanno entrambe registrato un deterioramento della bilancia corrente. Ciò è attribuibile in gran parte alla crescita economica relativamente sostenuta e all'indebolimento della bilancia commerciale, malgrado l'aumento delle esportazioni verso l'Asia e il graduale spostamento verso le esportazioni di manufatti e semilavorati. Il disavanzo corrente dell'Australia, pari a più del 5% del PIL, sembra riflettere due fondamentali debolezze: una sensibilità congiunturale eccezionalmente elevata e avversa e il deterioramento tendenziale del risparmio nazionale, imputabile principalmente al settore delle famiglie.

Contrazione del deficit esterno in Canada...

... ma maggiori squilibri in Australia e Nuova Zelanda

III. Gli andamenti nel resto del mondo

Aspetti salienti

Nel 1995, il prodotto aggregato nei paesi in via di sviluppo (PVS) è cresciuto a un ritmo di poco inferiore a quello del 1994, principalmente a causa della drastica contrazione della domanda in Messico e Argentina. All'indomani della crisi del peso, il Messico ha dovuto far fronte a un cambio volatile e a bruschi movimenti dei tassi d'interesse che hanno contribuito a creare un clima di instabilità finanziaria. Il sistema bancario ha incontrato serie difficoltà e l'inflazione si è mantenuta a livelli assai elevati. La recessione in Argentina, il paese che più di ogni altro ha risentito del contagio del Messico, non ha indebolito la determinazione delle autorità a mantenere la parità fissa con il dollaro. Neppure in Brasile si è attenuato l'impegno a un cambio stabile, e l'inflazione ha continuato a scendere con l'indebolirsi dell'attività economica. Agli inizi del 1996, in tutti e tre i paesi cominciavano a manifestarsi alcuni segni di ripresa interna.

In un certo numero di paesi africani, le riforme strutturali e le politiche improntate a una maggiore stabilità hanno iniziato a ravvivare l'attività economica. Per contro, la necessità di ridurre i consistenti deficit di bilancio ha limitato la crescita nei paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente. In Asia, lo scorso anno il prodotto è cresciuto a un ritmo pressoché pari a quello del 1994, malgrado una certa decelerazione in Cina, Hong Kong, Singapore e Taiwan. La crescita del PIL si è accelerata anche nell'Europa orientale e il calo della produzione in Russia, così come rilevato dalle statistiche ufficiali, è risultato notevolmente inferiore rispetto agli anni precedenti. L'espansione dell'attività economica in Asia e nell'Europa orientale è stata ancora una volta orientata all'esportazione, con una maggiore penetrazione nei mercati dei paesi industriali, nonché un aumento degli scambi intraregionali.

I legami finanziari internazionali si sono ulteriormente intensificati e i flussi di capitali privati hanno dato prova di una straordinaria resilienza di fronte alla crisi messicana (Capitolo VII). Una maggiore libertà nei movimenti di capitale e l'attuazione di una politica monetaria basata in misura crescente sulla manovra dei tassi d'interesse di mercato (piuttosto che sui controlli quantitativi) hanno reso più difficile mantenere un obiettivo di tasso di cambio. Nondimeno, molti paesi in via di sviluppo continuano ad attribuire priorità alla stabilità del cambio nella definizione della politica monetaria. Una delle ragioni è che i movimenti dei cambi restano di fondamentale importanza nel determinare gli andamenti dell'inflazione sul breve periodo. Nei casi più estremi di iperinflazione, molti paesi hanno adottato un obiettivo di tasso di cambio fisso o quasi fisso per spezzare il circolo vizioso di svalutazione e inflazione.

Sul medio periodo, tuttavia, il conseguimento di una crescita sostenibile e non inflazionistica dipende dalle politiche macroeconomiche interne e i recenti

Crescita, inflazione e risparmio								
	PIL reale			Prezzi al consumo			Risparmio	
	1980-93	1994	1995	1980-93	1994	1995	1980-93	1994-95
	Variazioni percentuali annue						in percentuale del PIL	
Cina	9,4	11,9	10,2	8,1	24,9	17,0	34,7	45,8
India	5,3	6,3	6,2	8,8 ¹	10,5 ¹	9,3 ¹	21,0	21,7
Altri paesi asiatici ²	6,6	7,5	7,7	7,5	6,5	6,4	30,7	31,9
Corea	7,8	8,6	9,0	7,8	6,3	4,5	32,5	39,5
Hong Kong	6,6	5,4	4,6	8,9	8,6	9,2	33,7	32,2
Singapore	7,4	10,2	8,9	2,8	3,1	1,7	43,4	53,0
Taiwan	7,5	6,5	6,1	4,2	4,1	3,7	32,8	26,3
Filippine	1,6	4,3	4,8	13,8	9,1	8,1	19,8	18,7
Indonesia	6,1	7,5	8,1	9,3	8,5	9,4	30,7	30,3
Malaysia	6,6	9,2	9,5	3,7	3,7	3,4	33,3	36,7
Thailandia	7,7	8,5	8,6	5,4	5,1	5,8	28,8	32,4
America latina ²	2,3	4,5	0,2	152,0	276,3	42,2	22,9	19,7
Argentina	1,1	7,4	-4,4	284,1	4,2	3,4	20,8	17,3
Brasile	2,0	5,8	4,2	393,4	2 084,8	65,1	22,8	18,1
Cile	4,4	4,2	8,5	20,5	11,4	8,2	22,0	29,6
Colombia	3,5	5,7	5,5	24,5	23,8	21,0	20,8	19,9
Messico	2,3	3,5	-6,9	50,1	7,0	35,0	23,7	20,5
Venezuela	1,6	-2,8	2,2	25,5	60,8	59,9	24,7	18,9
Europa orientale ²	-0,5	4,2	5,5	37,6	24,2	23,2	28,4	18,4
Polonia	-0,8	5,2	7,0	61,3	32,2	27,8	27,1	18,2
Repubblica Ceca ³	-0,2	2,6	4,8	7,1	10,0	9,1	33,9	21,0
Ungheria	-0,4	2,9	1,5	13,9	18,8	28,2	25,2	15,5
Federazione russa ⁴	0,1	-12,6	-4,0	98,1 ⁵	307,4	197,7	32,6	37,8
Africa	2,1	2,0	3,2	21,6	33,9	25,8	19,2	19,2
Paesi CFA	1,4	1,6	3,8	4,8	25,6	16,1	14,3	12,2
Sudafrica	1,4	2,7	3,3	14,2	9,0	8,6	26,5	19,1
Arabia Saudita	1,7	-0,1	1,6	0,6	0,6	5,0	26,2	30,6
Israele	3,9	6,5	7,0	73,5	12,3	10,0	12,0	16,0

Nota: i dati relativi al 1995 sono parzialmente stimati.

¹ Prezzi all'ingrosso. ² Media dei paesi indicati ponderata in base al PIL e alle PPA del 1990.

³ Prima del 1985, Cecoslovacchia. ⁴ Prima del 1986, Unione Sovietica. ⁵ Media 1985-1993.

Tabella III.1

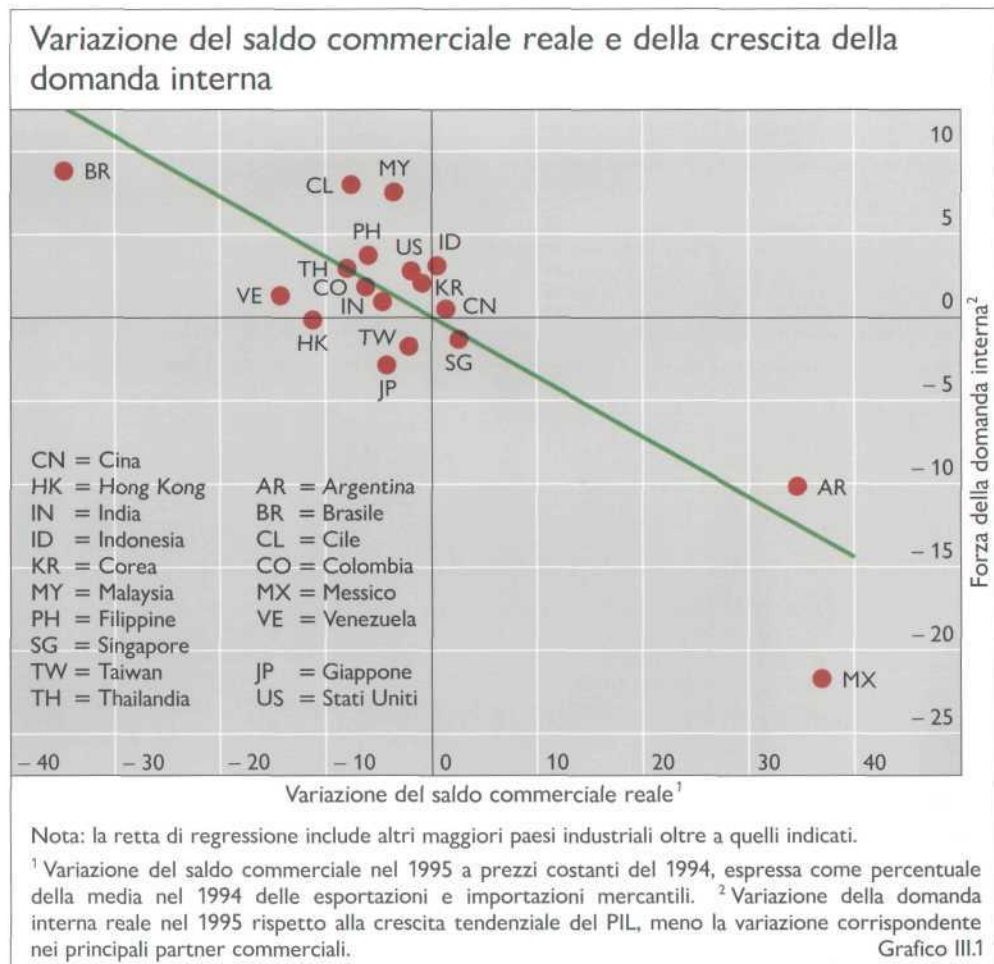
sviluppi mettono in evidenza come in tale ambito occorra una vigile attenzione. In vari paesi, i disavanzi di bilancio sono consistenti o si stanno nuovamente ampliando; le misure per la riduzione del deficit adottate in passato sono state talvolta superficiali o transitorie e hanno prodotto scarsi effetti sulle determinanti strutturali del disavanzo (ad esempio, l'entità delle prestazioni sociali, l'efficienza delle imprese statali, le condizioni di lavoro nel settore pubblico). I paesi in cui la situazione delle finanze pubbliche è più debole sono

spesso quelli che registrano modesti tassi di risparmio nel settore privato, sebbene alcuni abbiano recentemente adottato importanti misure strutturali volte a correggere tale squilibrio. Nel Sud-Est asiatico, regione che si distingue per la coesistenza di saldi attivi di bilancio ed elevati tassi di risparmio, il dilemma di politica economica è più sottile. In alcuni casi, molti anni di rapidissima industrializzazione hanno determinato forti pressioni di domanda e ampi disavanzi correnti con l'estero. Purtroppo, i tassi di cambio sono stati mantenuti notevolmente stabili. Di fatto, in alcuni paesi, gli obiettivi di cambio potrebbero aver reso più difficile il compito cui è chiamata la politica monetaria nel contenere l'eccessiva espansione della domanda e nell'evitare una crescita insostenibile del credito bancario.

Domanda interna, esportazioni e risposte delle politiche economiche

Andamenti divergenti della domanda interna...

Nel 1995, i tassi di crescita della domanda interna nei paesi in via di sviluppo hanno mostrato andamenti notevolmente difforni. In molti paesi asiatici, così come in Cile e Israele, la domanda interna si è mantenuta vivace, determinando in taluni casi il surriscaldamento dell'economia. Per contro, alcuni dei maggiori paesi dell'America latina hanno registrato una contrazione della domanda interna.



Queste tendenze divergenti hanno prodotto notevoli effetti sulle bilance commerciali (grafico III.1). Lo scorso anno, la profonda recessione in Messico (dove la domanda interna è scesa del 19%) e in Argentina (un calo del 7%) ha contribuito a eliminare i disavanzi commerciali. Per converso, la rapidissima crescita della domanda interna in Brasile sul finire del 1994 e agli inizi del 1995 ha determinato un consistente deterioramento del saldo commerciale. La forte domanda interna, in particolare di beni strumentali ad alta intensità di importazioni, ha parimenti comportato un notevole peggioramento della bilancia commerciale di alcune economie asiatiche, segnatamente Malaysia e Thailandia.

... e dei saldi commerciali

Lo scorso anno, le esportazioni sono state ovunque un fattore trainante della crescita. Il volume delle esportazioni di America latina, Asia ed Europa orientale è fortemente aumentato, mentre le esportazioni dell'Africa hanno ripreso a salire dopo anni di ristagno. La crescita delle importazioni dei paesi industriali è decelerata nel 1995, riducendo alquanto i mercati di esportazione per i PVS. Tuttavia, ciò è stato in parte compensato da una maggiore penetrazione nel mercato: la quota dei PVS sulle importazioni di Stati Uniti, Giappone e Germania si è ulteriormente ampliata fino a quasi un terzo del totale e la quota delle economie in transizione sulle importazioni dei paesi dell'Europa occidentale è notevolmente cresciuta. Negli ultimi quattro anni, il valore delle esportazioni dei PVS verso i paesi industriali è salito a un ritmo doppio rispetto alle importazioni di questi ultimi. Al tempo stesso, si sono fortemente ampliate le importazioni dei PVS provenienti dalle maggiori economie industriali.

Incremento delle esportazioni per effetto ...

... di una maggiore penetrazione sul mercato ...

Inoltre, il commercio intraregionale, in particolare in Asia e nell'America del Sud, ha nuovamente contribuito alla ripresa delle esportazioni. A questa più stretta integrazione hanno concorso i crescenti flussi di investimenti diretti esteri all'interno di queste regioni: quasi il 50% di tali investimenti in Indonesia, Malaysia, Filippine e Thailandia proviene ora dalle altre economie emergenti della regione.

... e del crescente commercio intraregionale

I dati riportati nelle ultime due colonne della tabella III.2 pongono a confronto il ruolo centrale delle esportazioni nel processo di crescita dei vari paesi. Negli anni novanta, le esportazioni hanno contribuito direttamente per circa il 38% alla crescita della domanda aggregata nelle economie asiatiche, escluse Cina e India. A ciò vanno aggiunti gli effetti indiretti legati alla crescita degli investimenti e di altre componenti di spesa interna. Il boom delle esportazioni è stato ad alta intensità di importazioni, essendo più che raddoppiato il volume di queste ultime. In America latina, le esportazioni hanno rappresentato il 24% della domanda incrementale nello stesso periodo, percentuale questa ben superiore alla quota tradizionalmente modesta delle esportazioni sulla domanda della regione. Anche l'Europa orientale e l'Africa hanno mostrato un maggiore orientamento verso le esportazioni.

Contributo delle esportazioni alla crescita

L'obiettivo di ridurre o di contenere l'inflazione ha assunto negli ultimi anni un ruolo preminente nelle politiche macroeconomiche dell'America latina. In molti paesi asiatici con economie in forte espansione, le politiche sono state sempre più condizionate dalla necessità di evitare che la crescita della domanda sopravanzasse il prodotto potenziale. Pertanto, un aspetto che ha accomunato gli andamenti economici lo scorso anno è stato il passaggio a un orientamento restrittivo. I tassi d'interesse reali sono saliti e, sul finire del 1995, erano diventati

Inasprimento della politica monetaria

Bilancia delle partite correnti e commercio estero								
	Bilancia delle partite correnti			Crescita delle esportazioni in volume			Quota delle esportazioni sulla domanda	
	Media 1980-1993 ¹	1994	1995	Media 1980-1993 ²	1994	1995	Media ³	Margi- nale ⁴
	in percentuale del PIL			in percentuale				
Cina	0,1	1,3	2,4	11,8	27,7	15,3	9,6	15,5
India	-1,6	-0,9	-1,5	6,9	17,0	22,0	5,6	18,6
Altri paesi asiatici ⁵	0,9	-0,1	-1,6	8,2	12,3	14,1	31,7	38,2
Corea	0,3	-1,0	-1,9	10,4	14,8	24,0	22,0	29,9
Hong Kong ⁶	6,6	2,2	-2,3	5,7	- 2,3	2,9	52,4	-2,3
Singapore	5,0	17,3	20,4	11,5	28,6	15,8	58,3	90,3
Taiwan	7,6	2,5	1,9	9,4	6,1	4,8	33,5	24,4
Filippine	-3,8	-4,4	-3,7	7,1	13,1	19,4	14,6	37,9
Indonesia	-2,5	-1,6	-4,0	3,4	10,1	8,6	20,7	27,2
Malaysia	-3,4	-5,9	-8,4	11,0	19,4	18,8	43,0	51,6
Thailandia	-5,1	-5,9	-8,1	13,1	18,4	18,8	20,9	35,0
America latina ⁵	-1,8	-2,9	-1,6	8,3	7,2	8,1	10,3	24,0
Argentina	-2,2	-3,3	-0,8	4,3	18,4	17,1	12,9	29,7
Brasile	-1,1	-0,2	-2,5	7,7	5,5	-2,8	7,4	14,0
Cile	-5,1	-1,5	0,2	7,5	8,6	12,5	23,3	28,4
Colombia	-1,7	-4,6	-5,6	9,3	-11,7	-0,3	12,8	13,7
Messico	-3,2	-7,6	-0,3	11,9	11,8	24,5	9,8	48,2
Venezuela	1,7	4,3	2,0	1,9	8,8	5,4	25,7	49,4
Europa orientale ⁵	-1,1	-2,7	-2,9	11,9	22,1	20,4	16,4	74,9
Polonia	-1,1	-1,0	-1,7	13,3	25,0	25,3	8,7	55,1
Repubblica Ceca	1,1	0,8	-3,2	15,6	11,3	11,8	23,6	95,1
Ungheria	-2,6	-9,4	-5,7	3,1	27,8	16,7	25,3	162,5
Federazione russa	0,2	-1,0	2,7	12,4	33,0	10,9	7,8	..
Africa	-2,3	-2,9	-3,3	1,5	- 0,4	4,2	16,4	24,6
Medio Oriente	-0,8	-4,1	-3,4	-0,4	5,9	1,8	14,4	6,2

Nota: i dati relativi al 1995 sono parzialmente stimati; le esportazioni si riferiscono all'interscambio mercantile.

¹ Per la Cina, 1982-1993; per l'Europa orientale e la Federazione russa, 1984-1993. ² Per l'Europa orientale, 1988-1993; per la Federazione russa, 1990-93. ³ Esportazioni in percentuale della domanda totale (PIL più importazioni) nel 1989; per la Federazione russa, 1990. Per l'Europa orientale e la Federazione russa, soltanto interscambio in valute convertibili. ⁴ Variazione delle esportazioni in percentuale della variazione della domanda totale 1989-1995, a prezzi costanti (per l'Europa orientale e la Federazione russa, 1990-95). ⁵ Media dei paesi indicati ponderata in base al valore in dollari dell'interscambio mercantile nel 1990 (per la crescita delle esportazioni in volume) e al PIL e alle PPA del 1990 (per la quota delle esportazioni sulla domanda). ⁶ Per Hong Kong, bilancia dei beni e dei servizi non dei fattori; la crescita delle esportazioni in volume si riferisce unicamente alle esportazioni di provenienza interna.

Tabella III.2

positivi in quasi tutti i paesi. Per contro, la restrizione di bilancio è stata molto meno generalizzata. In Messico e Argentina, l'inasprimento fiscale è stato ancor più significativo in termini depurati dalla componente ciclica. I disavanzi di bilancio si sono invece mantenuti ampi in India, Sudafrica e Venezuela ed è stato

registrato un notevole deterioramento dei conti pubblici in Brasile e Malaysia. In alcuni casi, la politica monetaria ha dovuto sostenere tutto l'onere della stabilizzazione macroeconomica.

In vari paesi la politica monetaria ha continuato a essere guidata da un ancoraggio del tasso di cambio. Con l'adozione di una banda di oscillazione relativamente stretta verso la metà dello scorso anno, la Russia è entrata a far parte di quel folto gruppo di paesi che utilizzano il tasso di cambio come ancora nominale per arrestare l'iperinflazione. Sia il Brasile che l'Argentina hanno preservato la fissità del cambio; l'Argentina registra attualmente uno dei tassi d'inflazione più bassi al mondo. Anche la Cina ha mantenuto un cambio stabile o in apprezzamento sin dalla fine del 1994 nonostante l'alto tasso d'inflazione.

Ancoraggi di tasso di cambio

Altre economie emergenti hanno invece attuato importanti aggiustamenti dei cambi, talvolta a seguito delle pressioni del mercato, talvolta intenzionalmente. La crisi alla fine del 1994 ha costretto il Messico a introdurre un regime di cambio fluttuante che è stato poi mantenuto; gli interventi ufficiali sono stati soltanto sporadici. In Venezuela, il tasso di cambio ufficiale sopravvalutato è stato abbassato nel dicembre 1995, e quindi reso fluttuante nell'aprile 1996. Alla fine del mese, la valuta venezuelana era trattata a circa il 40% della parità ufficiale anteriore al dicembre 1995. Dopo più di due anni di cambio stabile, nel settembre 1995 è stata permessa la fluttuazione della rupia indiana. In Indonesia, la banda di intervento è stata allargata all'inizio del 1996, al fine di consentire una maggiore flessibilità del cambio e accrescere il margine di autonomia della politica monetaria. Massicci afflussi di capitali hanno indotto le autorità ceche ad ampliare la banda di oscillazione agli inizi del 1996. Il Cile ha modificato il calcolo del proprio tasso di cambio di riferimento alla fine del 1995 per consentire un maggiore apprezzamento in termini reali.

Aggiustamento del cambio

In molti paesi la correzione dei cambi sopravvalutati ha favorito un maggiore orientamento verso i mercati internazionali, contribuendo così alla rapida riduzione dei cospicui disavanzi commerciali. Il forte deprezzamento del peso messicano ha stimolato la crescita delle esportazioni e compresso le importazioni, permettendo di eliminare l'amplissimo disavanzo mercantile in meno di un anno. In India, il ripristino della competitività perduta durante gli anni di cambio stabile ha consentito il perdurare della vigorosa crescita delle esportazioni. I consistenti deprezzamenti dei primi anni della transizione hanno aiutato i paesi dell'Europa orientale a sviluppare nuovi mercati di esportazione per compensare la perdita dell'interscambio amministrato nell'area del Comecon. La svalutazione del franco CFA nel 1994 ha permesso un recupero di competitività consentendo, insieme alla dinamica più favorevole dei corsi delle materie prime, la riduzione degli ampi disavanzi commerciali. L'anno scorso, l'espansione del prodotto in quest'area è stata di quasi il 4%, più che doppia rispetto al tasso medio annuo registrato nei quindici anni precedenti.

La svalutazione migliora il saldo commerciale ...

Ciò nonostante, esistono due ragioni per cui periodici aggiustamenti del tasso di cambio e, a fortiori, il passaggio a un regime di maggiore flessibilità sono stati utilizzati con cautela nel mondo in via di sviluppo. In primo luogo, una svalutazione tende ad avere un forte e immediato impatto sui prezzi interni. La tabella III.3 mostra come i prezzi nelle economie emergenti siano altamente sensibili e reagiscano velocemente alle variazioni dei tassi di cambio. In Messico,

... ma produce ampi e rapidi effetti sui prezzi

Tassi di cambio e inflazione in determinati paesi				
	Deprezza- mento ¹	Prezzi all'ingrosso ²	Prezzi al consumo ²	Importazioni in % della spesa totale ³
	Variazioni percentuali su base annua			
Messico				
Nov. 93–Nov. 94	8,9	8,1	7,0	
Nov. 94–Nov. 95	122,6	58,1	52,0	15
<i>Differenza</i>	+ 113,7	+ 50,0	+ 45,0	
Ungheria				
Luglio 93–Luglio 94	12,2	13,6	19,5	
Luglio 94–Luglio 95	34,0	30,2	29,2	26
<i>Differenza</i>	+ 21,8	+ 16,6	+ 9,7	
Polonia				
Gennaio 93–Gennaio 95	24,5	25,5	31,8	
Gennaio 95–Gennaio 96	4,3	13,8	20,4	19
<i>Differenza</i>	– 20,2	– 11,7	– 11,4	
<i>Per memoria:</i>				
Italia, Spagna e Svezia ⁴				
Agosto 91–Agosto 92	1,7	0,1	4,3	
Agosto 92–Agosto 93	27,5	5,4	4,3	20
<i>Differenza</i>	+ 25,8	+ 5,3	0,0	

¹ Variazioni in moneta locale per unità di moneta estera. Per il Messico, nei confronti del dollaro USA; per l'Ungheria e la Polonia, nei confronti dei relativi panieri (rispettivamente 70% ECU, 30% dollaro USA e 55% ECU, 45% dollaro USA); per Italia, Spagna e Svezia, nei confronti del marco tedesco. ² Con uno sfasamento di un mese. ³ 1994. ⁴ Media non ponderata.

Tabella III.3

la svalutazione del peso ha spinto verso l'alto il tasso di aumento dei prezzi al consumo di 45 punti percentuali, ben due quinti del tasso di deprezzamento. L'accelerarsi del deprezzamento del fiorino ungherese a partire dalla metà del 1994 ha determinato una brusca impennata del tasso d'inflazione, sebbene a ciò abbia contribuito anche una sovrattassa sulle importazioni. Per contro, in Polonia, la più lenta svalutazione dello sloto ha determinato un deciso calo del tasso d'inflazione.

Nei paesi industriali, il nesso tra tassi di cambio e prezzi sembra essere molto meno stretto o meno immediato. Ad esempio, malgrado l'alta intensità di importazioni del prodotto, i paesi europei le cui monete hanno subito un forte deprezzamento dopo la crisi valutaria del 1992 hanno registrato soltanto un modesto incremento dei tassi d'inflazione. Probabilmente, una delle ragioni di tale differenza sta nel fatto che, nei paesi con un passato d'inflazione elevata o variabile, il tasso di cambio viene interpretato come un "segnale di inflazione" nella determinazione dei prezzi interni. Questa tendenza viene spesso amplificata dai meccanismi istituzionali di indicizzazione. Un altro fattore è l'elasticità dell'offerta nel settore dei tradables: la disponibilità di capacità produttiva e la maggiore diversificazione nelle principali economie europee hanno permesso di rispondere alla svalutazione con un aumento della produzione, piuttosto che con un incremento dei prezzi. Infine, l'orientamento delle politiche macroeconomiche interne ha notevoli ripercussioni sull'inflazione nel settore dei non tradables.

La seconda ragione che induce alla prudenza sta nel fatto che un deprezzamento del cambio o della banda di oscillazione, o un passaggio in generale a una maggiore flessibilità del cambio, può far nascere dubbi nei mercati finanziari sulla reale intenzione e determinazione delle autorità. Questo rischio è particolarmente acuto laddove l'impegno alla stabilità macroeconomica è troppo recente per imporre di per sé una diffusa credibilità. L'anno scorso, varie crisi sui mercati valutari hanno dimostrato che lo scarso rigore delle politiche di bilancio, le difficoltà politiche nel sostenere le manovre di aggiustamento e la fragilità dei sistemi finanziari sono tutti fattori che possono compromettere la fiducia nell'impegno ufficiale alla stabilità, quand'anche i tassi d'interesse vengano mantenuti alti. Il brusco deprezzamento del peso messicano nell'autunno 1995 è riconducibile alle incertezze del mercato in merito alla sostenibilità politica della stretta macroeconomica, e in particolare al manifestarsi della crisi bancaria, resa a sua volta più acuta dalla svalutazione del peso. In India, la nuova politica di fluttuazione amministrata è entrata in difficoltà a causa dei timori riguardo alle dimensioni del disavanzo pubblico e dell'incertezza circa la misura in cui il Governo intendeva lasciar deprezzare la rupia. Anche il rand sudafricano si è fortemente indebolito agli inizi del 1996. Sebbene si sia trattato in parte di una correzione del precedente apprezzamento in termini reali, la svalutazione è attribuibile altresì ai crescenti timori per l'ampio disavanzo pubblico del Sudafrica (5½% del PIL nell'ultimo esercizio) e all'incertezza relativa alla liberalizzazione dei movimenti di capitale.

Ruolo determinante delle politiche di sostegno

Principali andamenti nei singoli paesi

Messico e Argentina

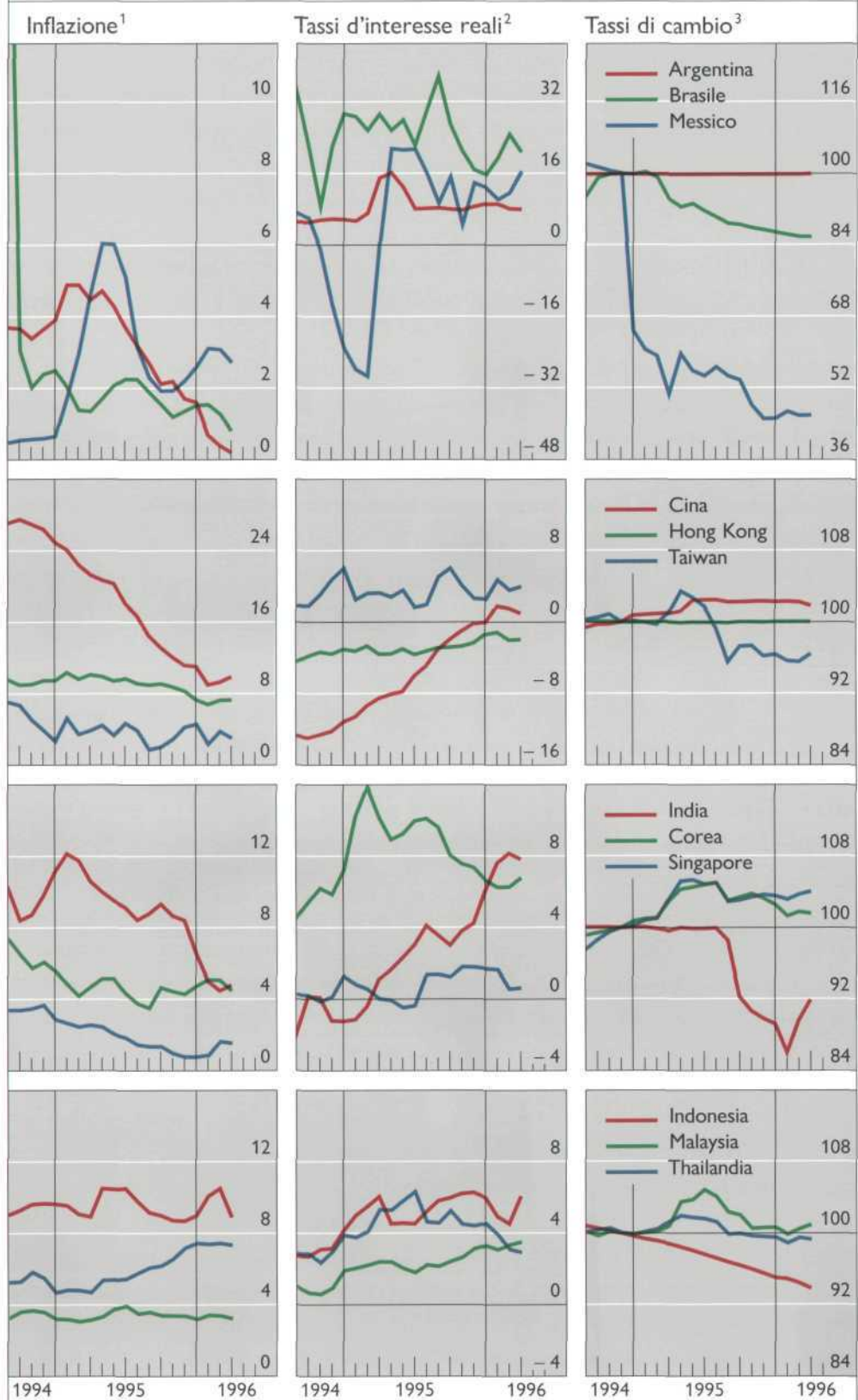
Lo scorso anno, all'indomani della crisi valutaria scoppiata alla fine del 1994, le autorità messicane hanno dovuto affrontare il difficile compito di ripristinare in tempi brevi l'equilibrio interno ed esterno senza l'ancora del tasso di cambio che aveva svolto un ruolo determinante nelle politiche di stabilizzazione avviate alla fine degli anni ottanta. Inoltre, le riserve di valuta estera del paese erano in gran parte assunte a prestito, doveva essere rimborsato l'ingente debito a breve collegato al dollaro ed era ormai precluso l'accesso ai mercati finanziari internazionali. Nei primi mesi del 1995, il cambio ha continuato la sua caduta, per il differimento del programma di stabilizzazione e le perduranti incertezze circa l'entità del sostegno finanziario esterno (grafico III.2). Tuttavia, il rapido riassorbimento del deficit della bilancia commerciale, nonché la forte ascesa dei tassi d'interesse a breve (a oltre il 70% in marzo), hanno contribuito alla stabilizzazione della moneta. I mercati sono stati ulteriormente rassicurati dall'annuncio di aiuti finanziari esterni di fonte ufficiale per un ammontare senza precedenti: i finanziamenti ufficiali netti attivati nel corso dell'anno sono ammontati a circa \$ 26 miliardi. Nel corso del 1995, sono stati rimborsati poco meno di \$ 17 miliardi di tesobonos ancorati alla moneta statunitense e detenuti da non residenti, e le riserve valutarie lorde sono cresciute di \$ 10 miliardi.

Crisi agli inizi del 1995...

...seguita da un lento ritorno a maggiore stabilità

Le quotazioni del peso, che nel marzo 1995 erano scese a 7,6 pesos per dollaro, sono risalite, stabilizzandosi tra 6,0 e 6,5 nel periodo tra aprile e settembre; il tasso d'inflazione mensile, che era cresciuto a ben l'8% in aprile, è

Inflazione, tassi d'interesse reali e tassi di cambio



¹ Aumento percentuale annuo dei prezzi al consumo, eccetto che per Brasile e Messico, dove l'inflazione è misurata dalla media mobile su tre mesi degli incrementi mensili. ² Tassi d'interesse a breve deflazionati con il tasso d'inflazione annuo, eccetto che per Brasile e Messico, dove sono deflazionati con l'aumento medio, rapportato all'anno, in mesi susseguenti. ³ Dollari USA per unità di moneta nazionale; fine novembre 1994 = 100.

Grafico III.2

decelerato fino al 2% in estate. I tassi d'interesse sono scesi più gradualmente e sono rimasti positivi in termini reali per buona parte dell'anno.

Le politiche restrittive e il consistente deprezzamento del cambio hanno decurtato i salari reali e depresso la domanda interna. A metà 1995, il prodotto risultava inferiore del 10% al livello dell'anno precedente, gli investimenti privati erano crollati e l'occupazione aveva subito un brusco calo. In siffatte circostanze, molti prestiti bancari erano diventati insostenibili, inducendo le autorità a introdurre una serie di misure per aiutare sia i mutuatari che i prestatori e ridurre così il rischio di tracollo del sistema bancario (Capitolo VII).

Nell'autunno 1995, l'assenza di segni affidabili che indicassero la fine della profonda recessione e le preoccupazioni circa la gravità dei problemi del sistema bancario hanno fatto nascere dubbi nei mercati finanziari sulla sostenibilità dell'energica politica antinflazionistica. Di conseguenza, la moneta messicana ha subito nuove pressioni al ribasso, scendendo a poco più di 8 pesos per dollaro agli inizi di novembre, quando il rialzo dei tassi d'interesse e gli interventi sui mercati dei cambi hanno concesso una breve tregua alla moneta. L'indebolimento del peso si è accompagnato a una nuova tornata di aumenti dei prezzi sul finire dell'anno, e l'inflazione mensile dei prezzi al consumo è salita a circa il 3½%. Il punto di minimo della recessione messicana sembra ora tuttavia superato; l'inflazione è nuovamente calata e la bilancia corrente si trova sostanzialmente in pareggio. Il Messico ha riguadagnato l'accesso ai mercati dei capitali internazionali, ma deve far fronte a un pesante piano di rimborso del debito per i prossimi anni; alla luce di ciò, resta essenziale che venga preservata la fiducia dei mercati finanziari internazionali.

Il paese che ha maggiormente risentito delle ricadute della crisi messicana è stata l'Argentina. I massicci deflussi di capitali hanno ridotto le riserve di valuta estera da più di \$ 14 miliardi a meno di \$ 9 miliardi tra la fine del 1994 e il marzo 1995, e i depositi bancari in moneta nazionale sono diminuiti di circa un quinto. La difesa della parità fissa ha richiesto un drastico rialzo dei tassi d'interesse reali a oltre il 15% agli inizi della primavera 1995. Un notevole alleggerimento degli obblighi di riserva ha consentito alle banche di far fronte all'improvviso ritiro di depositi. L'impatto della perdita di riserve valutarie sull'offerta di moneta è stato ulteriormente attutito dall'espansione dei titoli di Stato denominati in dollari a supporto della base monetaria. Infine, le riserve sono state ricostituite grazie a massicci prestiti, con un apporto da parte dei prestatori ufficiali esteri di oltre \$ 3½ miliardi nel 1995 e un'emissione di obbligazioni internazionali del settore pubblico per \$ 5 miliardi. I tassi d'interesse sono scesi, pur restando per buona parte dell'anno attorno al 10% in termini reali.

Nel 1995, l'economia ha subito una drastica contrazione, con un calo del PIL del 4½% e un forte aumento del tasso di disoccupazione. Agli inizi del 1996, l'inflazione era scesa a un tasso annuo inferiore all'1%. La profonda recessione, il deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale e l'incremento dei prezzi delle materie prime, assieme alla consistente espansione della domanda in Brasile fino agli inizi del 1995, hanno congiuntamente determinato ampi avanzi della bilancia commerciale. Tuttavia, con il rallentamento dell'economia brasiliana, tale eccedenza è nuovamente scomparsa (grafico III.3).

In linea con il programma di stabilizzazione del FMI, il disavanzo di bilancio del settore pubblico non finanziario è stato mantenuto, nel 1995, all'1% del PIL

Una profonda recessione ...

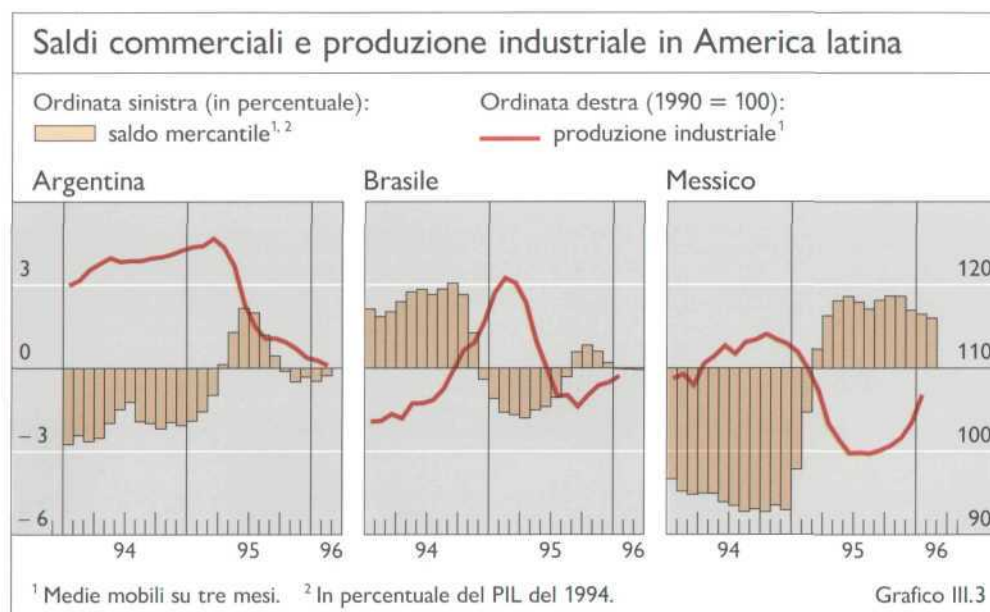
... e difficoltà del sistema bancario ...

... causano nuove turbolenze verso la fine del 1995 ...

... ma una ripresa pare ora in corso

Il contagio colpisce l'Argentina ...

... provocando recessione ...



... e richiedendo una stringente disciplina di bilancio

malgrado la recessione. Questo risultato è stato possibile anche grazie a un aumento dell'imposta sul valore aggiunto, alle entrate derivanti dalle privatizzazioni e a un condono fiscale. L'obiettivo ufficiale per il 1996 è il conseguimento dell'equilibrio di bilancio, compresi i proventi della vendita di attività. A tal fine, al Governo è stata conferita una più ampia potestà discrezionale di aumentare le imposte e ridurre la spesa.

Brasile

Il Piano Real ...

Le politiche di stabilizzazione del Brasile, che hanno portato all'introduzione del Piano Real nel luglio 1994, hanno avuto maggiore successo rispetto alle precedenti riforme valutarie. Tre fattori spiegano tale risultato. In primo luogo, le misure adottate per contrastare l'inflazione inerziale all'origine (riuscendo a far accettare un'unità di conto ancorata al tasso di cambio ed eliminando l'indicizzazione retrospettiva) hanno evitato il ricorso a controlli su prezzi e salari. In secondo luogo, l'equilibrio di bilancio ha favorito l'efficace introduzione della riforma. Infine, gli altissimi tassi d'interesse hanno attratto i capitali esteri, determinando così un cospicuo aumento delle riserve di valuta. Nel contempo, è stata mantenuta una certa flessibilità del cambio che ha consentito un modesto apprezzamento nominale nelle prime fasi della riforma e, dagli inizi del 1995, un deprezzamento controllato a un ritmo approssimativamente in linea con l'inflazione misurata dall'indice dei prezzi all'ingrosso.

... stimola eccessivamente la domanda nel breve termine ...

Paradossalmente, nelle fasi iniziali della riforma la domanda interna è cresciuta molto rapidamente malgrado gli alti tassi d'interesse reali. Questa evoluzione è attribuibile principalmente alla maggiore stabilità del reddito reale delle famiglie determinata dal Piano Real e dall'inadeguata percezione da parte dei consumatori dell'entità dell'aumento dei tassi d'interesse reali. Ne è conseguita una fortissima espansione della spesa del settore privato finanziata in gran parte dal credito al consumo. Inoltre, fra il primo semestre 1994 e il primo semestre 1995, le importazioni sono quasi raddoppiate in termini di dollari, determinando un disavanzo della bilancia commerciale (grafico III.3). Il deflusso di

... causando squilibri

capitali provocato dall'inizio della crisi messicana ha drasticamente ridotto le riserve internazionali del paese. Per far fronte all'ampliarsi degli squilibri esterni e interni sono stati imposti contingenti e più alti dazi sulle importazioni e si è consentito uno slittamento del tasso di cambio. In aggiunta, la politica monetaria è stata inasprita sia con l'introduzione di controlli quantitativi sia con il rialzo dei tassi d'interesse (saliti in termini reali a ben oltre il 30%).

A metà 1995, queste misure erano riuscite a raffreddare la domanda interna e a contenere il disavanzo commerciale. Tuttavia, ancora una volta, gli alti tassi d'interesse e la relativa stabilità di breve periodo del cambio hanno attratto massicci afflussi di capitali a breve termine inducendo le autorità a introdurre ulteriori restrizioni. Agli inizi del 1996, il tasso d'inflazione mensile era stato riportato al disotto dell'1%, risultato ragguardevole in un paese così abituato all'iperinflazione. Nondimeno, il contenimento dell'inflazione non può essere attuato indefinitamente mantenendo i tassi d'interesse reali al disopra del 15%. Richiederà altresì una perseverante disciplina fiscale e riforme strutturali. Dopo una lieve eccedenza nel 1994, il bilancio pubblico ha registrato un disavanzo pari a circa il 5% del PIL nel 1995. Il successo durevole del Piano Real dipenderà dal successo del Governo nell'affrontare le questioni di fondo, quali la riforma fiscale e previdenziale, il responsabile controllo delle finanze pubbliche e la privatizzazione delle imprese statali.

Un orientamento monetario restrittivo...

... richiede il sostegno della politica fiscale

Altri paesi dell'America latina

Lo scorso anno, la crescita è rimasta sostenuta nella maggior parte degli altri paesi dell'America latina. Il *Cile*, con una sana posizione fiscale, un alto saggio di risparmio e un'inflazione contenuta, ha registrato un altro anno di espansione vigorosa, e nondimeno equilibrata. Ciò nonostante, per evitare il surriscaldamento, alla fine del 1995 è stata adottata una politica monetaria più restrittiva e i tassi d'interesse reali sono saliti. L'economia della *Colombia* è cresciuta quasi allo stesso ritmo del 1994 (5½%) e l'inflazione è leggermente rallentata, scendendo al 21%, un valore prossimo al tasso registrato quasi ininterrottamente dal 1973 a oggi. Si è però ampliato il disavanzo sia del bilancio pubblico che della bilancia di parte corrente. In *Venezuela*, la maggiore dinamicità nel settore petrolifero ha favorito, lo scorso anno, una modesta ripresa. Il disavanzo del settore pubblico è rimasto molto ampio (oltre il 6% del PIL) e i postumi della crisi bancaria del 1994 hanno reso più difficile il compito della politica monetaria nel contrastare efficacemente l'inflazione. Alla fine del 1995, i tassi d'interesse reali, ancorché in crescita, rimanevano fortemente negativi. Nell'aprile 1996 è stato annunciato un nuovo programma di stabilizzazione di vasta portata comprendente la liberalizzazione dei tassi di cambio e d'interesse e l'introduzione di consistenti aumenti delle imposte indirette e dei prezzi della benzina.

Cile

Colombia

Venezuela

Asia orientale

Nel 1995 il programma di stabilizzazione perseguito in *Cina* dalla metà del 1993 è riuscito a moderare il ritmo di crescita e a ridurre l'inflazione. I controlli e i vincoli amministrativi alla disponibilità di credito hanno fortemente rallentato la spesa in conto capitale (tabella III.4). È stata attuata una politica monetaria più stringente, riducendo i crediti della banca centrale alle istituzioni finanziarie,

La stabilizzazione in Cina riduce fortemente l'inflazione...

Indicatori della pressione della domanda nel 1995				
	Crescita del PIL reale	Bilancia delle partite correnti in % del PIL	Crescita degli investimenti fissi reali	Inflazione dei prezzi al consumo ¹
	1995 meno media 1990 – 94			
Cina	0,1	1,2	- 6,3	11,1
India	2,0	-0,2	7,3	6,5 ²
Altri paesi asiatici ³	0,8	-1,8	2,3	6,8
Corea	1,4	-0,8	4,0	4,7
Hong Kong	- 0,7	-7,8	- 2,4	7,3
Singapore	0,5	8,3	- 2,9	0,8
Taiwan	- 0,2	-2,4	- 2,5	4,6
Filippine	3,0	0,4	7,5	10,9
Indonesia	1,2	-1,8	3,8	9,0
Malaysia	0,8	-3,4	3,1	3,2
Thailandia	- 0,3	-1,6	1,6	7,4
America latina ³	- 2,6	0,5	- 7,8	30,0
Argentina	-10,6	1,0	-32,7	1,6
Brasile	3,3	-2,5	15,3	22,0
Cile	2,1	2,2	3,1	8,2
Colombia	1,3	-5,1	- 3,5	19,4
Messico	- 9,9	5,9	-33,7	52,0
Venezuela	- 1,7	-0,4	- 3,5	56,6

Nota: i dati relativi al 1995 sono parzialmente stimati.
¹ Dicembre 1995 su dicembre 1994. ² Prezzi all'ingrosso. ³ Media dei paesi indicati ponderata in base al PIL e alle PPA del 1990.
 Tabella III.4

imponendo massimali al credito più restrittivi e consentendo ai tassi d'interesse di diventare positivi in termini reali alla fine del 1995, poiché quelli nominali non sono stati abbassati in linea con il calo dell'inflazione. Per giunta, l'introduzione di speciali premi sui depositi a risparmio a più lungo termine delle famiglie ha incrementato la redditività reale dei depositi bancari. Sebbene in forte decelerazione, le esportazioni hanno continuato a crescere in misura superiore alle importazioni, con un conseguente ampliamento dell'avanzo della bilancia commerciale cinese, salito a oltre \$ 23 miliardi. La tendenza della moneta nazionale ad apprezzarsi in termini nominali e il permanere di un tasso d'inflazione relativamente elevato hanno fatto salire il tasso effettivo reale dell'8% nel 1995. Di conseguenza, dall'unificazione del tasso di cambio, nel gennaio 1994, la moneta si è apprezzata del 25%, neutralizzando in buona parte il deprezzamento dei primi anni novanta.

... ma molti problemi restano irrisolti

Nel corso dell'anno, tuttavia, le restrizioni creditizie paiono aver perso progressivamente la loro efficacia. I limiti alla crescita del credito contemplati dal piano statale sono stati sempre più aggirati attraverso la rapida espansione dei finanziamenti bancari estranei al piano e il consistente aumento del credito interaziendale (che, in base alle stime, è cresciuto di un quarto, portandosi lo scorso anno a circa il 15% del PIL). Inoltre, sono stati realizzati solo modesti progressi nel consolidamento della finanza pubblica e nella riforma del vasto settore delle imprese statali, che è tuttora esente da stringenti vincoli di

bilancio. Lo scorso anno, le perdite delle imprese industriali di proprietà statale sarebbero cresciute di un terzo, superando i \$ 10 miliardi. I sussidi erogati per ripianare tali perdite, nonché l'accumulo di arretrati nel pagamento delle imposte societarie, hanno mantenuto il disavanzo pubblico a livelli elevati, malgrado l'adozione di tutta una serie di provvedimenti volti ad allargare la base impositiva e a incrementare la quota del gettito di pertinenza dell'amministrazione centrale.

La spesa in consumi e quella in conto capitale del settore privato si è indebolita sia a *Hong Kong* che a *Taiwan*. A *Hong Kong*, tale rallentamento è collegato alla caduta degli investimenti nel settore delle costruzioni e alle misure di stabilizzazione avviate alla fine del 1994. A *Taiwan*, i problemi nel settore finanziario e la debolezza del mercato immobiliare hanno depresso la spesa. Le politiche fiscali e monetaria sono state entrambe allentate. Il disavanzo pubblico ha raggiunto il 5% del PIL, mentre la crescita monetaria è stata stimolata attraverso riduzioni dei tassi d'interesse e un abbassamento dei coefficienti di riserva. Nonostante un consistente avanzo corrente, le tensioni politiche hanno determinato deflussi di capitali: le riserve ufficiali sono diminuite e il tasso di cambio è stato soggetto a pressioni al ribasso.

Hong Kong e
Taiwan

Di fronte a un'accelerazione dell'inflazione nel 1994, le autorità monetarie della *Repubblica di Corea* hanno assunto un orientamento restrittivo, e agli inizi del 1995 i tassi d'interesse risultavano fortemente aumentati. Con il raffreddarsi dell'economia, a partire da metà anno, e in presenza di un'inflazione calante, la politica monetaria è stata progressivamente allentata. La decelerazione dell'economia ha moderato la crescita delle importazioni e ridotto il disavanzo corrente.

Corea

Sud-Est asiatico

Nei paesi del Sud-Est asiatico, nonostante il massiccio afflusso di capitali e la rapida industrializzazione, i tassi di cambio rispetto al dollaro USA sono rimasti relativamente stabili dalla fine degli anni ottanta (Thailandia e Malaysia), oppure sono variati a un ritmo notevolmente costante (il dollaro di Singapore in apprezzamento e la rupia indonesiana in deprezzamento; grafico III.4, riquadro superiore). A eccezione di Singapore, i tassi di cambio reali (in termini di prezzi al consumo relativi) si sono mantenuti alquanto stabili pur con un rapido incremento della produttività. Soltanto a Singapore, una politica di costante apprezzamento del tasso di cambio ha fatto sì che l'aumento della produttività e l'ampio avanzo delle partite correnti si traducessero in una bassa inflazione interna – inferiore al 2% lo scorso anno – in presenza di una crescita vigorosa.

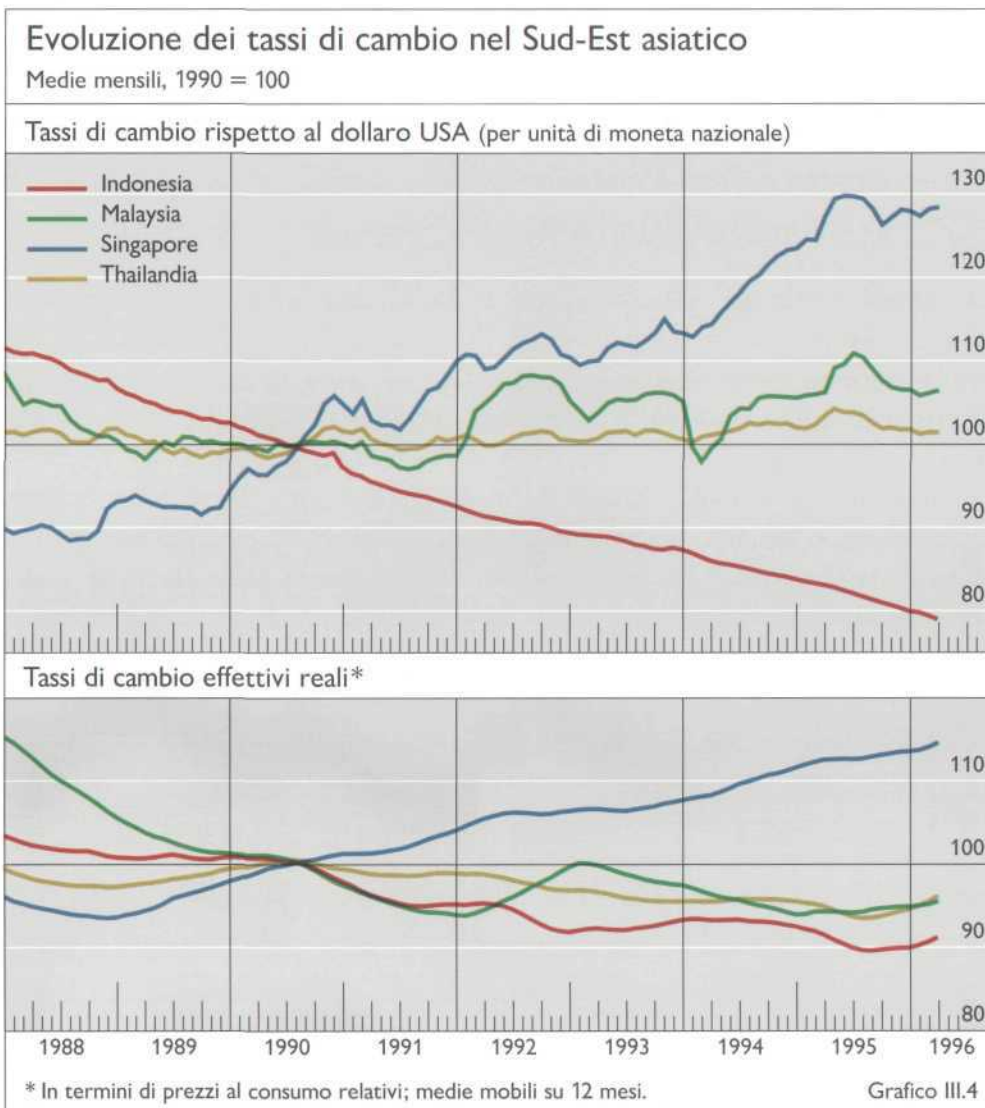
Tassi di cambio
piuttosto stabili...

L'anno scorso, la rapidissima crescita registrata in Indonesia, Malaysia e Thailandia è stata nuovamente trainata dal dinamismo delle esportazioni e da un boom degli investimenti, con un forte incremento della spesa per progetti infrastrutturali di vasta portata. Benché necessari per allentare le gravi strozzature prodotte da vari anni di rapida industrializzazione, tali investimenti hanno soltanto effetti indiretti e a lungo termine sulla crescita delle esportazioni.

... e rapida crescita
nel Sud-Est asiatico

Attualmente, questi tre paesi si confrontano con carenze di capacità produttiva e di manodopera qualificata. Le pressioni da eccesso di domanda si sono tradotte in un assai brusco deterioramento dei loro saldi correnti. Il disavanzo di parte corrente di Malaysia e Thailandia è salito a circa l'8% del PIL. Poiché buona parte della pressione da domanda si è riversata sui conti con l'estero, l'inflazione

Ampi squilibri
esterni...



... e veloce espansione del credito conducono a un inasprimento monetario

interna si è mantenuta abbastanza moderata, sebbene in Thailandia sia sensibilmente accelerata nel corso dell'anno.

La concomitante rapidissima crescita del credito al settore privato (tabella VII.6, Capitolo VII) ha determinato un inasprimento della politica monetaria, pur con tempi e rigore diversi a seconda dei paesi (grafico III.2). In Thailandia, i tassi d'interesse sono stati aumentati agli inizi del 1995 per proteggere la moneta all'indomani della crisi messicana. Quando, con il passar dei mesi, l'afflusso di capitali è ripreso, sono state adottate misure dirette per limitare l'espansione del credito e ridurre le spinte al rialzo sui tassi d'interesse. La produzione manifatturiera è rallentata e gli investimenti privati hanno perso di slancio, ma gli ingenti afflussi di fondi esteri hanno alimentato la liquidità. Alla fine dell'anno, le autorità hanno annunciato un'ulteriore riduzione del tasso programmato di crescita del credito interno; sono stati inoltre adottati nuovi provvedimenti per arginare gli afflussi di capitali. In Indonesia, l'inasprimento della politica monetaria è avvenuto con maggiore gradualità. Agli inizi del 1996, le autorità hanno innalzato l'obbligo di riserva e adottato misure più dirette per limitare la perdurante forte espansione del credito. In Malaysia, le condizioni monetarie sono diventate notevolmente più restrittive soltanto a partire dalla fine del 1995. In presenza di un

modesto apprezzamento del ringgit fino alla metà dell'anno, non vi è stato alcun aumento dei tassi d'interesse volto a contrastare la crescente dilatazione del credito. Quando poi la moneta ha cominciato a deprezzarsi, la prima linea di difesa è stata un intervento sui tassi di cambio, cui ha fatto seguito soltanto più tardi un aumento dei tassi d'interesse.

India

La riforma strutturale in India ha favorito una forte crescita, con un'espansione della produzione industriale a un tasso annuo superiore al 10% dalla metà del 1994. Le spinte inflazionistiche associate alla rapida crescita del prodotto e degli investimenti hanno indotto le autorità monetarie a introdurre politiche più restrittive a partire dalla fine del 1994. Il rendimento dei buoni del Tesoro è costantemente cresciuto, passando da meno dell'8% agli inizi del 1994 (quando era negativo in termini reali) al 13% nell'ottobre 1995, allorché è stato di fatto imposto un massimale sui tassi mediante l'assorbimento da parte della banca centrale dei titoli rimasti invenduti in sede d'asta. I più elevati tassi d'interesse non hanno tuttavia impedito un'accelerazione della crescita complessiva del credito nel 1995. In aggiunta a un rapidissimo incremento del credito al settore commerciale, si è avuta una notevole espansione dei finanziamenti a basso costo della banca centrale al settore pubblico. Ciò nonostante, l'inflazione dei prezzi all'ingrosso è sensibilmente calata, scendendo ad appena il 6½% alla fine del 1995. A ciò hanno contribuito in misura significativa i tagli sui dazi alle importazioni e sulle accise, nonché la stabilità dei prezzi amministrati.

Nel settembre 1995, il cambio quasi fisso della rupia, che aveva determinato una consistente perdita di competitività, è stato sostituito da un regime di fluttuazione amministrata. Alla fine dell'anno, la rupia si era deprezzata di oltre il 10% rispetto al dollaro e di quasi il 7% in termini effettivi reali. Agli inizi del 1996, la rupia ha nuovamente subito consistenti pressioni al ribasso e ai primi di febbraio aveva perso un ulteriore 7%, per poi risalire a seguito degli interventi della Reserve Bank e dell'adozione di misure volte ad aumentare il costo del finanziamento al commercio. Le cause prossime della debolezza della moneta erano le incertezze elettorali e i timori per la reintroduzione di una regolamentazione valutaria restrittiva. Tuttavia, una causa più fondamentale delle preoccupazioni del mercato finanziario era il permanere di un ampio disavanzo del settore pubblico: sebbene la rapida crescita avesse incrementato il gettito fiscale, il deficit statale si situava su valori prossimi al 6% del PIL e anche il resto del settore pubblico registrava cospicui disavanzi. Possono parimenti aver indebolito la fiducia dei mercati finanziari i lenti progressi nell'attuazione delle riforme in vari comparti sensibili (segnatamente la ristrutturazione, ivi compresa la privatizzazione, di imprese pubbliche, l'abolizione di pratiche restrittive in alcuni settori del mercato del lavoro e la deregolamentazione nei settori dell'energia e dei trasporti).

Europa orientale

In diverse economie dell'Europa orientale, l'espansione economica è stata sostenuta dalla rapida crescita delle esportazioni. Lo scorso anno, nella Repubblica Ceca e in Polonia essa ha tratto anche impulso dal più forte aumento della

Le autorità pongono restrizioni alla crescita del credito...

... consentendo una maggiore flessibilità del tasso di cambio

Pressioni ricorrenti sulla rupia

Forte crescita delle esportazioni

domanda interna mai registrato dall'inizio del processo di transizione; per contro, in Ungheria, l'avvio dell'aggiustamento macroeconomico ha determinato una forte contrazione dei consumi nel settore sia pubblico che privato. Nel 1995, il PIL è cresciuto del 7% in Polonia, di poco meno del 5% nella Repubblica Ceca, ma soltanto dell'1½% in Ungheria. L'indice dei prezzi al consumo ha segnato un leggero rallentamento nella Repubblica Ceca; l'inflazione è salita in Ungheria e diminuita in Polonia. Tale configurazione rispecchia in parte le notevoli differenze nelle politiche del cambio.

Repubblica Ceca

Nella *Repubblica Ceca*, lo scorso anno una forte espansione della domanda interna ha stimolato la crescita del prodotto. Data la soddisfacente prestazione economica del paese e le buone prospettive per il futuro, nel 1995 la coesistenza di un tasso fisso di cambio e di alti tassi d'interesse nominali ha attratto ingenti afflussi di capitali. A seguito di ciò, è raddoppiato il volume delle riserve valutarie e, nonostante la sterilizzazione e altre misure per assorbire la liquidità, è proseguita la forte accelerazione del tasso di crescita della moneta in senso ampio. Nell'ottobre 1995, una liberalizzazione delle transazioni in conto capitale ha permesso investimenti all'estero da parte dei residenti; tuttavia, gli alti tassi d'interesse nominali hanno continuato ad attrarre consistenti afflussi di capitale. Tale pressione ha spinto le autorità ad allargare la banda di oscillazione del cambio da $\pm 1/2$ a $\pm 7 1/2\%$ alla fine del febbraio 1996. A una forte flessione iniziale del cambio ha fatto seguito un pronto recupero e, a metà aprile, il tasso di mercato si situava attorno alla parità centrale. La stabilità del cambio nominale durante gli ultimi cinque anni ha contribuito a mantenere l'inflazione più bassa che nella maggior parte degli altri paesi della regione; una posizione di bilancio equilibrata ha sorretto tale politica. Nondimeno, la forte espansione della domanda interna ha altresì determinato un netto ampliamento del disavanzo della bilancia commerciale.

Polonia

Anche la *Polonia* ha dovuto far fronte ad afflussi di valuta estera, derivanti per lo più dalla fortissima crescita delle esportazioni, compresi gli acquisti dei turisti stranieri non rilevati statisticamente. In presenza di un'inflazione ben superiore a quella dei partner commerciali, nell'ottobre 1991 la parità fissa adottata all'inizio del processo di riforma era stata sostituita da un regime di "crawling peg" caratterizzato da un tasso di deprezzamento preannunciato posto a un livello lievemente inferiore al prevalente differenziale di inflazione al consumo. Negli anni successivi, il tasso di slittamento è stato ridotto in linea con l'inflazione calante, sebbene sia intervenuta anche una svalutazione secca. Questa politica ha preservato la competitività della Polonia, contribuendo a un'espansione dell'85% del valore in dollari delle esportazioni mercantili rilevate verso i paesi industriali tra il 1992 e il 1995.

Le autorità sono intervenute per contrastare le pressioni al rialzo sul cambio e, di conseguenza, le riserve valutarie sono rapidamente cresciute. Tuttavia, a seguito di ulteriori massicci afflussi di capitali durante i primi mesi del 1995, in maggio è stata ampliata la banda di oscillazione del tasso di cambio effettivo. Malgrado il successivo apprezzamento dello sloto, gli afflussi sono proseguiti. Pertanto, la parità centrale è stata apprezzata del 6½% a dicembre e lo slittamento graduale del cambio è stato ridotto all'1% mensile a partire dal gennaio 1996. Si è potuto così evitare un forte apprezzamento della moneta in termini reali in quanto l'inflazione ha continuato a scendere, sebbene essa rimanga relativamente elevata.

In *Ungheria*, la necessità di correggere sia l'ampio disavanzo pubblico (il 7½% del PIL nel 1994) che il crescente squilibrio esterno ha condizionato la politica economica. Lo scorso anno è stato conseguito un certo aggiustamento fiscale e le misure preannunciate intendono continuare questo processo anche nel 1996: le proiezioni ufficiali indicano per quest'anno un disavanzo inferiore al 4%. Un considerevole deprezzamento reale del fiorino e una sovrattassa sulle importazioni introdotta nel marzo 1995 hanno determinato un'impennata dell'inflazione (tabella III.1). I salari reali sono diminuiti del 12% e la spesa in consumi e le importazioni si sono indebolite. Con un aumento di quasi il 17% del valore in dollari delle esportazioni verso i paesi industriali, la contrazione del disavanzo corrente, unitamente all'afflusso di capitali collegato alle privatizzazioni (più di \$3 miliardi nel 1995), ha fatto salire di \$5 miliardi le riserve ufficiali. Ciò nonostante, l'intensa e rapida traslazione del deprezzamento del cambio sui prezzi interni evidenzia la necessità di mantenere politiche restrittive.

Ungheria

Russia

Agli inizi del 1995, la Russia si è trovata ad affrontare una crisi finanziaria. Le riserve di valuta estera erano praticamente esaurite e l'inflazione era accelerata fino a un tasso mensile di quasi il 18%. Le autorità hanno reagito programmando drastici tagli alla spesa federale in termini reali al fine di ridurre il disavanzo di bilancio di circa il 5% del PIL. Inoltre, per finanziare il disavanzo si sarebbe dovuto fare maggiore ricorso all'emissione di titoli di Stato a breve, riducendo quindi il ricorso al credito della banca centrale. Sebbene il mercato si sia mostrato inizialmente scettico, questo riorientamento della politica economica (sostenuto dall'annuncio di un prestito di \$6,8 miliardi da parte del FMI) ha infine arrestato la deriva del rublo.

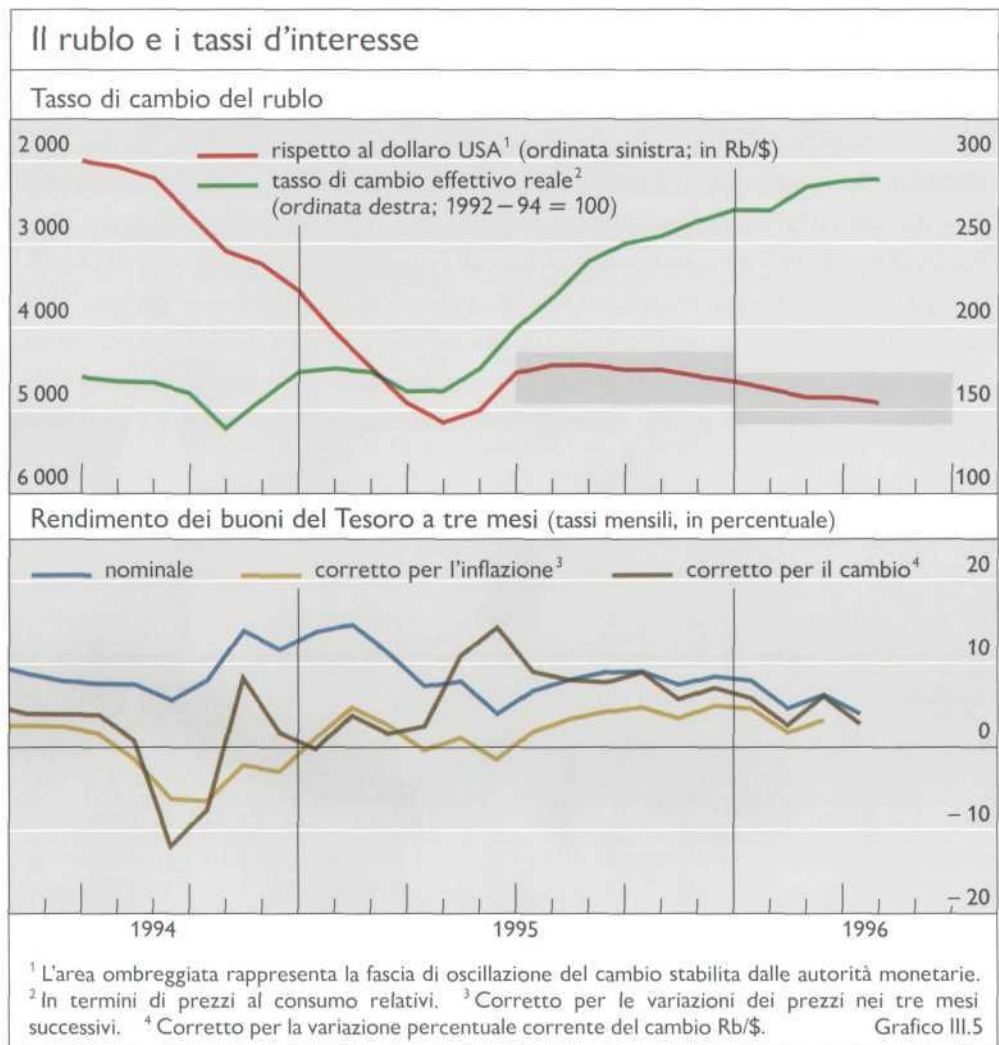
Politiche monetarie e fiscali restrittive ...

Una notevole contrazione del disavanzo è stata effettivamente conseguita, grazie anche al temporaneo espediente di differire il pagamento degli stipendi ai dipendenti pubblici. Per giunta, la stretta monetaria, che ha comportato un deciso innalzamento degli obblighi di riserva, nonché elevati rendimenti sui titoli del Tesoro denominati in rubli, ha fortemente incentivato le banche russe e altri operatori a convertire attività da dollari in rubli. Allorché le aspettative circa la stabilità del cambio sul breve periodo hanno cominciato a radicarsi, gli afflussi di capitali sono aumentati e vi è stato un rientro di capitali espatriati. Di conseguenza, il rublo si è apprezzato, offrendo alla banca centrale l'opportunità di rimpinguare le riserve. In parte per contenere le pressioni al rialzo sul cambio, in parte per fare di quest'ultimo un'ancora antinflazionistica, le autorità hanno annunciato l'introduzione di una banda di oscillazione del rublo per la seconda metà del 1995, seguita da una banda analoga, ma leggermente deprezzata, per il primo semestre 1996 (grafico III.5). Il valore del rublo è raddoppiato in termini effettivi reali, sia pur rispetto a un livello fortemente deprezzato.

... e l'adozione di una fascia di oscillazione del tasso di cambio ...

Agli inizi del 1996, l'attuazione di importanti aggiustamenti macroeconomici aveva fatto scendere l'inflazione a un tasso mensile inferiore al 3%, il più basso dal 1991. Al contempo, il calo del prodotto nel 1995 e nei primi mesi del 1996 è stato assai minore rispetto agli anni precedenti, grazie all'impulso fornito alla domanda dalle esportazioni e dall'edilizia residenziale. La sostenibilità di questi andamenti più favorevoli dipenderà dal fatto che vengano compiuti

... contribuiscono alla stabilità macroeconomica ...



... ma restano da compiere ulteriori passi

ulteriori progressi verso la creazione di un contesto di stabilità economica e finanziaria. Molto resta ancora da fare sulla strada della riforma strutturale, in particolare mediante un'effettiva privatizzazione. A sostegno di un programma a medio periodo finalizzato alla stabilità macroeconomica e alle riforme strutturali, nel marzo 1996 il FMI ha approvato un credito condizionale di circa \$ 10 miliardi.

Crescenti tassi di risparmio

Importanza di un elevato tasso di risparmio

Le recenti esperienze hanno riconfermato la fondamentale importanza dei tassi di risparmio e d'investimento interni nel promuovere la crescita economica. Inoltre, un maggiore ricorso al risparmio interno, piuttosto che a quello estero, riduce il rischio di crisi finanziarie innescate dai deflussi di capitali. Infine, i sistemi finanziari dei paesi con un'elevata quota di risparmio sono probabilmente più resistenti agli shock economici.

Marcate differenze nella propensione al risparmio dovute...

Le sensibili differenze tra i tassi di risparmio e d'investimento nelle principali regioni del mondo in via di sviluppo osservate nel corso degli anni ottanta si sono accentuate durante la prima metà degli anni novanta. A eccezione dell'India e delle Filippine, i tassi di risparmio in Asia sono saliti a ben oltre il

30% del PIL. In buona parte dell'Africa e dell'America latina, per contro, i tassi di risparmio si situano invece soltanto attorno al 20% del PIL (tabella III.1) e, di conseguenza, l'insufficiente spesa in conto capitale ha limitato la crescita. Un'eccezione notevole è rappresentata dal Cile, dove negli ultimi anni la quota di risparmio ha raggiunto i livelli asiatici. Tali differenze sono state ugualmente marcate dal lato degli investimenti, i cui tassi in Asia hanno di gran lunga superato quelli del resto del mondo in via di sviluppo.

Le riforme strutturali, tra cui una notevole liberalizzazione nel settore finanziario, hanno stimolato non soltanto gli investimenti, ma anche i consumi privati, spesso alimentati da una rapida espansione del credito bancario (tabella VII.6, Capitolo VII). Il modo in cui la liberalizzazione finanziaria influisce sul risparmio aggregato è ambiguo. Da un lato, l'allentamento dei vincoli sui prestiti alle famiglie può, a breve termine, abbassare il risparmio aggregato; dall'altro, la disponibilità di una più ampia gamma di strumenti finanziari può incoraggiarlo. In Asia, il processo di liberalizzazione, per lo più graduale, si è associato a un incremento del risparmio. Altrove, però, i tassi di risparmio sono diminuiti. Invero, il sensibile calo dei saggi di risparmio è stato uno dei problemi transitori posti dai programmi di stabilizzazione e liberalizzazione in America latina agli inizi degli anni novanta, così come lo era stato per le riforme realizzate in molti paesi industriali nei primi anni ottanta. L'attuazione del Piano Real in Brasile è stata anch'essa accompagnata da un indebolimento del risparmio. Il tasso di risparmio è parimenti sceso in numerosi paesi non latino-americani. Quello del Sudafrica è caduto ben al disotto del livello necessario per generare nuova occupazione. Nell'Europa orientale, non soltanto i tassi di risparmio sono diminuiti all'atto della liberalizzazione (una reazione normale alla cessazione del risparmio forzato), ma sono rimasti contenuti anche con il procedere della transizione.

A partire dalla metà degli anni ottanta, la maggior parte dei PVS ha cercato di incrementare il risparmio del settore pubblico (o di ridurre il risparmio negativo). La strategia di consolidamento fiscale a medio termine realizzata in molte economie dell'America latina ha ridotto gli alti tassi di risparmio negativo dell'amministrazione pubblica che si registravano agli inizi e a metà degli anni ottanta. Le politiche di rigore attuate in alcune economie asiatiche (che prevedevano altresì l'accumulo di consistenti avanzi nei sistemi pensionistici statali) hanno determinato elevatissimi saggi di risparmio del settore pubblico.

In generale, i paesi con un'elevata quota di risparmio pubblico registrano anche alti saggi di risparmio privato. Paesi con avanzi fiscali negli anni novanta hanno generalmente tassi di risparmio privato alti o addirittura in crescita (Cile, Corea, Malaysia prima del 1995, Singapore e Thailandia). Per converso, i paesi con saggi di risparmio relativamente contenuti tendono ad avere posizioni di bilancio notevolmente più deboli (Brasile, Colombia, India, Sudafrica e Venezuela). Soltanto in Argentina una modesta propensione al risparmio privato coesiste con finanze pubbliche in equilibrio, ma anche qui essa è sensibilmente cresciuta.

Sebbene il risparmio privato sia in larga misura determinato da fattori strutturali (come le tendenze demografiche) o da variabili a evoluzione lenta (come il livello del reddito pro capite), l'azione dell'amministrazione pubblica può pur sempre stimolarlo. Importante a tale scopo è la riforma del regime previdenziale.

... al ritmo
delle riforme
finanziarie ...

... e alle finanze
pubbliche

Programmi pensionistici integralmente finanziati...

L'istituzione di uno schema pensionistico obbligatorio completamente finanziato costituisce probabilmente l'esempio di maggiore successo. Un siffatto schema, che fornisce il finanziamento di un sistema previdenziale generalizzato, venne introdotto a Singapore già nel 1955; il Cile ha posto in essere il proprio sistema nei primi anni ottanta. In Argentina, Colombia e Malaysia, schemi analoghi (talvolta coesistenti con sistemi su base contributiva) sono stati istituiti in un passato più recente. Una riforma pensionistica è in programma in Brasile e Messico e rappresenta una delle priorità in alcuni paesi dell'Europa orientale. Cile, Malaysia e Singapore hanno realizzato gli schemi pensionistici più compiuti; il risparmio annuo generato da questi sistemi in Malaysia e a Singapore rappresenta circa il 10% del PIL.

... potrebbero promuovere il risparmio privato...

A causa della natura eminentemente illiquida, è improbabile che i sistemi obbligatori di accantonamento a fini pensionistici estromettano altre forme più liquide di risparmio delle famiglie. Per giunta, le categorie a basso reddito che partecipano agli schemi di risparmio obbligatorio potrebbero aver ben poco risparmio discrezionale da dislocare. Un ulteriore vantaggio è che, se gli investitori istituzionali che gestiscono i fondi pensione non sono soggetti a eccessivi vincoli nelle loro decisioni di investimento (come il fatto di dover, ad esempio, acquistare titoli di Stato), ciò favorirà lo sviluppo dei mercati finanziari interni. Gli investimenti effettuati dai fondi pensione in Cile, ad esempio, hanno contribuito allo sviluppo dei locali mercati azionari e obbligazionari e hanno agevolato i programmi di privatizzazione. Più in generale, la creazione di nuovi strumenti di risparmio e lo sviluppo del mercato finanziario in un contesto macroeconomico stabile potrebbero a loro volta stimolare ulteriormente il risparmio.

... e lo sviluppo del mercato finanziario

Una riforma finanziaria dovrebbe in ogni caso assicurare che il risparmio disponibile sia utilizzato in maniera efficiente. Altrettanto fondamentale a tal fine è l'esistenza di un solido sistema finanziario, un argomento importante che verrà approfondito nel Capitolo VII.

IV. Politica monetaria nei paesi industriali

Aspetti salienti

Lo scorso anno, nei maggiori paesi industriali la politica monetaria è stata allentata – come evidenziato dal calo dei tassi d'interesse a breve e dalla più rapida crescita degli aggregati monetari ampi – in considerazione degli ulteriori progressi verso la stabilità dei prezzi e del rallentamento dell'attività economica.

Negli Stati Uniti, la serie di aumenti dei tassi d'interesse, che aveva preso avvio agli inizi del 1994, si è arrestata allorché, nella primavera del 1995, l'economia ha cominciato a dare segni di rallentamento. La politica monetaria è stata allentata dapprima in luglio e in dicembre, e quindi nuovamente nel gennaio di quest'anno, al fine di sostenere l'attività produttiva. In Giappone, l'orientamento monetario è stato reso decisamente più distensivo con l'adozione da parte della banca centrale di risolutive misure per rimettere in moto la modesta espansione iniziata nel 1994, ma poi incagliatasi nella prima metà dell'anno successivo. Il tasso di sconto è stato ridotto, in due riprese, dall'1,75% a inizio d'anno allo 0,5% al principio dell'autunno. Di riflesso all'accresciuta importanza attribuita alla manovra dei tassi di mercato come strumento di politica monetaria, i rendimenti sugli strumenti a breve termine sono stati pilotati al disotto del tasso di sconto.

La politica monetaria è divenuta generalmente più permissiva anche nei paesi aderenti agli Accordi europei di cambio (AEC), in un contesto di inflazione calante, di tassi di cambio solidi, di una crescente disoccupazione e, in Germania, di una crescita di M3 decisamente inferiore all'obiettivo. Tuttavia, in alcuni di questi paesi le condizioni monetarie sono state temporaneamente inasprite nel corso della primavera e dell'autunno, in risposta a pressioni sul cambio innescate dall'andamento del dollaro e da timori riguardanti la politica di bilancio, dimostrando così l'impegno delle autorità a mantenere i tassi di cambio in linea con le parità centrali.

Nei paesi in cui la politica monetaria è guidata da obiettivi di inflazione espliciti o impliciti, essa è stata ulteriormente inasprita nella prima parte del 1995 per contrastare l'insorgenza di spinte inflazionistiche. La manovra restrittiva, insieme al generale rallentamento dell'attività economica, ha migliorato le prospettive di inflazione, rendendo possibile un allentamento della politica monetaria nella seconda metà dell'anno. In questi paesi l'inflazione si è generalmente mantenuta entro le fasce-obiettivo. Tuttavia, poiché essa è rimasta moderata anche altrove, è ancora presto per giudicare se l'annuncio di obiettivi di inflazione ufficiali abbia avuto un impatto sulla dinamica dei prezzi.

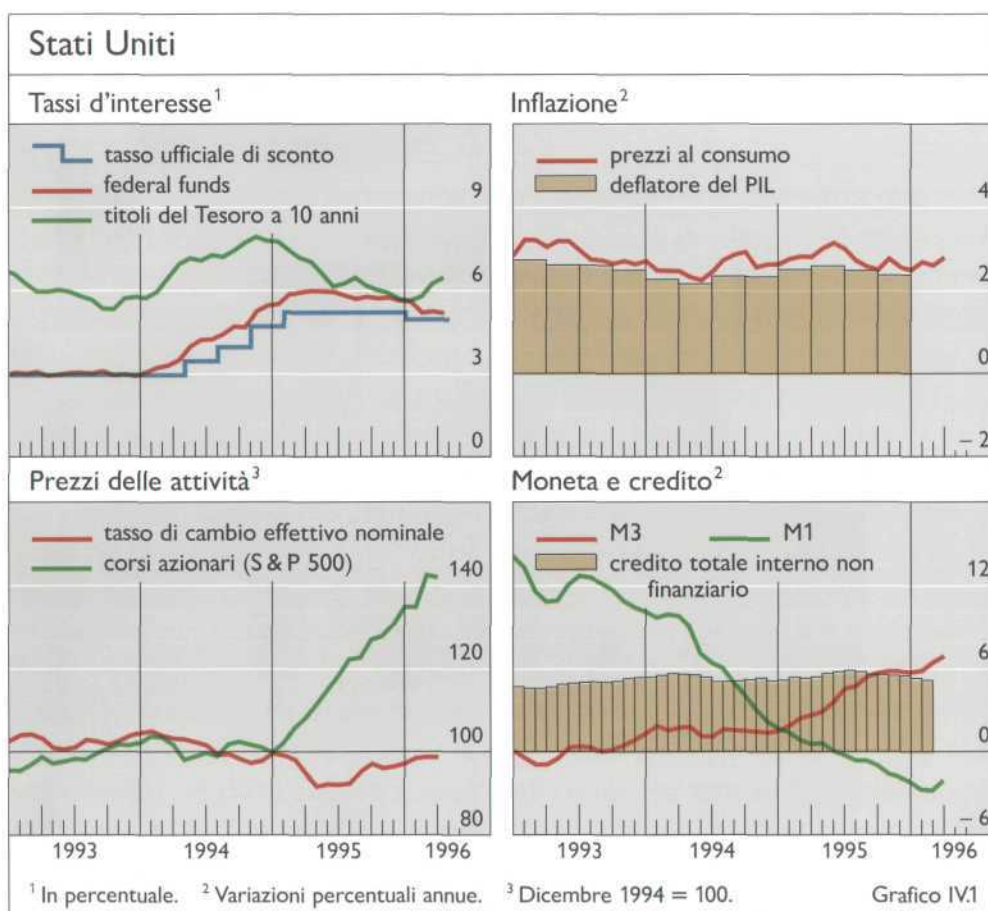
Politica monetaria nelle tre maggiori economie

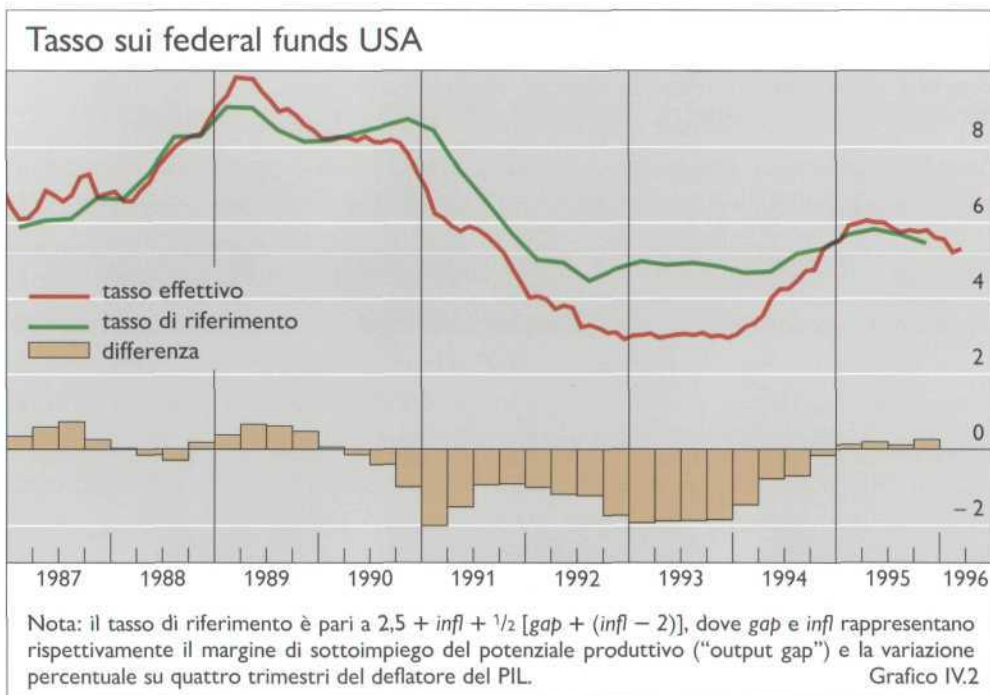
Stabilità dei prezzi
come obiettivo
primario della
politica monetaria

Fra le tre maggiori economie, nonché in altri paesi, vi è generale consenso sul principio che la stabilità dei prezzi è il fine primario della politica monetaria. Le principali differenze nel quadro operativo dei tre paesi riguardano il grado di trasparenza dell'obiettivo e l'opportunità di utilizzare obiettivi intermedi nella conduzione della politica. In Germania, la Bundesbank ha ripetutamente dichiarato che considera un'inflazione superiore al 2% annuo non compatibile con la stabilità dei prezzi e fissa un obiettivo intermedio a medio termine per la crescita di M3. Per contro, negli Stati Uniti – dove è stata proposta in Congresso una legge per chiarire il mandato della Riserva federale – e in Giappone, la politica monetaria è condotta in modo eclettico senza il riferimento a un obiettivo intermedio, e le autorità non hanno fornito una definizione quantitativa del loro obiettivo. Lo scorso anno, la politica monetaria è stata progressivamente allentata in tutti e tre i paesi in un contesto di bassa inflazione, di un'attività economica in rallentamento e, in Germania, di un'espansione di M3 inferiore ai valori programmati.

Stati Uniti

Negli Stati Uniti, l'inasprimento della politica monetaria avviato agli inizi del 1994 in risposta alla rapida espansione economica interna e all'emergere di pressioni inflazionistiche è proseguito fino ai primi mesi dello scorso anno. Nell'arco di tale periodo il tasso sui federal funds è stato innalzato ben sette volte, fino a raggiungere





il 6% nel febbraio 1995. Nella primavera, tuttavia, l'attività economica è rallentata e si sono sopite le pressioni inflazionistiche, generando così sui mercati finanziari, nel primo trimestre 1995, l'aspettativa di un allentamento della politica monetaria. Di conseguenza, i rendimenti a lungo termine hanno iniziato a scendere, il dollaro si è deprezzato, toccando minimi storici nei confronti dello yen e del marco, e i corsi azionari si sono mossi al rialzo. In luglio, la Riserva federale ha allentato leggermente le condizioni monetarie, abbassando di 0,25 punti, ossia al 5,75%, il tasso sui federal funds. Mentre il dollaro si è stabilizzato e ha riguadagnato terreno dall'estate in poi, anche per effetto di un rilassamento della politica monetaria in Giappone e Germania, i tassi a lungo termine hanno continuato a calare durante l'autunno, sullo sfondo di crescenti aspettative di un'ulteriore distensione monetaria e della sensazione che erano aumentate le probabilità di un accordo fra l'Amministrazione e il Congresso per il riequilibrio del bilancio federale. Poiché l'inflazione continuava a regredire, si è resa necessaria una riduzione dei rendimenti nominali, onde evitare un aumento dei tassi d'interesse reali, e il tasso sui federal funds è stato ulteriormente abbassato al 5,5% in dicembre e al 5% nel gennaio scorso. Parallelamente alla flessione dei tassi d'interesse a breve, durante il 1995 e fino al primo trimestre di quest'anno i corsi azionari hanno fatto registrare un consistente rialzo. Nella misura in cui il corrispondente incremento di ricchezza ha contribuito a sorreggere l'attività economica, ciò ha limitato la necessità di un ulteriore allentamento della politica monetaria.

Attenuazione delle spinte inflazionistiche e allentamento della politica monetaria

Forte rialzo dei corsi azionari

Nei primi mesi del 1996 la graduale discesa dei tassi a lungo termine e l'appiattimento della curva dei rendimenti hanno subito un'inversione. All'inizio della primavera i tassi a lunga hanno ripreso a salire, anche alla luce di crescenti indicazioni che l'accordo sul pareggiamento del bilancio federale non sarebbe stato raggiunto in tempi brevi. Inoltre, i segni di ripresa dell'attività economica hanno indotto gli operatori di mercato a ritenere sempre meno probabile un'ulteriore distensione monetaria.

Aggiustamento
asimmetrico

L'allentamento della politica monetaria fra l'estate del 1995 e la primavera di quest'anno è stato più contenuto e graduale dell'inasprimento che aveva avuto luogo fra il febbraio 1994 e gli inizi del 1995. Infatti, mentre in occasione della manovra restrittiva le correzioni del tasso sui federal funds erano successivamente aumentate da 25 fino a 75 punti base, i singoli aggiustamenti di tasso in senso espansivo non hanno superato i 25 punti. Questa asimmetria può in parte rispecchiare l'intenzione delle autorità di abbassare progressivamente il tasso d'inflazione a livelli compatibili con la stabilità dei prezzi, reagendo quindi con maggiore fermezza agli aumenti che non alle riduzioni delle spinte inflazionistiche.

Tassi d'interesse
eccezionalmente
bassi agli inizi
del 1994

Un'altra ragione per cui il tasso sui federal funds era stato innalzato più di quanto ci si sarebbe potuto attendere alla luce dell'andamento dell'inflazione e del prodotto risiede nel fatto che nel 1991-93 la Riserva federale aveva portato a livelli eccezionalmente bassi i tassi d'interesse a breve nominali e reali nel contesto di un elevato indebitamento del settore non finanziario e di una certa riluttanza dei prestatori a erogare credito. Essendo stati in gran parte risolti questi problemi, un maggior grado di inasprimento monetario era appropriato. Il grafico IV.2 mostra come agli inizi del 1994 il tasso sui federal funds fosse al disotto del livello indicato da un parametro semplice che in passato è servito da guida per la fissazione del tasso.

Giappone

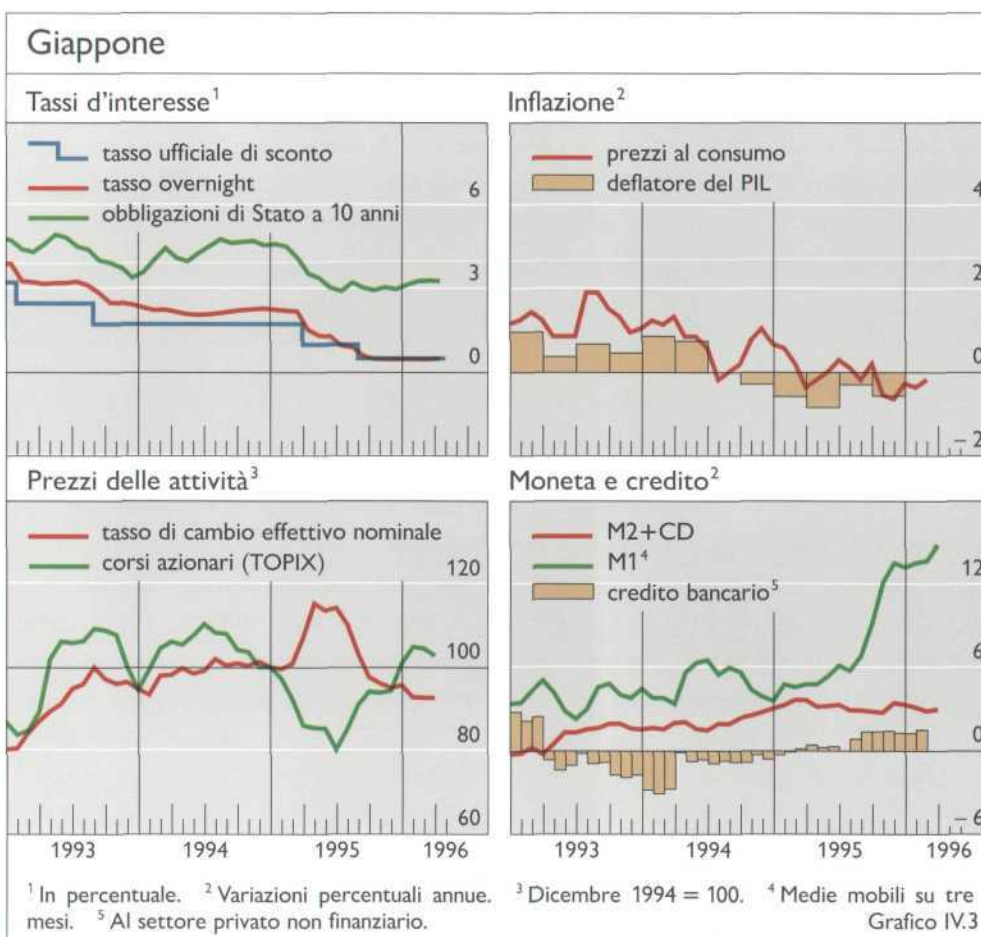
Notevole allenta-
mento della politica
in Giappone

Lo scorso anno la Banca del Giappone ha impresso alla politica monetaria un indirizzo decisamente più permissivo. L'allentamento rientrava nel quadro di varie misure adottate dalle autorità monetarie e dal Governo per sostenere l'attività economica, ma ha altresì contribuito ad alleviare le difficoltà presenti nel settore bancario (si veda anche il Capitolo V).

Dopo un deciso apprezzamento dello yen sul dollaro in febbraio e marzo, e un forte calo dei corsi azionari nel primo trimestre, è apparso sempre più evidente che la timida ripresa avviata nel 1994 si stava esaurendo. In presenza di aspettative dei mercati finanziari di un allentamento della politica monetaria, come indicava la discesa dei rendimenti a lungo termine dal 4,7% in gennaio al 3,8% in marzo, nell'ultima parte dello stesso mese la Banca del Giappone ha guidato verso il basso i tassi del mercato monetario, e a metà aprile ha ridotto il saggio di sconto dal minimo storico dell'1,75 all'1%. Il rallentamento dell'attività economica è continuato nella tarda primavera e i prezzi al consumo hanno segnato, per la prima volta da quasi un decennio, un calo su base annua.

Tassi del mercato
monetario portati
al disotto del
saggio di sconto

Agli inizi di luglio, i tassi a lungo termine hanno toccato un minimo record del 2,7% allorché la Banca del Giappone ha incoraggiato una discesa dei tassi a breve del mercato monetario al disotto del saggio di sconto, che essi invece solitamente superavano in passato. La distensione delle condizioni monetarie ha contribuito al successivo deprezzamento dello yen sul dollaro e a un recupero delle quotazioni azionarie. Anche i tassi d'interesse a lungo termine sono saliti temporaneamente al 3,4% in agosto, per poi ridiscendere al 2,8% in settembre. Al fine di fornire un sostegno addizionale all'economia, il tasso ufficiale di sconto è stato ulteriormente abbassato di 0,5 punti in settembre.



Sebbene negli ultimi anni i margini di intermediazione si siano ampliati, il forte calo dei tassi del mercato monetario a partire dalla primavera 1995 ha indubbiamente comportato una considerevole riduzione in termini reali dei tassi attivi bancari a breve. Ad esempio, i tassi sui nuovi prestiti a scadenza ravvicinata sono diminuiti di circa 1,5 punti fra la primavera 1995 e la primavera 1996. Con un'inflazione annua misurata dall'indice dei prezzi al consumo o dal deflatore del PIL prossima a zero, i tassi d'interesse a breve reali e nominali sono probabilmente calati all'incirca nella stessa misura.

Mentre i rendimenti a breve sono rimasti intorno allo 0,5% dall'inizio dell'autunno in poi, quelli a più lungo termine hanno segnato un modesto incremento, portandosi al 3,5% verso la fine del febbraio di quest'anno. Sebbene siano possibili spiegazioni alternative della graduale accentuazione della curva dei rendimenti, l'ampliarsi del differenziale fra i tassi a lungo e a breve termine indicherebbe che i mercati finanziari si attendessero una ripresa della crescita economica e un inasprimento della politica monetaria rispetto al suo attuale indirizzo fortemente espansivo. Poiché i tassi bancari attivi a più lungo termine sono collegati ai rendimenti obbligazionari, tali aspettative hanno determinato immediati aumenti nel costo del finanziamento bancario, i quali potrebbero ostacolare la ripresa. Al fine di ridurre le spinte al rialzo sui rendimenti obbligazionari, la Banca del Giappone ha posto in chiaro che non intende inasprire la politica monetaria fintantoché l'espansione non si sarà consolidata. Benché ciò sia opportuno nelle attuali condizioni congiunturali, se i tassi a breve resteranno a

Calo dei tassi d'interesse a breve reali e nominali

Un aumento dei tassi d'interesse a lunga...

... potrebbe ostacolare la ripresa

livelli così bassi per un periodo protratto si dovrà aver cura di evitare una reazione smisurata dei mercati obbligazionari allorché sarà corretto l'orientamento della politica.

Anche se lo scorso anno i prestiti bancari e il credito al settore privato non finanziario hanno registrato un'espansione, i tassi di crescita restano modesti a causa della scarsa domanda di credito e di una certa esitazione delle banche a erogare finanziamenti. Questa riluttanza è dovuta alla debolezza patrimoniale sia delle banche sia dei mutuatari, nonché alla qualità delle garanzie reali offerte da questi ultimi. Ciò spiegherebbe in parte perché gli investimenti delle piccole aziende, che tradizionalmente ricorrono in misura maggiore al credito bancario, segnano il passo rispetto a quelli delle imprese maggiori, le quali hanno più facile accesso a fonti alternative di finanziamento.

Il comportamento degli aggregati monetari sembra anch'esso indicare che l'offerta di credito intermediato è tuttora in certa misura compressa. Mentre nel 1995 la crescita di M2+CD è stata del 3,1%, in linea con le previsioni della Banca del Giappone, quella di M1 è accelerata notevolmente nella seconda parte dell'anno (grafico IV.3) in seguito alla riallocazione di depositi causata dai bassi tassi d'interesse e dai timori per la fragilità del sistema bancario. Qualora dovesse perdurare, questo spostamento delle preferenze in favore delle attività liquide potrebbe incidere negativamente sulla capacità delle banche di finanziare i prestiti. D'altra parte, l'aumento dei corsi azionari intervenuto a partire da metà 1995 ha migliorato le posizioni di bilancio sia delle banche che dei mutuatari, e ciò dovrebbe rafforzare gli effetti di stimolo dell'attuale orientamento di politica monetaria.

Germania

Allentamento della politica monetaria in risposta alla crescita di M3...

Nel periodo in esame è proseguito in Germania il processo di riduzione dei tassi d'interesse iniziato nel settembre 1992. La conduzione della politica monetaria è stata guidata dalla debolezza della crescita di M3, impiegato dalla Bundesbank come obiettivo intermedio, la quale segnalava un'assenza di pressioni inflazionistiche e un rallentamento dell'attività economica. In presenza di un'espansione monetaria negativa all'inizio del 1995, i tassi d'interesse a lungo termine sono scesi dal 7,8% a fine 1994 al 7,3% nel marzo successivo con il rafforzarsi delle aspettative di un allentamento monetario. Poiché la crescita di M3 è rimasta ben al di sotto dell'obiettivo nei primi mesi dell'anno, dopo un netto apprezzamento del marco la politica monetaria è stata allentata una prima volta in aprile, quando la Bundesbank ha ridotto al 4% il saggio di sconto, al 6% il tasso sulle anticipazioni e dal 4,85 al 4,5% il tasso applicabile alle aste a tasso fisso. Sebbene la Bundesbank non orienti la politica monetaria in funzione del tasso di cambio, le variazioni di quest'ultimo influiscono sull'andamento futuro dell'inflazione, elemento di cui è tenuto conto nel determinare il livello appropriato dei tassi ufficiali.

Dopo la mossa distensiva di aprile, i tassi sulle operazioni pronti contro termine e i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono rimasti invariati fino ad agosto, allorché la Bundesbank ha nuovamente abbassato il tasso di sconto e quello sulle anticipazioni di ulteriori 0,5 punti, stante la crescita ancora lenta della moneta e la persistente forza del marco. L'espansione monetaria si è accelerata

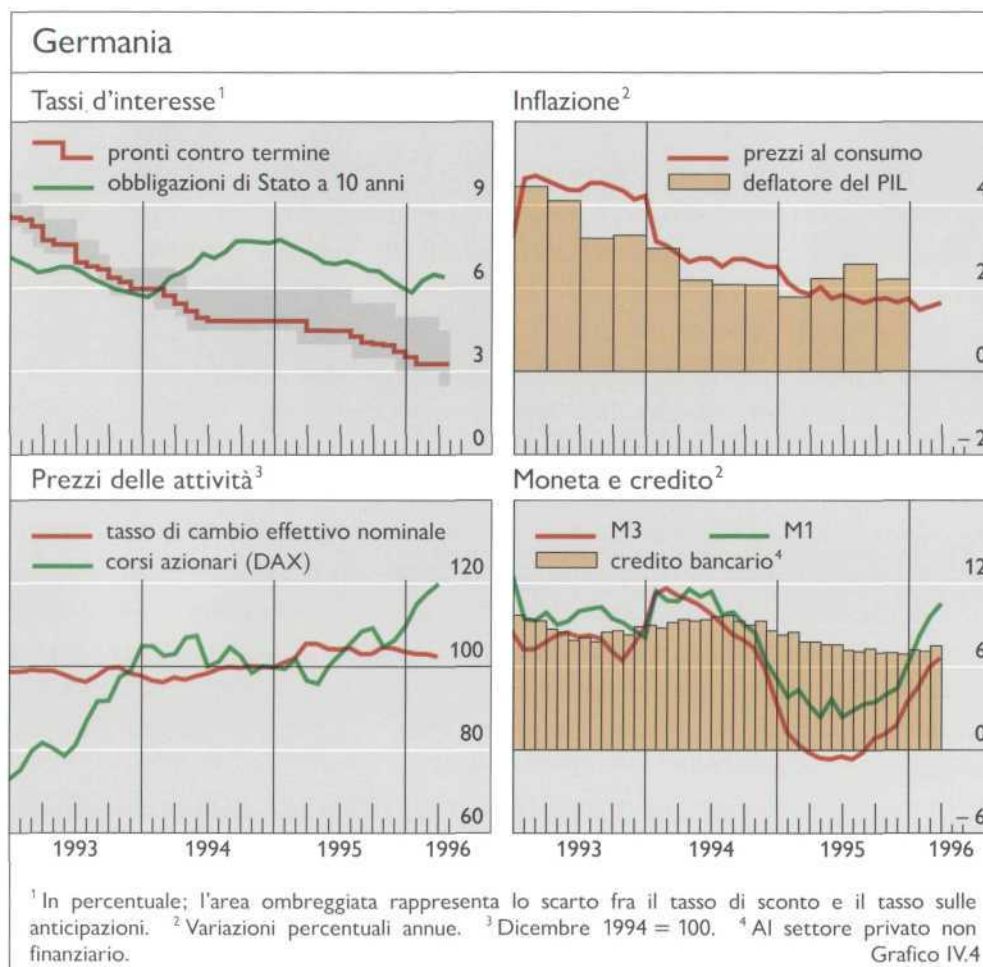
nel terzo trimestre, per poi nuovamente rallentare nell'ultima parte dell'autunno, parallelamente a un ulteriore calo dei rendimenti a lungo termine. I tassi ufficiali sono stati nuovamente ridotti in dicembre, portando al 3% il tasso di sconto, al 5% il tasso sulle anticipazioni e al 3,75% il tasso sulle aste pronti contro termine a tasso fisso. Nonostante l'allentamento della politica, la crescita di M3 tra il quarto trimestre 1994 e il quarto trimestre 1995 è stata soltanto del 2,1%, ossia ben inferiore alla fascia obiettivo del 4-6%.

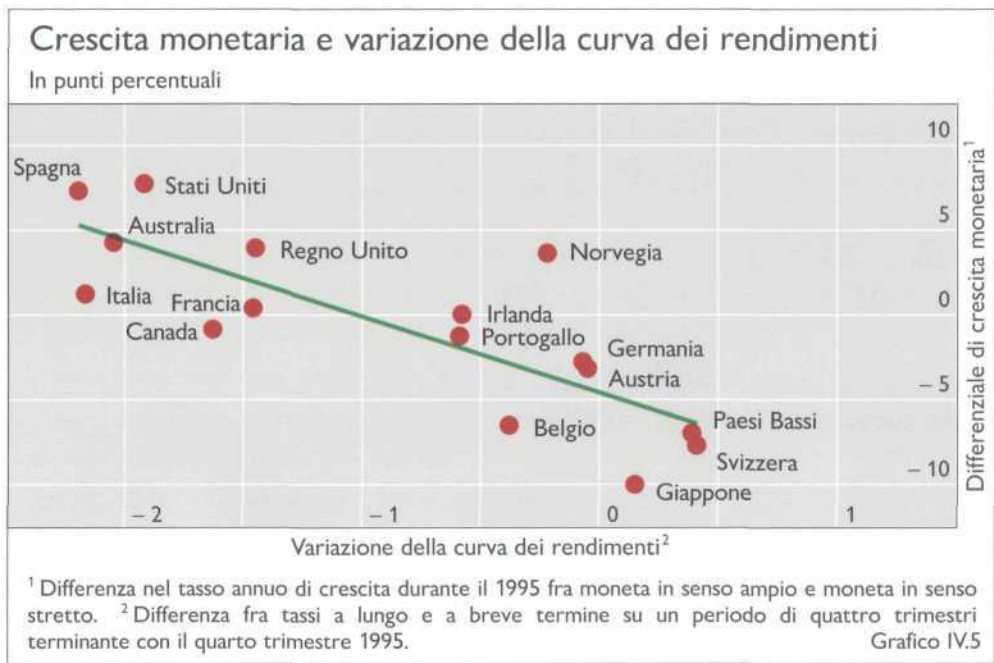
... inferiore all'obiettivo

Nel primo trimestre 1996 si è avuto un ulteriore rapido calo del tasso pronti contro termine, sceso al 3,3% agli inizi di febbraio. La crescita di M3 si è però accelerata nei primi tre mesi, e nell'ultima parte di gennaio i tassi a lungo termine hanno iniziato a salire, dal minimo del 5,8%, in linea con quanto ipotizzato dai mercati finanziari, che giudicavano meno probabile un ulteriore allentamento delle condizioni monetarie (si veda anche il Capitolo V). Nondimeno, in aprile la Bundesbank ha ridotto il tasso di sconto al 2,5% e il tasso sulle anticipazioni al 4,5%, in considerazione delle favorevoli prospettive di inflazione.

Un fattore che in Germania ha reso più difficoltoso il perseguimento dell'obiettivo di crescita monetaria è costituito dal variare della pendenza della curva dei rendimenti, che influisce sulla domanda di M3. Poiché il differenziale fra i tassi a breve e a lungo termine è in gran parte determinato dalle aspettative degli operatori finanziari circa le future condizioni economiche, esso si sottrae al controllo diretto delle autorità. Un cambiamento di attese può pertanto far sì

La curva dei rendimenti complica il perseguimento dell'obiettivo monetario...





che la crescita monetaria si discosti temporaneamente dai valori di obiettivo. Sebbene ciò non invalidi la strategia basata su un sentiero programmato di crescita della quantità di moneta, la sua credibilità può risentirne nella misura in cui per le autorità risulta difficile spiegare al pubblico le ragioni dello scostamento.

I cambiamenti nell'inclinazione della curva dei rendimenti complicano la conduzione della politica monetaria anche nei paesi in cui gli aggregati monetari sono principalmente usati come variabili informative. Tali variazioni influiscono sui tassi di crescita relativi dei differenti aggregati, rendendo così più difficile la loro interpretazione. Lo scorso anno in vari paesi gli aggregati monetari ampi e ristretti hanno mostrato andamenti alquanto difforni. Ad esempio, negli Stati Uniti e nel Regno Unito l'espansione della moneta in senso lato ha superato in misura considerevole quella della moneta nella definizione ristretta. In Giappone, in Svizzera e nei Paesi Bassi si è verificato invece il fenomeno contrario.

Sebbene i differenti tassi di crescita siano in parte dovuti a circostanze particolari, come l'innovazione finanziaria e la mutata percezione del pubblico a riguardo della stabilità del sistema bancario, il grafico IV.5 mostra che l'appiattimento della curva dei rendimenti nel 1995 ha in generale frenato maggiormente l'espansione degli aggregati ristretti. Due fattori spiegano questo fenomeno: da un lato, la flessione dei tassi d'interesse a lungo termine ha indotto una riallocazione di attività non monetarie in favore di strumenti compresi nella moneta in senso ampio; dall'altro, l'aumento dei tassi a breve ha accresciuto la remunerazione sulle componenti degli aggregati ampi, disincentivando la detenzione di attività più liquide.

Politica monetaria negli altri paesi aderenti agli AEC

In molti paesi dell'Europa occidentale il fine della stabilità dei prezzi è perseguito attraverso un obiettivo intermedio di cambio nel quadro degli AEC. In risposta

... e influisce sul contenuto di informazione degli aggregati

all'ulteriore calo dell'inflazione a circa il 2%, o meno, e al temporaneo rallentamento dell'attività economica, e sull'esempio delle riduzioni dei tassi ufficiali in Germania, anche questi paesi hanno in complesso allentato la politica monetaria durante il 1995.

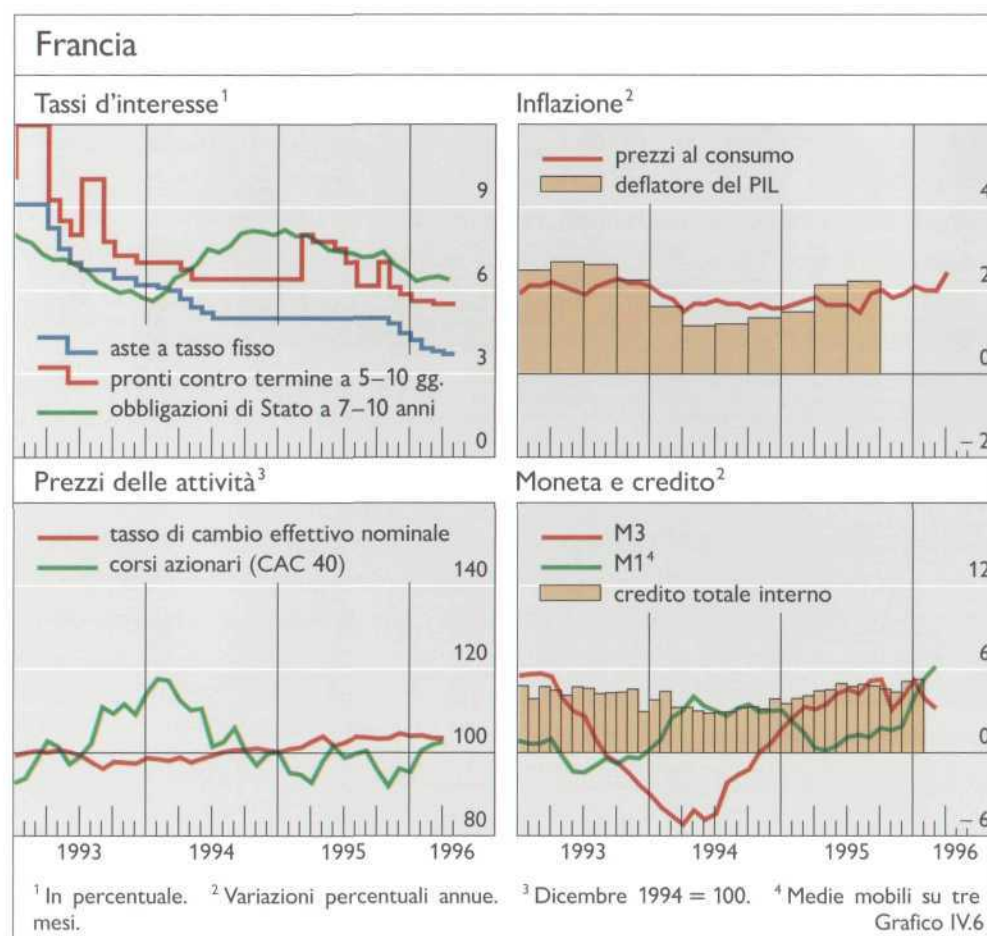
Francia

Lo scorso anno la politica monetaria in Francia ha continuato a essere finalizzata alla stabilità dei prezzi, definita dalla Banca di Francia come inflazione misurata non superiore al 2% nel medio periodo. Così come in passato, questo fine è stato perseguito attraverso l'impiego di due obiettivi intermedi: uno esterno, inteso come un rapporto di cambio stabile nei confronti delle valute più credibili degli AEC, e uno interno, sotto forma di un sentiero di crescita a medio termine per l'aggregato M3. Tuttavia, in passato, nella formulazione della politica monetaria l'obiettivo di crescita monetaria ha avuto in genere un peso minore di quello del tasso di cambio, perseguito fin dal 1979, con il risultato di mantenere pressoché invariata per quasi dieci anni la parità centrale con il marco tedesco.

L'impegno alla stabilità del cambio è stato peraltro messo seriamente alla prova, seppure per brevi periodi, nella primavera e nell'autunno dello scorso anno. Fattori sia internazionali che interni – il deprezzamento del dollaro e le incertezze a riguardo della politica di bilancio – paiono aver contribuito a innescare le pressioni sui mercati valutari. In entrambe le occasioni la Banca di Francia ha inasprito le condizioni monetarie e ha sostituito il suo schema di

La stabilità dei prezzi obiettivo della politica monetaria

L'impegno alla stabilità del cambio messo alla prova per brevi periodi



rifinanziamento a cinque-dieci giorni con una facilitazione a 24 ore, che accresce l'incertezza circa il costo potenziale dell'assunzione di posizioni contro la moneta francese. Queste misure, assieme a correzioni di politica fiscale tese a ridurre i futuri disavanzi pubblici, sono riuscite a ristabilire la fiducia nel franco. Nel 1995 sono notevolmente calati i tassi d'interesse a breve e a lungo termine determinati dal mercato, mentre è rimasto sostanzialmente invariato il differenziale fra i rendimenti a lunga francesi e tedeschi. Questo differenziale si è ridotto agli inizi del 1996, allorché i tassi a lungo termine in Francia sono aumentati meno che in Germania e il franco si è apprezzato nei confronti del marco.

La crescita di M3 nell'arco dell'anno è stata pari al 4,1%, ossia leggermente inferiore all'obiettivo a medio termine del 5%. Il credito totale interno, che ha un ruolo importante come variabile informativa, è aumentato del 5%, ma tale espansione è attribuibile praticamente per intero al maggiore fabbisogno di finanziamento dello Stato.

Paesi minori aderenti agli AEC

Austria e
Paesi Bassi

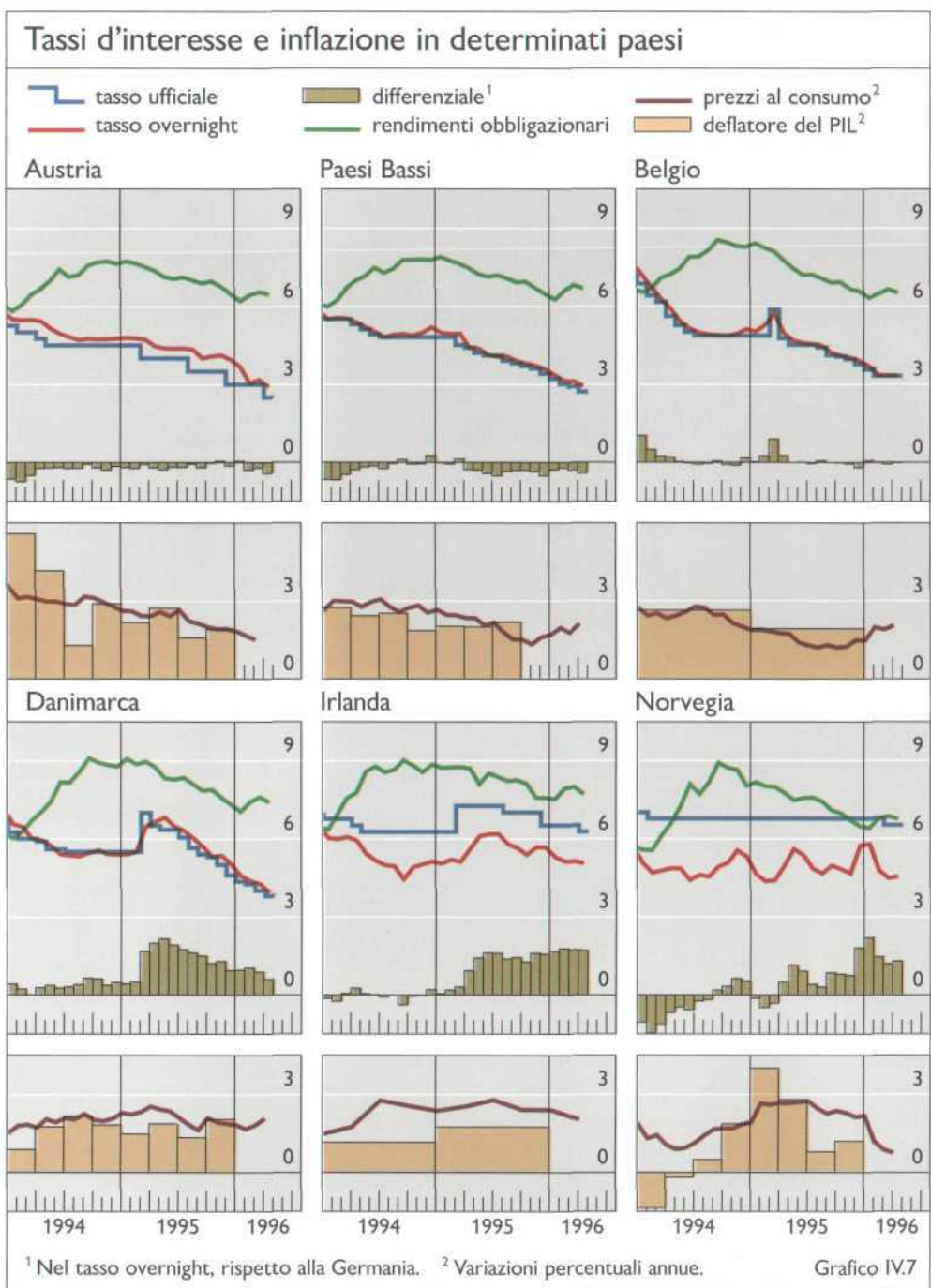
Così come in passato, la politica monetaria nei paesi minori aderenti agli AEC è stata fortemente condizionata dagli sviluppi nelle economie maggiori. In Austria e nei Paesi Bassi l'andamento dell'attività produttiva e dell'inflazione ha continuato a essere strettamente collegato a quello dell'economia tedesca. Con un'inflazione in calo nel 1995, le autorità di entrambi i paesi hanno allentato la politica monetaria sulla scia dell'abbassamento dei tassi ufficiali in Germania. Data la forza del fiorino olandese sul mercato dei cambi, la Nederlandsche Bank ha persino potuto guidare i tassi a breve al disotto dei rendimenti tedeschi comparabili.

Belgio, Irlanda
e Danimarca

Anche in Belgio, Irlanda e Danimarca nel corso dell'anno la politica monetaria è stata resa più accomodante di pari passo con l'allentamento delle condizioni monetarie in Germania. Tuttavia, il franco belga ha subito pressioni al ribasso durante il periodo di incertezza nell'ambito degli AEC iniziato ai primi di marzo 1995, e le autorità hanno operato una correzione restrittiva al fine di mantenere il tasso di cambio vicino alla sua parità centrale con il marco. Le pressioni si sono rapidamente attenuate nel corso del mese, cosicché la banca centrale ha potuto nuovamente allentare la politica monetaria sull'esempio della Germania. Anche in Danimarca e Irlanda la manovra monetaria è stata fortemente influenzata dagli sviluppi negli AEC durante la primavera. Tuttavia, sebbene le autorità di ambedue i paesi siano riuscite successivamente a riportare i tassi amministrati al disotto dei livelli di inizio primavera, i differenziali a breve rispetto ai tassi tedeschi sono rimasti più elevati per gran parte dell'anno.

Norvegia

La politica monetaria è stata corretta in senso espansivo anche in Norvegia che, pur non partecipando agli AEC, a partire dalla crisi del 1992 continua a orientare la propria politica monetaria al mantenimento di un rapporto di cambio stabile con l'ECU, benché su un livello inferiore del 3-5% rispetto al precedente obiettivo. Se si eccettua un breve periodo nella primavera del 1995, durante il quale i tassi overnight sono aumentati in seguito a un temporaneo inasprimento delle condizioni monetarie diretto ad arrestare il deprezzamento della corona, i rendimenti del mercato monetario sono gradualmente discesi nel periodo in esame.



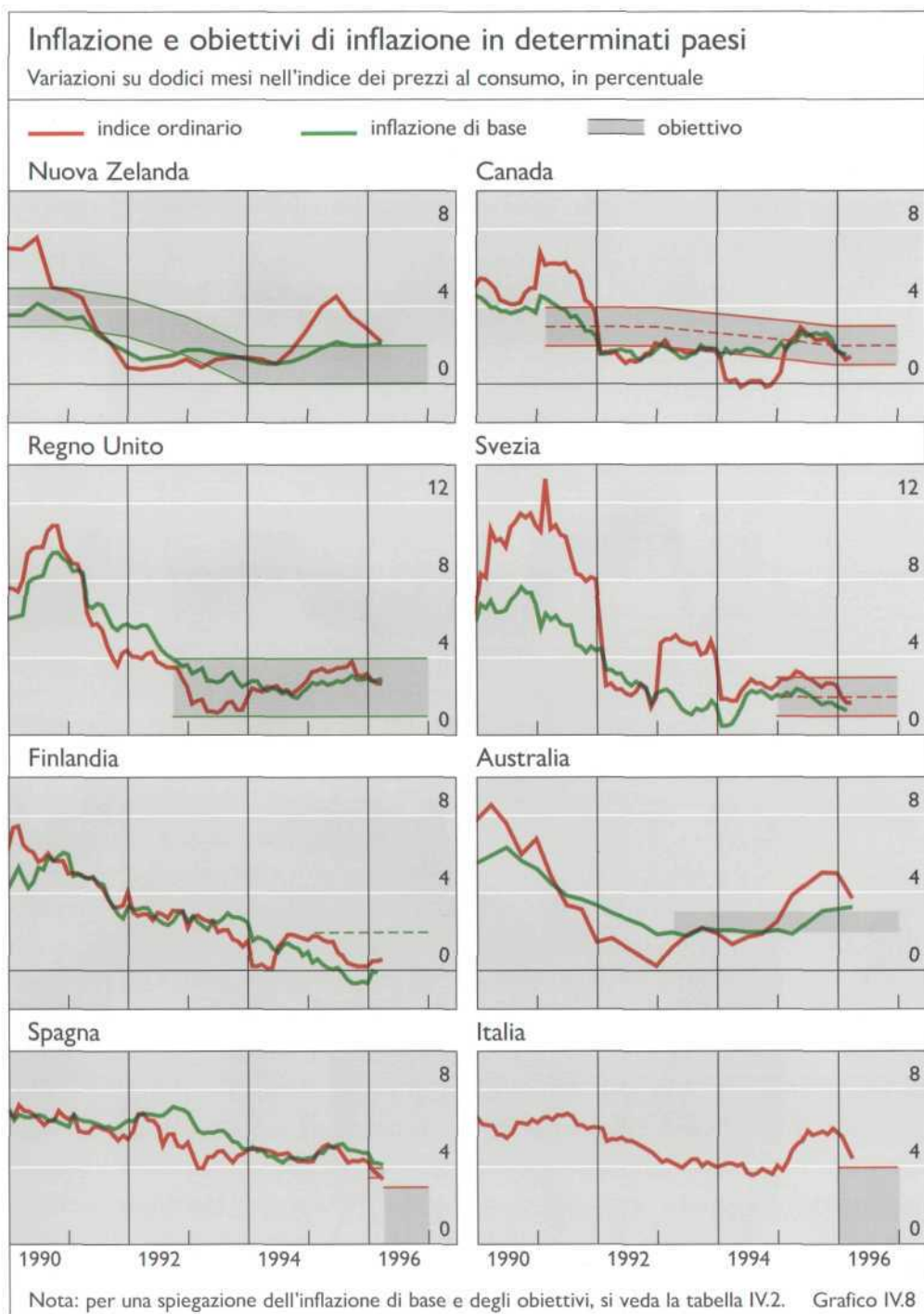
Politica monetaria nei paesi con obiettivi di inflazione

Negli ultimi anni diversi paesi – fra cui Nuova Zelanda, Canada, Regno Unito, Svezia, Finlandia, Australia e Spagna – hanno adottato obiettivi di inflazione annunciati pubblicamente, spesso dopo aver incontrato difficoltà nell’attuare strategie basate su obiettivi intermedi. Il grafico IV.8 mostra come nel 1995 la maggior parte di questi paesi abbia mantenuto l’inflazione in prossimità del valore prefissato. In Nuova Zelanda e in Svezia, nella tarda primavera l’indice dei prezzi ha temporaneamente sconfinato dalla fascia annunciata, mentre in Australia l’inflazione di base ha superato l’obiettivo a medio termine del 2–3% verso la fine dell’anno. In Italia, sebbene la banca centrale non abbia adottato un obiettivo di

Inflazione vicina all’obiettivo

inflazione esplicito, la politica monetaria è finalizzata ad abbassare il tasso d'inflazione a meno del 4% nel 1996.

Poiché la manovra monetaria influisce sull'inflazione solo con un considerevole sfasamento temporale, le banche centrali che perseguono obiettivi di inflazione devono reagire all'inflazione prospettica piuttosto che a quella corrente. Normalmente, nel valutare le prospettive di inflazione viene considerata un'ampia gamma di indicatori, come il margine di potenziale produttivo, la dinamica salariale, il tasso di cambio, gli aggregati monetari, i prezzi delle attività e i sondaggi sulle aspettative di inflazione presso gli operatori. L'importanza relativa dei differenti fattori varia a seconda dei paesi, nonché nel tempo. In tutti



i paesi viene però prestata attenta considerazione alle condizioni dell'offerta e della domanda a livello aggregato, poiché esse costituiscono una delle principali determinanti a breve termine delle pressioni inflazionistiche. Possono inoltre essere di grande utilità le informazioni tratte dai volumi e dai prezzi del mercato finanziario, giacché tali dati sono disponibili tempestivamente e possono rispecchiare le aspettative del settore privato, le quali svolgono un ruolo importante nel meccanismo dell'inflazione.

In termini generali, nei paesi con obiettivi dichiarati di inflazione l'inasprimento della politica monetaria iniziato nel 1994 è proseguito nella prima metà del 1995 con il persistere delle pressioni inflazionistiche. In presenza di un rapido restringimento del margine di potenziale produttivo, il rincaro delle materie prime, unitamente alla generale debolezza del cambio – fatta eccezione per Nuova Zelanda e Finlandia – ha determinato forti incrementi dei prezzi alla produzione e dei beni intermedi. Per impedire che questi aumenti si trasmettessero all'indice generale dei prezzi, provocando un superamento degli obiettivi di inflazione annunciati, si è ritenuto necessario un inasprimento delle condizioni monetarie. Dopo l'estate, le migliori prospettive di inflazione hanno consentito dapprima di non alzare ulteriormente i tassi ufficiali e, quindi, di attuare una parziale correzione in senso distensivo (grafico IV.9). A migliorare il quadro inflazionistico hanno contribuito, in varia misura, il venir meno di fattori inflazionistici transitori, il generale rallentamento dell'attività economica, nonché la precedente restrizione monetaria.

La scelta temporale degli aggiustamenti di tasso d'interesse è stata spesso condizionata dall'andamento erratico dei prezzi delle attività. Il protratto periodo di debolezza sui mercati valutari e obbligazionari nei primi mesi del 1995 è ricollegabile all'impatto internazionale della crisi messicana, oltretutto ai crescenti timori per le incertezze riguardanti la spesa pubblica e la situazione politica in Canada, Italia, Spagna e Svezia, e agli squilibri esterni in Australia. Nel grafico IV.9 si può notare come in molti paesi ciò abbia condotto a un aumento dei tassi a breve. Infatti, nel febbraio 1995 la Banca d'Italia ha innalzato il tasso ufficiale di sconto e il tasso sulle anticipazioni rispettivamente di 0,75 e 1,25 punti percentuali. In Canada, nel primo trimestre 1995 il tasso overnight del mercato monetario è salito di quasi 3 punti, stabilizzando il corso del dollaro canadese, che aveva iniziato a indebolirsi nell'ottobre precedente. Per contro, in Australia e nel Regno Unito le autorità monetarie non hanno aumentato i tassi d'interesse nonostante un sensibile deprezzamento del cambio.

A seguito di un forte aumento dei prezzi alla produzione (tabella IV.1), agli inizi dell'estate le autorità di Italia, Spagna e Svezia hanno adottato ulteriori misure per rendere più restrittive le condizioni monetarie. Unitamente alla decisione di non allinearsi al ribasso dei tassi ufficiali tedeschi in agosto, ciò ha rafforzato la credibilità dei loro obiettivi di inflazione e ha condotto sia a un apprezzamento della valuta sia a un restringimento del differenziale di interesse a lungo termine rispetto al marco. Alla fine del 1995 erano tuttavia osservabili chiare differenze fra i tre paesi: il calo più forte delle aspettative inflazionistiche si è avuto in Svezia, e quello meno pronunciato in Italia. Il migliore andamento del tasso di cambio in Svezia e in Spagna rispetto all'Italia si è inoltre tradotto in

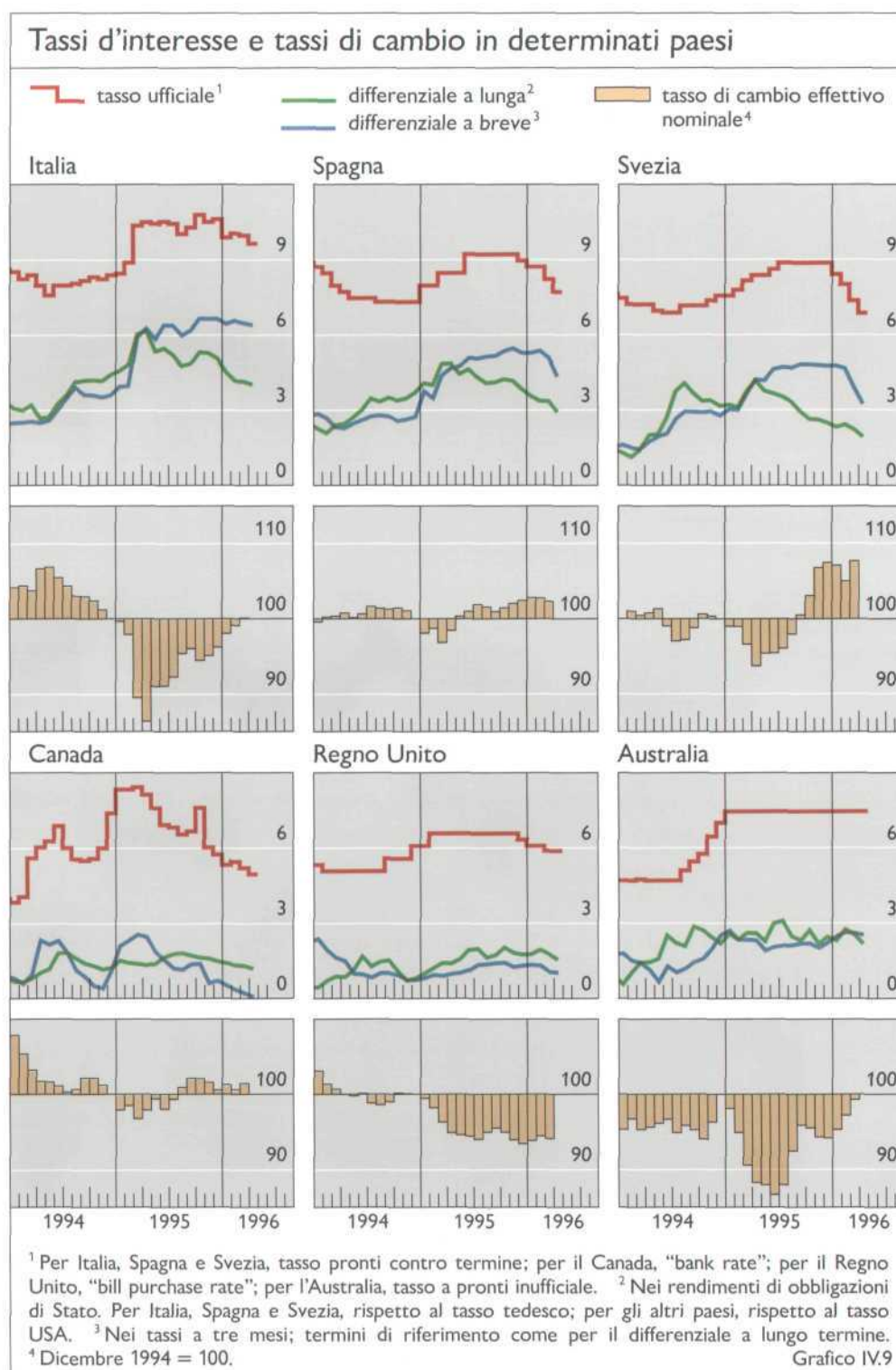
Parziale correzione dell'inasprimento monetario

Turbolenze sui mercati valutari agli inizi del 1995

Ulteriore inasprimento in Italia, Spagna e Svezia...

un più deciso ribasso dell'inflazione dei prezzi alla produzione e delle aspettative inflazionistiche a breve termine dopo l'estate.

È difficile valutare l'importanza relativa del quadro operativo della politica monetaria e delle percezioni del mercato circa la situazione politica e fiscale nel determinare tali differenze. In Svezia sono stati annunciati obiettivi di inflazione poco dopo l'abbandono dell'ancoraggio all'ECU nel 1992, e il 1995 è stato il primo anno cui si applicava la fascia-obiettivo dichiarata. In Italia, invece, dopo



Indicatori di inflazione futura in determinati paesi								
	Italia	Regno Unito	Canada	Australia	Finlandia	Nuova Zelanda	Spagna	Svezia
Variazione percentuale sull'anno precedente								
Previsioni IPC 1996								
Gennaio 1995	4,6	4,0	2,7	3,9	3,1	1,2	4,7	3,8
Giugno 1995	5,6	3,8	2,8	3,6	3,2	1,3	5,2	3,6
Marzo 1996	4,4	2,4	1,7	3,7	1,6	1,7	3,7	2,0
Prezzi alla produzione								
Dicembre 1994	5,2	2,8	8,1	1,7	2,1	1,0	5,3	6,5
Giugno 1995	12,4	4,2	8,7	3,9	0,1	0,7	7,1	11,5
Febbraio 1996	8,2	3,7	1,9	2,1	0,8	1,2 ¹	2,7	1,5
Previsioni PIL 1995								
Dicembre 1994	3,0	3,6	3,8	4,0	4,5	3,5	3,1	2,5
Giugno 1995	3,0	3,2	2,6	3,5	4,7	3,9	3,2	2,5
Dicembre 1995	3,1	2,6	2,4	3,2	4,6	3,4	3,0	3,5
Moneta ristretta								
Dicembre 1994	2,9	6,7	7,0	11,1	9,1	6,0	8,0	..
Giugno 1995	-0,3	5,7	5,6	2,7	7,6	-1,4	3,8	..
Febbraio 1996	-1,1	6,0	5,9	9,4	12,6	1,0	2,4	..
Moneta ampia								
Dicembre 1994	1,7	4,1	2,4	10,4	2,0	3,5	8,2	0,4
Giugno 1995	-0,2	6,7	4,6	7,2	0,5	8,8	10,1	-2,6
Febbraio 1996	2,6	10,1	4,6	10,0	-0,7	11,2	8,4	5,5
Credito bancario								
Dicembre 1994	1,0	4,0	9,8	12,2	-9,6	8,2	3,2	11,8
Giugno 1995	2,0	7,1	5,8	9,3	-4,3	11,3	6,5	3,3
Febbraio 1996	2,3	9,4	7,5	12,5	-2,7 ²	12,3	5,9	3,7

¹ Quarto trimestre 1995. ² Dicembre 1995.
 Fonti: © "Consensus Economics", Londra; © "The Economist", Londra; statistiche nazionali.
 Tabella IV.1

l'uscita della lira dagli AEC nel settembre 1992 era stata prestata maggiore attenzione al controllo dell'offerta di moneta. Ma nel 1994 e nel 1995 il tasso di crescita di M2 è sceso al disotto dell'obiettivo del 5%, soprattutto a causa dell'ampliarsi del differenziale di tasso fra i depositi bancari e i buoni del Tesoro, e ciò ha indotto la Banca d'Italia a concentrarsi in modo più diretto sull'obiettivo di inflazione e a seguire diligentemente i prezzi delle attività in quanto indicatori delle pressioni inflazionistiche. Per contro, la Spagna ha adottato nel 1994 una strategia basata su un obiettivo esplicito di inflazione, ma è rimasta all'interno degli AEC, utilizzando la fascia di oscillazione del cambio come strumento di monitoraggio nel perseguire tale obiettivo.

In ognuno di questi paesi il riequilibrio della finanza pubblica costituiva una condizione necessaria per migliorare la credibilità. Grazie a una crescita economica più sostenuta del previsto, nel 1995 il disavanzo di bilancio in Svezia si è ridotto considerevolmente. Anche in Italia il rapporto disavanzo/PIL ha fatto registrare un miglioramento superiore alle attese, ma le incertezze di natura politica e fiscale hanno continuato a incidere sfavorevolmente sull'attrattiva delle attività in lire. Agli inizi del 1996, alla luce delle migliorate prospettive di inflazione, la Banca di Svezia ha ridotto i tassi ufficiali di quasi 2 punti, mentre le

autorità monetarie italiane e spagnole hanno consentito un allentamento più limitato dei tassi del mercato monetario.

... ma abbassamento dei tassi ufficiali in Canada...

Contrariamente a Italia, Spagna e Svezia, dove le aspettative di crescita sono state realizzate, in Canada e nel Regno Unito è apparso sempre più chiaro dopo l'estate che il tasso di sviluppo sarebbe rimasto al disotto dei valori previsti (tabella IV.1). In Canada, si è colta l'occasione offerta da un incipiente rafforzamento della valuta dopo il primo trimestre 1995 per ridurre il differenziale di interesse a breve eccezionalmente elevato nei confronti degli Stati Uniti e per correggere la combinazione delle condizioni monetarie in favore di più bassi tassi d'interesse. L'ampliarsi del margine di sottoimpiego del potenziale produttivo ha continuato a esercitare una pressione al ribasso sui prezzi e sui salari. Tuttavia, dopo essere calata agli inizi del 1995, la crescita di M1 in termini reali ha ripreso slancio, facendo ritenere che il rallentamento dell'attività economica sia stato solo temporaneo.

Una difficoltà nel valutare le prospettive inflazionistiche in Canada consiste nello stabilire in che misura il deprezzamento esterno della moneta nel 1994 e il rincaro delle materie prime nel 1994 e 1995 abbiano contribuito ad accelerare l'incremento dei prezzi. La Banca del Canada stima che gran parte della temporanea accelerazione dell'inflazione di base verso la metà del 1995 sia attribuibile a tali effetti di traslazione. Per contro, sia le aspettative di inflazione rilevate attraverso le inchieste congiunturali sia il differenziale fra rendimenti obbligazionari nominali e reali sono andati diminuendo durante gran parte del 1995, e M2+ è aumentato a un tasso del 3-5%, compatibile con un'inflazione tendenziale inferiore al 2%.

... e nel Regno Unito

Anche nel Regno Unito sono diminuite le aspettative di inflazione a breve e medio termine in risposta al rallentamento dell'economia; quelle a lungo termine sembrano però essere state corrette al rialzo, e ciò potrebbe aver contribuito al considerevole deprezzamento del tasso di cambio effettivo della sterlina nel 1995. Sia l'aggregato monetario ristretto che quello ampio hanno oltrepassato la rispettiva fascia di monitoraggio. Va peraltro detto che, mentre in passato la moneta in senso stretto costituiva statisticamente un buon indicatore segnaletico dell'inflazione, negli ultimi anni tale correlazione si è indebolita.

Tassi di cambio e orientamento della politica monetaria

Nelle economie aperte che perseguono un obiettivo diretto di inflazione, il tasso di cambio svolge un ruolo preminente quale indicatore, data la sua importanza ai fini del meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari. Alla luce di ciò, le autorità monetarie di vari paesi, fra cui Canada, Finlandia, Islanda, Norvegia e Svezia, impiegano un indice delle condizioni monetarie (ICM) per valutare l'orientamento della loro azione. Anche la Nuova Zelanda sta considerando l'adozione di questo approccio. In sostanza, l'ICM è una media ponderata dei movimenti di un tasso d'interesse a breve e di un tasso di cambio effettivo, con pesi che esprimono l'importanza relativa delle due variabili del processo di trasmissione.

Difficoltà nel controllare la combinazione...

In linea di principio, gli effetti di uno shock di cambio sulle condizioni monetarie possono essere controbilanciati da una correzione dei tassi ufficiali interni, ma le turbolenze valutarie complicano la conduzione della politica monetaria in più di un modo. In primo luogo, una forte variazione del cambio

può condurre a una combinazione di condizioni monetarie non desiderabile. Nella prima metà del 1995 la debolezza esterna della moneta in alcuni paesi con obiettivi di inflazione ha contribuito all'andamento dualistico della ripresa economica. Infatti, mentre il deprezzamento della valuta stimola il settore dei beni oggetto di scambio, la presenza di alti tassi d'interesse agisce da freno sulla crescita dei consumi, specie nei paesi in cui le famiglie sono ancora gravate da un indebitamento relativamente elevato, come Canada, Svezia e Regno Unito. Di conseguenza, soltanto dopo che sono state rimosse alcune delle debolezze che incidono sul tasso di cambio la banca centrale è in grado di correggere la combinazione delle condizioni monetarie riducendo i tassi d'interesse interni, come è avvenuto recentemente in Svezia e in Canada.

Anche in Nuova Zelanda sono emerse difficoltà nel controllare la combinazione delle condizioni monetarie. Poiché in questo paese gran parte delle recenti spinte inflazionistiche ha avuto origine nei settori dei servizi e delle abitazioni, come testimonia anche la perdurante forte crescita del credito bancario, sarebbe stato vantaggioso se il recente inasprimento avesse assunto la forma di un più deciso aumento dei tassi d'interesse e di un minore apprezzamento del cambio.

In secondo luogo, la misura in cui le autorità riescono a controllare il livello dell'ICM può dipendere dalla credibilità dei propri obiettivi di inflazione e dal quadro operativo generale. Un allentamento di per sé giustificato della politica monetaria potrebbe risultare di difficile attuazione qualora esso fosse interpretato come una rettifica dell'obiettivo di inflazione e conducesse a un deprezzamento eccessivo della moneta. Nel corso degli ultimi tre anni la Banca del Canada ha ripetutamente tentato di portare i tassi a breve interni al disotto di quelli statunitensi, in considerazione del più ampio margine di potenziale produttivo e della minore inflazione in Canada. In almeno due occasioni questi tentativi sono falliti, poiché le pressioni sul cambio collegate alle incertezze di natura fiscale e politica hanno costretto le autorità a innalzare drasticamente i tassi a breve. Per contro, quando il deprezzamento del cambio deriva da una crisi di fiducia dovuta all'alta disoccupazione o alla debolezza del settore bancario, può essere difficile attuare un deciso innalzamento dei tassi d'interesse se il mercato è convinto che ciò non farà che aggravare la situazione. Tuttavia, nella misura in cui è posto rimedio alle debolezze strutturali e viene a migliorare la credibilità, il problema del controllo delle condizioni monetarie dovrebbe attenuarsi.

... e il livello delle condizioni monetarie

Questioni inerenti al perseguimento di obiettivi di inflazione

Gli obiettivi di inflazione come quadro operativo della politica monetaria

Due caratteristiche accomunano le strategie basate su espliciti obiettivi di inflazione annunciate negli ultimi anni. In primo luogo, il fine della stabilità dei prezzi, implicito nelle disposizioni statutarie di molte banche centrali, viene reso esplicito sotto forma di un obiettivo di inflazione quantificato e annunciato pubblicamente. L'obiettivo è generalmente riferito a un arco temporale di più anni, nella consapevolezza che la manovra monetaria agisce sull'inflazione soltanto dopo un considerevole lasso di tempo. Questa strategia segnala chiaramente che il fine primario della politica monetaria è la stabilità dei prezzi e crea al tempo stesso un quadro operativo più trasparente. In Svezia e Australia, ad esempio, nel 1995

Due caratteristiche comuni: annuncio pubblico degli obiettivi di inflazione ...

... e assenza di
obiettivi intermedi

ciò ha facilitato l'accettazione da parte del pubblico della necessità di non abbassare i tassi ufficiali sull'esempio della Germania e degli Stati Uniti. L'annuncio di un obiettivo dichiarato fornisce altresì un chiaro punto di riferimento alle aspettative inflazionistiche e accresce la responsabilità dei policy-makers.

Una seconda caratteristica di tale strategia è l'assenza di un obiettivo intermedio. Questo fatto aumenta il grado di discrezionalità di cui dispongono le autorità monetarie nel calibrare gli strumenti operativi e può quindi ridurre la trasparenza. Molte banche centrali hanno cercato di minimizzare questo problema pubblicando regolari rapporti informativi nei quali è analizzato l'andamento dell'inflazione ed è spiegata l'azione di politica monetaria. Una maggiore trasparenza sui provvedimenti adottati per conseguire la stabilità dei prezzi può inoltre permettere di conquistare più rapidamente una reputazione antinflazionistica, ed evitare così problemi di credibilità in caso di manovre erranee. D'altra parte, rispetto a una variabile di obiettivo direttamente osservabile, come il tasso di cambio o l'offerta di moneta, l'incertezza insita nelle previsioni di inflazione può rendere più difficile la conquista della credibilità, specie se le valutazioni delle autorità e del settore privato sull'andamento prospettico dell'inflazione sono discordi.

Al tempo stesso, non vanno sopravvalutate le differenze fra la strategia basata sugli obiettivi di inflazione e gli altri approcci di politica monetaria, che in molti casi prevedono la determinazione quantitativa dell'inflazione programmata nel fissare gli obiettivi intermedi. Sebbene il margine di discrezionalità venga a ridursi notevolmente allorché la banca centrale è vincolata al mantenimento del cambio entro una fascia ristretta, i paesi che si basano su obiettivi di crescita monetaria, come la Germania e la Svizzera, consentono scostamenti da questi obiettivi se ciò è ritenuto necessario per realizzare la finalità primaria della stabilità dei prezzi. Analogamente, i paesi che perseguono un obiettivo dichiarato di inflazione, come il Regno Unito e la Spagna, giudicano utile la fissazione di parametri-guida per gli aggregati monetari e/o il tasso di cambio. Né si può dire che la definizione di un traguardo esplicito per il fine primario della stabilità dei prezzi renda di per sé più facile l'esercizio della discrezionalità.

Poiché i paesi con obiettivi di inflazione non hanno ancora attraversato un intero ciclo congiunturale, è presto per poter valutare appieno l'efficacia di tale strategia. Una critica spesso insita nel giudizio portato su questo approccio è che esso non presta sufficiente attenzione all'evoluzione del prodotto. Tale critica non è fondata. Poiché il margine di sottoimpiego del potenziale produttivo influisce sull'inflazione futura, il perseguimento di un esplicito obiettivo di inflazione assicura un notevole grado di stabilizzazione automatica anticiclica. Quanto poi agli shock dal lato dell'offerta, i loro effetti di primo impatto vengono presi in conto dalla maggior parte delle attuali strategie.

L'impostazione della strategia basata su un obiettivo di inflazione

La definizione di una strategia basata sul perseguimento di un obiettivo dichiarato di inflazione comporta decisioni su aspetti molteplici che riguardano l'obiettivo posto in termini di livello dei prezzi o alternativamente di tasso d'inflazione, l'indice dei prezzi prescelto, le deroghe ed eccezioni applicate, il punto mediano e l'ampiezza della fascia-obiettivo. Nell'operare queste scelte si dovrà soppesare il rischio di perdere di credibilità qualora l'obiettivo si dimostri troppo ambizioso

a fronte del rischio di non riuscire a instaurare la credibilità qualora il quadro complessivo non imponga una sufficiente disciplina alle autorità monetarie e non funga così da caposaldo per le aspettative inflazionistiche. Un'attenta considerazione di questo "trade-off" è quindi di grande importanza allorché viene introdotta la nuova strategia. Con il tempo, è probabile che l'aderenza nel breve periodo all'obiettivo annunciato diventi meno essenziale ai fini della credibilità se i riscontri storici dimostrano che non si è abusato degli scostamenti temporanei per consentire una più alta inflazione nella media.

Caratteristiche degli obiettivi di inflazione in determinati paesi			
Paesi	Obiettivo annunciato per la prima volta	Attuali valori di obiettivo	Specificazione obiettivo
			a. Variabile b. Altre esclusioni c. Fissato da d. Orizzonte temporale
Nuova Zelanda	Marzo 1990	Fascia 0-2%; senza punto mediano esplicito	a. Indice prezzi al consumo (IPC) escludendo costi per interessi, tariffe pubbliche, imposte indirette e sussidi, variazioni rilevanti nei prezzi dell'interscambio. b. Calamità naturali. c. "Policy Target Agreement" (PTA) fra Ministro delle Finanze e Governatore della banca centrale. d. PTA per la durata quinquennale del mandato del Governatore.
Canada	Febbraio 1991	Punto mediano 2%; fascia $\pm 1\%$	a. IPC. b. Prezzi alimentari ed energetici, imposte indirette, calamità naturali. c. Ministro delle Finanze e Governatore della banca centrale. d. Dicembre 1993: obiettivo 1995-98; nuovo obiettivo entro fine 1997.
Regno Unito	Ottobre 1992	Fascia 1-4%; 1-2,5% entro il 1997	a. Indice prezzi al dettaglio, escludendo interessi ipotecari. b. Imposte indirette e sussidi. c. Cancelliere dello Scacchiere. d. < 2,5% dopo il 1997.
Svezia	Gennaio 1993	Punto mediano 2%; fascia $\pm 1\%$	a. IPC. b. Imposte indirette e sussidi, costi per interesse ed effetti del deprezzamento in seguito al passaggio a un cambio flessibile. c. Banca di Svezia. d. "nel 1995 e oltre".
Finlandia	Febbraio 1993	2%; senza fascia esplicita	a. IPC escludendo imposte indirette, sussidi e costi in conto capitale per l'abitazione. b. - c. Banca di Finlandia. d. "permanentemente".
Australia	1993	Media del 2-3% sul medio periodo	a. IPC escludendo derrate ortofrutticole, benzina, costi per interesse, tariffe pubbliche e altre componenti di prezzo erratiche. b. - c. Reserve Bank of Australia. d. Indefinito.
Spagna	Estate 1994	3,5-4% entro il 1° trimestre 1996; < 3% entro fine 1997	a. IPC. b. - c. Banca di Spagna. d. Obiettivo a medio termine per il 1997.

Tabella IV.2

Le scelte:
livello dei prezzi
versus tasso d'inflazione ...

Come si può osservare nella tabella IV.2, tutti i paesi definiscono l'obiettivo in termini di tasso d'inflazione e non di livello dei prezzi, e ciò implica che uno scostamento per eccesso non richiede di essere compensato da un successivo scostamento per difetto e viceversa. Mentre restano aperte le questioni inerenti al tasso d'inflazione ottimale e alla scelta fra livello dei prezzi e tasso d'inflazione, vi è un certo consenso sul fatto che il porre come obiettivo un tasso d'inflazione basso ma positivo costituisce un primo passo utile e fattibile per guadagnare una credibilità antinflazionistica. Grazie alla maggiore esperienza acquisita nella conduzione della politica monetaria in un contesto di bassa inflazione e a ulteriori studi e ricerche sull'entità e sulle cause delle rigidità nominali, si potrà in seguito meglio valutare l'opportunità di procedere oltre.

... punto mediano
della fascia-
obiettivo ...

In favore di un obiettivo di inflazione positivo seppure molto basso sono state addotte argomentazioni sia teoriche che statistiche. Le argomentazioni di ordine economico si fondano sulle rigidità verso il basso dei prezzi e dei salari e sul fatto che il tasso d'interesse nominale non può scendere al disotto di zero. A un tasso d'inflazione nullo o negativo potrebbe essere alquanto difficile ottenere una riduzione dei salari reali o bassi interessi reali. Tuttavia, gli scarsi dati disponibili sulla distribuzione dei prezzi dei beni non forniscono riscontri probanti di tali rigidità. Sebbene vi possano essere maggiori evidenze empiriche di rigidità dei salari nominali (specie in Europa), queste non dovrebbero costituire un grosso problema in presenza di una crescita della produttività, giacché ciò consentirebbe una riduzione dei costi unitari del lavoro anche senza un calo dei costi nominali. Le argomentazioni di ordine statistico in favore di un tasso d'inflazione basso ma positivo si richiamano alle varie distorsioni esistenti negli indici dei prezzi al consumo o al dettaglio. La maggior parte delle banche centrali fa ricorso a questi indici poiché essi sono disponibili tempestivamente, affidabili e di diffuso impiego in una pluralità di contratti.

... deroghe
e clausole
particolari ...

Le banche centrali tengono generalmente conto del fatto che esse possono controllare l'inflazione soltanto in modo imperfetto nel breve periodo in due modi: escludendo particolari shock o prezzi dall'indice prescelto e stabilendo una fascia esplicita o implicita che definisce un andamento accettabile dell'inflazione. Spesso viene calcolato un tasso d'inflazione tendenziale o di base e l'obiettivo è fissato sotto forma di un indice aggiustato dei prezzi al consumo, che esclude gli effetti sull'inflazione misurata prodotti da variazioni dei tassi d'interesse, da componenti erratiche, quali i prezzi dei prodotti alimentari ed energetici, e da shock dal lato dell'offerta, come modifiche delle imposte e spostamenti nelle ragioni di scambio (tabella IV.2). Gli effetti diretti degli shock dal lato dell'offerta possono essere elencati espressamente come specificazioni limitative della fascia-obiettivo pubblicata. Questo tipo di approccio contempera il principio dell'aderenza a una regola fissa con il bisogno di flessibilità, senza con ciò pregiudicare la credibilità dell'impegno della banca centrale alla stabilità dei prezzi, stante che le contingenze sono enunciate in modo chiaro. Alcuni shock, come le variazioni di imposte, sono facilmente individuabili e possono pertanto essere presi in conto, come di fatto avviene nella maggior parte dei paesi. Per altri tipi di shock, come gli spostamenti delle ragioni di scambio, la distinzione fra effetti diretti ed effetti mediati è meno chiara, e ciò può dare origine a problemi di credibilità nel caso in cui le autorità monetarie decidano di non tenerne conto.

Fatta eccezione per Finlandia e Australia, le banche centrali hanno stabilito esplicite fasce-obiettivo come guida per la politica monetaria. Considerato che le banche centrali hanno un imperfetto controllo a breve termine sull'inflazione, l'annuncio di una fascia esplicita può essere preferibile nella misura in cui esso accresce la responsabilità, costringendo la banca centrale a spiegare le ragioni di un eventuale sconfinamento. Tuttavia, un possibile vantaggio dell'obiettivo puntuale è che un valore singolo può fornire un più saldo ancoraggio alle aspettative di inflazione. La Banca del Canada e la Banca di Svezia hanno cercato di sfruttare i vantaggi di entrambi gli approcci ponendo il valore mediano della fascia-obiettivo come punto focale della strategia.

... e ampiezza della fascia

L'ampiezza della fascia costituisce un'importante variabile decisionale ed è direttamente correlata all'orizzonte temporale entro cui la banca centrale si prefigge di ricondurre l'inflazione sul sentiero programmato di fronte a scostamenti di breve periodo. Una fascia ristretta può migliorare la credibilità della politica monetaria contribuendo a focalizzare le aspettative degli operatori economici e a definire chiaramente le preferenze delle autorità monetarie in materia di inflazione. Tuttavia, essa comporta una ridotta flessibilità operativa e può facilmente condurre a una politica di "stop-go" qualora lo sfasamento temporale fra la manovra monetaria e l'andamento dell'inflazione sia relativamente ampio. L'adozione di una fascia ristretta può altresì comportare un maggiore ricorso al canale del tasso di cambio, il quale consente di ottenere più rapidi effetti sui prezzi, come è avvenuto lo scorso anno in Nuova Zelanda e in Svezia. Per converso, una fascia di maggiore ampiezza permette una risposta più flessibile a sviluppi inflazionistici inattesi, che tenga eventualmente conto della dinamica del prodotto nel ricondurre l'inflazione sui valori di obiettivo. L'esperienza del passato e studi basati su simulazioni controfattuali indicano che le fluttuazioni del tasso d'inflazione hanno tipicamente un'ampiezza maggiore di quella consentita dalle fasce di 2-3 punti percentuali attualmente in uso. L'esperienza storica potrebbe però non essere un parametro di riferimento appropriato per il futuro, considerata l'entità degli shock petroliferi negli anni settanta. Inoltre, è probabile che la variabilità dell'inflazione si riduca qualora siano mantenuti gli attuali bassi ritmi di incremento dei prezzi. Nel complesso, una fascia relativamente ristretta può essere gestibile e opportuna, specie ove essa contribuisca a rinsaldare la reputazione della banca centrale e a segnare una chiara svolta rispetto a un passato inflazionistico.

V. Mercati delle attività e istituzioni finanziarie nei paesi industriali

Aspetti salienti

Per gli investitori in attività finanziarie e reali il periodo sotto rassegna è stato caratterizzato da fortune alterne. I corsi obbligazionari erano andati salendo dalla fine del 1994, o dagli inizi del 1995, fino al principio di quest'anno. La tendenza rialzista è stata poi improvvisamente interrotta da una forte e generalizzata caduta che ha ridestato gli spiacevoli ricordi delle turbolenze del febbraio 1994. A un esame comparativo dei due episodi emerge tuttavia come, nonostante le forti similitudini nella dinamica e nella sequenza temporale, vi siano di fatto varie importanti differenze. In particolare, nel caso più recente si hanno minori indicazioni di una precedente sopravvalutazione, gli effetti di leva paiono aver svolto un ruolo meno rilevante nell'amplificare le variazioni di prezzo e l'intensità del calo iniziale sembra essere principalmente dovuta a un clima di mercato labile. Negli Stati Uniti, e in certa misura anche in Giappone, il cambiamento di umore è stato successivamente validato dai dati che segnalavano una crescita economica più vigorosa del previsto. Le quotazioni azionarie sono generalmente aumentate a partire dall'inizio del 1995, ma il loro andamento è apparso strettamente collegato a quello dei corsi delle obbligazioni. Per i prezzi immobiliari, invece, nonostante un certo rafforzamento rispetto al 1994, è stato ancora un anno improntato a debolezza.

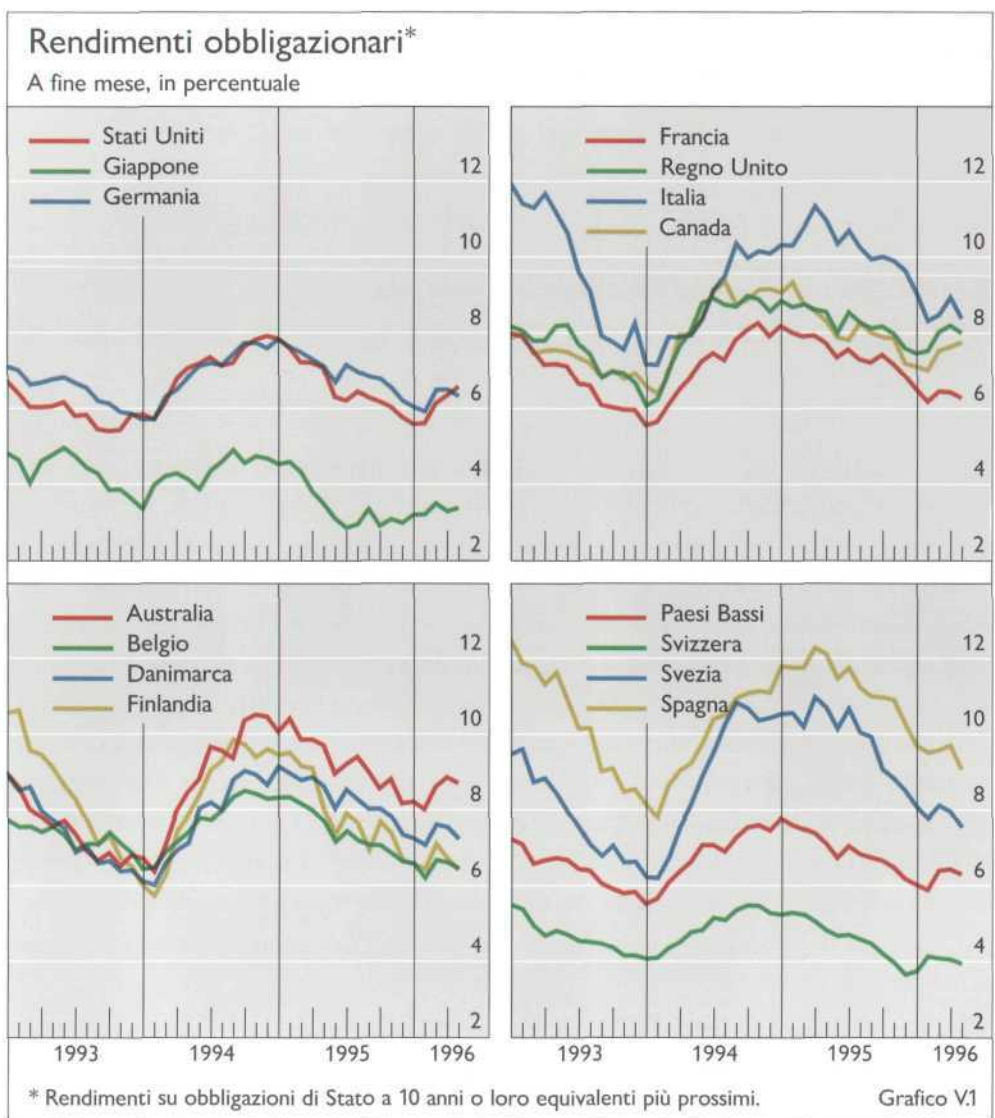
Nel contesto di un'evoluzione generalmente favorevole dei prezzi delle attività e di un allentamento delle condizioni monetarie, nel 1995 la redditività bancaria è per lo più migliorata rispetto all'anno precedente. Questo miglioramento non deve tuttavia far dimenticare l'esigenza di ristrutturazione e consolidamento cui è confrontato nel più lungo periodo il settore bancario, date le perduranti pressioni generate dalla deregolamentazione e dal progresso tecnologico. Questo processo verrà esaminato più approfonditamente nella seconda parte del capitolo, che descrive i suoi aspetti essenziali, valuta i cambiamenti già intervenuti e individua i compiti cui sono chiamati gli operatori e le autorità.

Prezzi delle attività

Obbligazioni

Il calo generalizzato dei rendimenti obbligazionari...

La generalizzata tendenza rialzista sul mercato obbligazionario che era seguita al forte aumento dei tassi nel 1994 si è protratta fino agli inizi del 1996 (grafico V.1). Nel gennaio di quest'anno i rendimenti si situavano in genere su livelli sostanzialmente analoghi a quelli osservabili anteriormente alla turbolenza dei primi mesi del 1994, specie nei mercati-chiave, come Stati Uniti, Germania e Giappone. Essi li superavano ancora leggermente nei mercati "ad alto rendimento",



segnatamente Italia, Spagna e Svezia. Nella maggioranza dei paesi i principali fattori alla base del movimento discendente dei tassi obbligazionari sono stati l'ulteriore allentamento della politica monetaria e la dinamica più moderata del previsto mostrata dalla crescita economica e dall'inflazione.

Vari episodi nel corso del 1995 hanno suscitato l'impressione che la tendenza rialzista stesse esaurendosi. In inizio d'anno le spinte verso l'alto sul marco tedesco hanno condotto a tensioni all'interno degli AEC, determinando nella maggior parte dei paesi europei un temporaneo aumento dei rendimenti. Sullo sfondo di un deterioramento delle prospettive di inflazione, di un deprezzamento esterno della moneta e delle riverberazioni della crisi messicana, tale aumento è stato più ampio e durevole nei mercati ad alto rendimento. Il susseguente progressivo inasprimento monetario attuato in questi paesi fino alla tarda primavera ha però consentito di annullare l'incremento (Capitolo IV). In maggio, taluni segni di una ripresa dell'inflazione e i timori di pressioni politiche sulla banca centrale hanno innescato un passeggero rialzo dei rendimenti nel Regno Unito. Più in generale, in Europa il calo dei tassi si è nuovamente arrestato per breve tempo in settembre, allorché nei mercati sono emersi dubbi sui tempi di

realizzazione dell'Unione economica e monetaria e sull'entità dell'aggiustamento fiscale in taluni paesi. Negli Stati Uniti, in luglio, le aspettative di un ravvivarsi della crescita hanno depresso i prezzi delle obbligazioni, un episodio questo che è parso trovare eco in Canada e Australia. All'incirca nello stesso periodo i rendimenti sono saliti anche in Giappone. Nel complesso, tuttavia, questi eventi sono stati isolati e di portata geografica limitata, e non hanno segnalato un profondo cambiamento nel clima di mercato.

... ha subito un'inversione agli inizi del 1996

Un'inversione più netta e generalizzata è intervenuta agli inizi del 1996. In Giappone i rendimenti obbligazionari avevano già preso a salire in dicembre. Essi si sono mossi verso l'alto in Europa nel mese di gennaio, e hanno segnato ovunque un rapido aumento in febbraio, allorché i mercati hanno dato l'impressione di reagire al deciso rialzo dei rendimenti USA.

Un raffronto con la svolta del 1994 indica...

Il considerevole calo dei rendimenti nell'insieme del 1995 e il loro successivo brusco aumento nei primi mesi di quest'anno non hanno mancato di evocare parallelismi con gli sviluppi di due anni prima, quando a una protratta fase rialzista era seguita un'improvvisa inversione su scala mondiale. In effetti, non è difficile trovare analogie: il favorevole contesto macroeconomico e monetario che ha alimentato la discesa iniziale dei rendimenti; il restringersi del differenziale di interesse fra i paesi ad alto e a basso rendimento, a indicazione forse di una maggiore propensione al rischio (Capitolo IV); i livelli storicamente bassi

Indicatori di leva finanziaria nei mercati obbligazionari internazionali							
Acquisti di obbligazioni	1991-92 Totale	1993	1994	1995			
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
in miliardi di dollari USA							
Stati Uniti ¹	232	82	-65	19	46	2	41
Banche commerciali	216	73	-27	12	11	5	0
Operatori mobiliari	16	9	-39	7	35	-3	41
Regno Unito	72	126	-28	29	12	17	24
Banche ² : gilts	4	16	4	-2	1	-1	4
titoli esteri	39	51	20	18	8	4	8
Operatori mobiliari: titoli esteri	29	59	-51	13	3	14	12
Totale	304	208	-93	48	58	19	64
<i>Per memoria:</i>							
finanziati sul mercato interbancario ³	61	183	-85	16	32	24	40
finanziati mediante PcT ⁴ :							
Spagna	8	24	-22	0,4	6	6	1
Svezia	..	13	-12	0,4	1	0,2	2

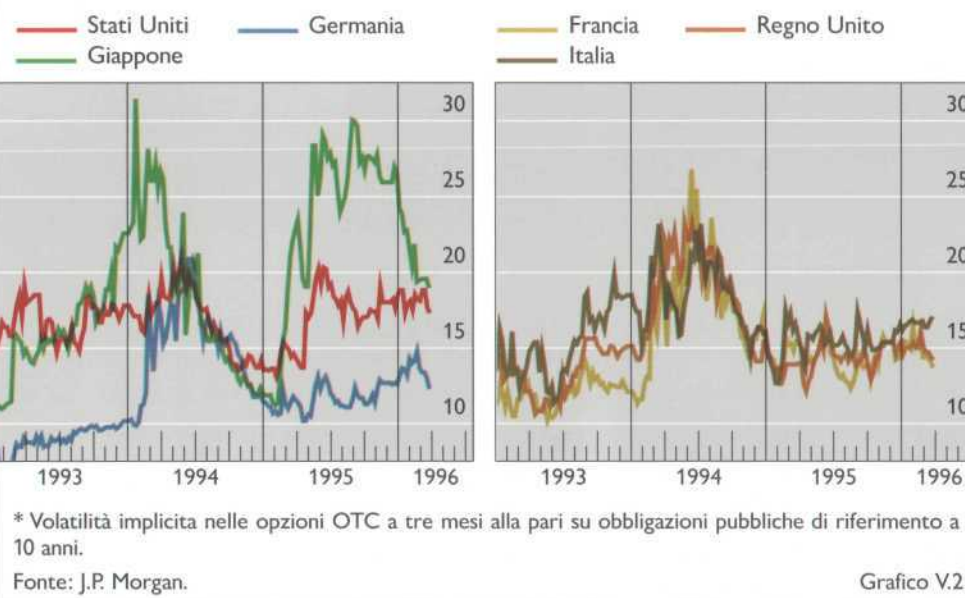
¹ Per le banche, titoli del Tesoro e di agenzie governative; per le SIM, comprese anche obbligazioni private ed estere. ² Inclusive le "building societies". ³ Crediti interbancari sull'estero in moneta nazionale erogati dalle banche situate in Europa, in quanto indicatore degli acquisti di obbligazioni da parte di non residenti coperti contro il rischio di cambio. ⁴ Indicatori degli acquisti di titoli del Tesoro da parte di non residenti finanziati mediante operazioni pronti contro termine.

Fonti: statistiche nazionali; BRI.

Tabella V.1

Volatilità dei rendimenti obbligazionari*

In punti percentuali



raggiunti dai rendimenti in molti mercati-chiave; l'intensità del movimento discendente e della successiva risalita.

A un più approfondito esame emergono però alcune differenze significative. Almeno quattro aspetti inducono a ritenere che nell'episodio più recente la vulnerabilità sia probabilmente riconducibile non tanto a eccessi speculativi o a un sovradimensionamento dei portafogli, quanto piuttosto a una fragilità di fondo del clima di mercato.

Primo, è meno chiara l'evidenza di una sopravvalutazione al momento della più recente svolta ascendente dei rendimenti. Al netto dell'inflazione questi ultimi risultavano ovunque più elevati, generalmente di 50–100 punti base, rispetto all'epoca della svolta precedente. Inoltre, le prospettive a riguardo della congiuntura economica erano più sfavorevoli.

Secondo, agli inizi del 1996 i portafogli degli operatori apparivano meno esposti a una caduta dei corsi obbligazionari, in generale, e agli andamenti del mercato USA, in particolare. Nel 1993 gli operatori avevano sfruttato la persistenza di un differenziale di rendimento eccezionalmente ampio negli Stati Uniti per accrescere il grado di leva dei loro portafogli, e avevano successivamente ricercato più elevati rendimenti all'estero, segnatamente in Europa e America latina (tabella V.1). Nel 1995 non è stato fatto uso nella stessa misura della leva finanziaria e i mercati non statunitensi erano meno dipendenti dai flussi di investimento USA. A quanto risulta, una strategia seguita da alcuni investitori internazionali è consistita nel finanziare acquisti di obbligazioni USA ai bassissimi tassi a breve sullo yen, ma si può ritenere che i relativi importi siano stati modesti rispetto alle operazioni ad alto leverage effettuate due anni prima (Capitoli VI e VIII).

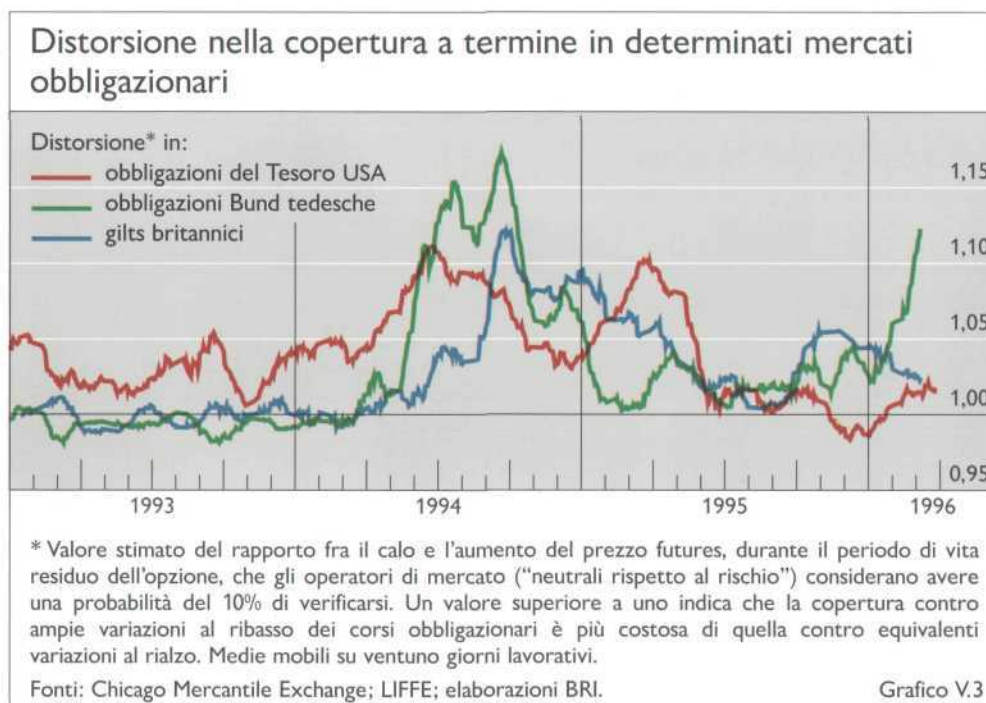
Terzo, mentre la turbolenza generalizzata nel 1994 era stata innescata da un inasprimento della politica monetaria USA, nell'episodio più recente l'aumento iniziale dei rendimenti è principalmente riconducibile a un capovolgimento del

... un minore sovradimensionamento dei portafogli...

... e un maggiore nervosismo dei mercati nell'episodio recente

clima di mercato per effetto di informazioni di per sé piuttosto tenui. Fra i fattori figurano: un mutamento di opinione circa le prospettive dell'Unione monetaria in Europa, basato su isolate dichiarazioni pubbliche; le emergenti, seppure scarsamente fondate, aspettative di un inasprimento della politica monetaria in Giappone allorché l'economia è parsa riprendere vigore; le preoccupazioni per il mancato accordo sul bilancio federale e la possibilità che l'allentamento monetario fosse stato eccessivo negli Stati Uniti; analoghi timori riguardanti la manovra monetaria nel Regno Unito, acuiti dall'incertezza politica.

Infine, numerosi indicatori finanziari confermano la diffusa nervosità presente sui mercati nel 1995. Diversamente dal periodo che aveva preceduto la brusca inversione dei rendimenti nel febbraio 1994, le inchieste-sondaggio indicano che lo scorso anno la componente obbligazionaria nei portafogli degli investitori istituzionali era "sottorappresentata", il che non è certo un segno di fiducia nel mercato rialzista. Analogamente, la volatilità media nella recente fase di calo dei rendimenti è stata in generale superiore a quella di due anni prima, a indicazione di una maggiore incertezza circa la forza di fondo del mercato (grafico V.2). Invero, negli Stati Uniti e in Giappone, nel secondo semestre del 1995 la volatilità implicita nei prezzi delle opzioni è stata quasi altrettanto alta quanto durante la turbolenza rialzista del 1994. L'analisi dei prezzi delle opzioni mostra inoltre come, intorno alla stessa epoca, gli operatori erano più desiderosi di coprirsi contro un forte rialzo dei rendimenti che non contro un ribasso di entità equivalente, per lo meno sui principali mercati europei (grafico V.3). Nessuna dissimmetria di questo tipo era osservabile anteriormente al febbraio 1994. È come se le ingenti perdite subite durante la turbolenza del 1994 avessero reso gli operatori più sensibili al rischio di ulteriori danni. Una parziale eccezione è costituita a questo riguardo dagli Stati Uniti, dove nell'autunno 1995 tale distorsione pare essere scomparsa.



L'evoluzione ulteriore dei rendimenti nel marzo e agli inizi dell'aprile di quest'anno è stata principalmente influenzata dai dati sulla forza di fondo dell'attività economica. Negli Stati Uniti le statistiche sorprendentemente positive sull'occupazione, in marzo e nuovamente in aprile, hanno scosso il mercato, validando i precedenti rialzi e sospingendo ancor più verso l'alto i tassi. In Giappone i rendimenti si sono stabilizzati allorché nuovi dati hanno portato la conferma che la ripresa era in atto. In Germania, per contro, le deludenti cifre sulla produzione industriale e sull'occupazione hanno arrestato ogni ulteriore aumento. In conseguenza di questi movimenti contrastanti, a metà aprile i rendimenti sulle obbligazioni USA a dieci anni erano nuovamente saliti al di sopra dei corrispondenti tassi tedeschi.

Azioni

Dopo un andamento sottotono durante il 1994, nel periodo in esame i mercati azionari hanno in generale realizzato consistenti guadagni (tabella V.2). Il più forte aumento dei corsi si è avuto negli Stati Uniti, dove l'indice S&P 500 è salito di quasi il 40% fra l'inizio del 1995 e il gennaio di quest'anno. L'incremento è stato invece minimo in Giappone, dove le quotazioni sono a malapena salite. Il mercato azionario italiano ha addirittura segnato un leggero calo nell'arco del periodo, in parte a causa delle incertezze politiche. Tutti i mercati hanno in certa misura sofferto nel febbraio e nel marzo 1996, allorché sono fortemente saliti i rendimenti obbligazionari, ma il declino è stato soltanto temporaneo. Infatti, salvo poche eccezioni, alla fine del primo trimestre i corsi risultavano ulteriormente saliti. In aprile, tuttavia, le quotazioni sono nuovamente calate negli Stati Uniti.

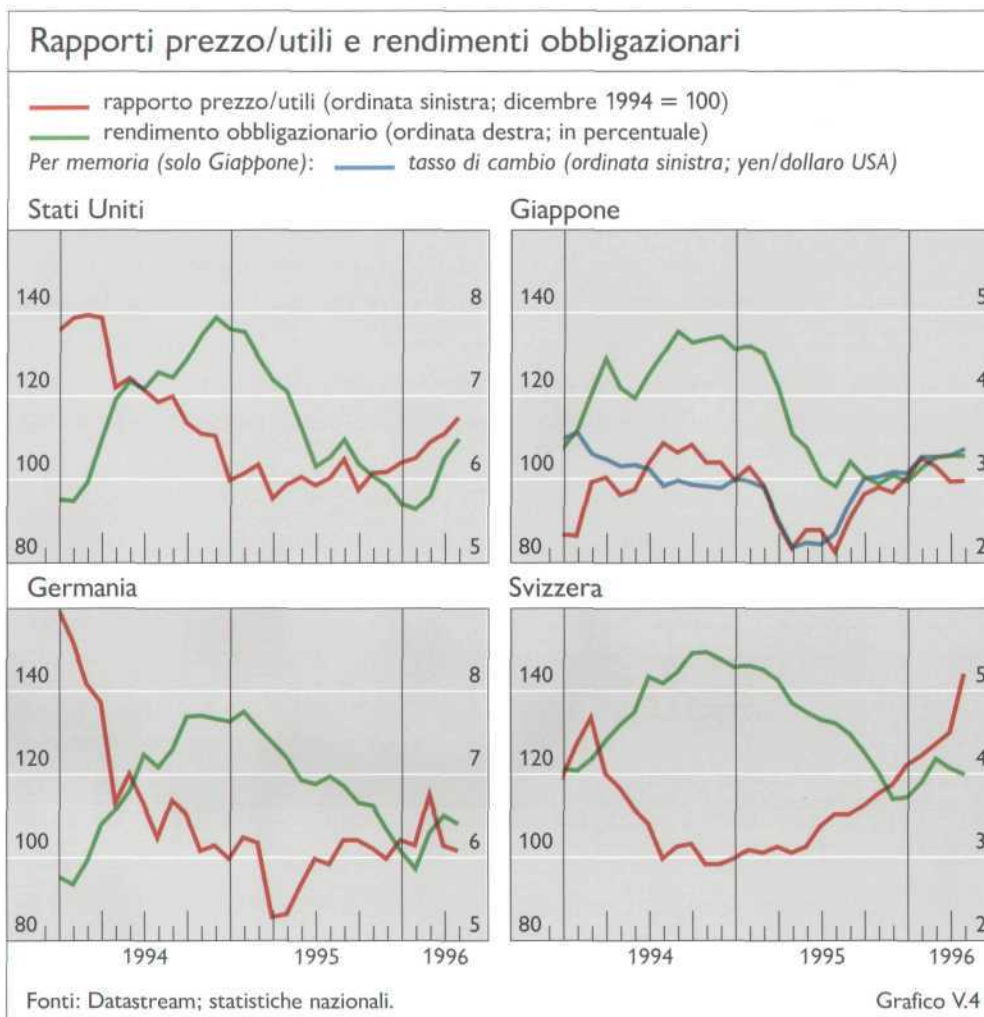
Mercati azionari in forte ascesa

I principali fattori che hanno sostenuto i mercati azionari nel 1995 sono stati l'andamento generalmente più favorevole degli utili, propiziato in diversi paesi dalla ristrutturazione industriale, e, soprattutto, il calo tendenziale dei rendimenti

Indici azionari								
Paesi	Dic.	Gennaio	Marzo	Giugno	Sett.	Dic.	Gennaio	Marzo
	1993	1995					1996	
Fine dicembre 1994 = 100								
Stati Uniti	102	102	109	119	127	134	138	141
Giappone	92	94	84	77	92	101	103	105
Germania	108	96	91	99	104	107	117	118
Francia	121	96	99	99	95	100	107	109
Italia	97	104	95	96	97	93	98	92
Regno Unito	111	97	101	107	114	118	121	121
Canada	103	95	102	107	108	112	118	118
Australia	114	96	100	105	112	115	120	116
Belgio	106	97	94	103	105	112	122	119
Paesi Bassi	97	101	98	106	114	118	124	133
Spagna	113	99	94	103	107	112	116	120
Svezia	95	103	99	112	125	118	120	129
Svizzera	108	96	95	108	114	123	123	135

Fonte: statistiche nazionali.

Tabella V.2



obbligazionari. In effetti, durante l'intero anno i prezzi delle azioni sono apparsi particolarmente reattivi ai movimenti di breve periodo dei tassi obbligazionari. Ciò è stato assai evidente il 18 dicembre, quando una sensibile seppure effimera caduta dei corsi delle obbligazioni del Tesoro USA ha innescato un calo di 102 punti dell'indice Dow Jones, il secondo in ordine di grandezza negli ultimi quattro anni.

Così come nel 1994, l'evoluzione del mercato giapponese è stata meno sensibile alle tendenze internazionali. In particolare, il fattore principale alla base dell'andamento dell'indice azionario nipponico pare essere stato il determinarsi di apprensioni a riguardo della deflazione, alimentate dallo stato di debolezza del sistema bancario e dal tasso di cambio. Ciò è evidenziato dalla forte correlazione *positiva* fra i rendimenti obbligazionari e i rapporti prezzo/utigli durante il periodo sotto rassegna: i cali dei tassi hanno di solito coinciso con un apprezzamento dello yen, e possono quindi essere considerati come indicativi dei timori per l'indebolirsi dell'economia e di un peggioramento delle prospettive di profitto (grafico V.4). Questa corrispondenza si pone in netto contrasto con la correlazione *negativa* osservata in altri paesi, dove i più bassi rendimenti obbligazionari hanno in genere stimolato una riallocazione dei portafogli in favore delle azioni, contribuendo a far salire le loro quotazioni.

L'andamento particolarmente sostenuto del mercato USA ha suscitato interrogativi sulla misura in cui l'aumento dei corsi era coerente con giustificabili prospettive in termini di utili e con i rendimenti sulle attività alternative. I segnali forniti in proposito dagli indicatori del valore fondamentale sono contrastanti. Agli inizi del 1996 il rapporto prezzo/utili del mercato era soltanto di poco superiore alla media di lungo periodo e non raggiungeva i precedenti valori di picco (tabella V.3). Inoltre, analogamente ai corrispondenti indici della maggior parte degli altri paesi industriali, esso non risultava cambiato di molto dall'inizio del 1994. D'altra parte, gli utili erano eccezionalmente elevati e il margine per un'ulteriore sostenuta espansione appariva dubbio, data l'incertezza circa il livello di capacità eccedente nell'economia. Parimenti, alla fine di marzo il differenziale di rendimento fra obbligazioni e azioni corretto per l'inflazione era in linea con i parametri storici e risultava più basso di un anno prima, a indicazione che vi erano scarsi motivi per ritenere che le azioni fossero sopravvalutate rispetto alle attività a reddito fisso a lungo termine. Il differenziale era tuttavia più che raddoppiato dall'inizio del 1996, giacché il mercato azionario era rimasto insensibile all'aumento dei rendimenti obbligazionari.

Timori per una sopravvalutazione del mercato USA

Altrettanto contrastanti sono le evidenze riguardanti il clima di mercato. La volatilità è cresciuta notevolmente agli inizi del 1996, segnalando una maggiore incertezza circa i rendimenti prospettici (grafico V.5). Al tempo stesso, gli operatori non paiono essere stati particolarmente apprensivi a riguardo di un cedimento del mercato. In effetti, la dispersione dei prezzi delle opzioni indicherebbe che, a differenza del periodo 1993-94, gli operatori con un orizzonte temporale di un mese erano disposti a pagare un premio più elevato per coprirsi contro un forte rialzo dei corsi azionari che non contro un equivalente ribasso. Invero, dalle stime risulta che, almeno fino agli inizi del febbraio 1996, la fiducia degli investitori è andata rafforzandosi con l'accelerarsi dell'ascesa dei corsi azionari a partire dalla metà del 1995.

Indicatori di valutazione dei corsi azionari												
Paesi	Rapporti prezzo/utili ¹						Differenziali di rendimento deflazionato ²					
	Picco 1983-93		Media 1983-1993	Dic. 1994	Gen. 1996	Mar. 1996	Picco 1983-93		Media 1983-1993	Dic. 1994	Gen. 1996	Mar. 1996
	Livello	Data					Livello	Data				
Stati Uniti	26	1992	16	17	17	18	5,1	1983	1,5	2,2	0,6	1,2
Giappone ³	74	1987	44	66	70	66	5,4	1987	3,3	3,1	2,8	2,8
Germania	25	1993	14	16	16	16	5,6	1986	2,5	3,2	2,4	3,1
Francia	17	1993	12	14	13	15	5,1	1987	2,0	3,2	0,8	0,8
Italia	26	1986	16 ⁴	18	15	16	4,5	1987	2,4	3,8	0,4	1,8
Regno Unito	21	1993	14	18	17	17	4,2	1986	0,7	1,7	0,7	1,6
Canada	104 ⁵	1993	30	22	14	16	6,0	1984	2,5	6,4	3,2	4,0
Belgio	16	1993	11	15	15	16	4,4	1986	2,0	3,3	1,3	1,7
Paesi Bassi	16	1993	11	14	13	15	3,7	1987	1,3	1,7	0,8	1,3
Svizzera	17	1993	11	14	18	19	2,3	1986	-0,6	2,9	0,7	1,6

¹ Rapporto fra prezzo e utili di bilancio per azione. ² Tasso d'interesse a lungo termine meno rendimento azionario meno tasso d'inflazione su 12 mesi. ³ I rapporti prezzo/utili sono molto elevati rispetto ai parametri internazionali a causa delle estese partecipazioni incrociate e delle convenzioni contabili. ⁴ Luglio 1986-dicembre 1993. ⁵ Valore eccezionalmente elevato a causa degli utili molto bassi o negativi.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali.

Tabella V.3



Atonia dei mercati immobiliari

Prezzi degli immobili

In contrasto con la dinamica complessivamente sostenuta dei mercati obbligazionari e azionari durante gran parte del periodo in esame, l'andamento del mercato immobiliare nel 1995 è stato privo di tono, nonostante un certo miglioramento rispetto all'anno prima. Ciò concorda con l'esperienza storica: i prezzi degli immobili seguono tipicamente con ritardo i corsi azionari e sono influenzati più dall'andamento contestuale dell'attività economica che da quello prospettico. Va tuttavia aggiunto che diversi mercati risentono tuttora degli eccessi del passato, quando i prezzi avevano raggiunto livelli non giustificabili in base al reddito atteso.

Sebbene nella maggioranza dei paesi i prezzi degli immobili residenziali abbiano mostrato una certa ripresa, in ben pochi casi l'aumento è bastato a compensare l'inflazione (tabella V.4). Il recente recupero dei prezzi delle abitazioni ha segnato il passo nei paesi anglofoni, mentre è proseguito nella maggior parte dei paesi nordici. Questi due gruppi di paesi, unitamente al Giappone, avevano fatto registrare i più forti rincari, e poi i maggiori ribassi, negli anni ottanta e nei primi anni novanta. I prezzi sono altresì leggermente saliti in alcuni dei mercati dell'Europa continentale, come Paesi Bassi e Belgio, dove vi erano stati gli aumenti più contenuti.

Il comparto degli immobili non residenziali ha mostrato andamenti differenziati. In presenza di una crescita economica inferiore alle previsioni, di una quota persistentemente elevata di locali inoccupati e di un tasso stabile di nuovi contratti, nella maggioranza dei paesi i prezzi nelle principali città sono diminuiti o rimasti stagnanti. I prezzi sono stati comparativamente sostenuti nelle economie nordiche, facendo ad esempio segnare un incremento di quasi il 30% a Stoccolma. Un aumento, sebbene moderato, si è avuto anche a Londra e Sydney. Nell'Europa continentale i valori degli immobili sono stati relativamente deboli, data la posizione ciclica delle economie. Ciò vale in particolare per Parigi, dove nel 1995 il ribasso si è ulteriormente accentuato, superando il 10%.

Prezzi immobiliari nominali e corretti per l'inflazione										
Paesi e città	Prezzi nominali					Prezzi deflazionati				
	Anno di max. dal 1980	Da min. a max.	Da max. a più recente	1994	1995	Anno di max. dal 1980	Da min. a max.	Da max. a più recente	1994	1995
	Variazioni percentuali					Variazioni percentuali				
Prezzi degli immobili residenziali										
Stati Uniti	1995	91	-	2	2	1988	15	-4	0	-1
Giappone ¹	1990	130	-21	-2	-3	1990	88	-26	-2	-3
Regno Unito	1989	190	-8	2	0	1989	89	-29	-1	-4
Canada	1994	105	-5	3	-5	1989	55	-13	3	-7
Australia	1995	216	-	8	3	1994	43	-1	6	-1
Germania ²	1994	59	-1	2	-1	1992	36	-8	-1	-3
Francia	1992	51	-3	-2	0	1990	25	-9	-3	-2
Belgio	1995	96	-	8	4	1995	55	-	5	2
Paesi Bassi	1995	34	-	3	4	1995	13	-	0	2
Svezia	1991	117	-15	5	1	1990	38	-26	2	-2
Norvegia	1988	155	-8	10	8	1987	46	-27	9	6
Finlandia	1989	268	-38	6	-4	1989	105	-48	5	-5
Prezzi degli immobili non residenziali: maggiori città										
Stati Uniti ³	1989	67	-42	-4	-2	1987	24	-56	-7	-5
Tokyo ¹	1990	276	-57	-15	-17	1990	207	-60	-16	-17
Londra	1988	221	-40	25	7	1988	101	-57	22	3
Toronto ⁴	1989	51	-50	-12	-8	1989	28	-57	-12	-10
Sydney	1989	405	-50	21	6	1988	157	-60	18	1
Francoforte	1991	259	-40	-11	-3	1991	184	-47	-13	-4
Parigi	1990	350	-48	-6	-11	1990	144	-53	-7	-12
Milano	1990	178	-43	-15	0	1990	111	-55	-18	-5
Madrid	1990	827	-64	2	3	1990	323	-72	-3	-1
Bruxelles	1990	224	-25	-6	0	1989	110	-34	-8	-1
Stoccolma	1989	875	-47	31	29	1989	418	-61	28	26
Oslo	1986	233	-30	8	8	1986	129	-51	7	5
Helsinki	1989	657	-27	14	3	1989	321	-38	13	2

¹ Prezzi dei terreni. ² Quattro maggiori città. ³ Nord-Est. ⁴ Indice dei prezzi per gli uffici nell'Ontario.

Fonti: National Association of Realtors; Frank Russell; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Jones Lang Wootton; Ministère de l'Équipement, du Logement et des Transports/ECLN; OPAK; varie associazioni immobiliari private; statistiche nazionali. Tabella V.4

Il paese in cui si è avuto il calo maggiore nel 1995 è il Giappone, dove i prezzi sono diminuiti per il quinto anno consecutivo. La perdita cumulativa di valore dei terreni a destinazione residenziale e commerciale rispetto al precedente massimo, secondo le rilevazioni ufficiali, è pari rispettivamente a oltre il 20% e a quasi il 60%. Sebbene il bassissimo volume delle operazioni rendesse difficile un giudizio sulla debolezza di fondo del mercato, un'ulteriore diminuzione dei prezzi era nelle previsioni, specie per il segmento non residenziale. L'estrema debolezza del mercato immobiliare ha continuato ad acuire le gravi difficoltà del sistema bancario, e a offuscare le prospettive di ripresa dell'economia.

Particolare
debolezza
in Giappone

Il settore bancario

Recenti andamenti

Nonostante un discreto miglioramento generale dei profitti bancari...

Pur con qualche eccezione notevole, lo scorso anno i profitti bancari sono generalmente migliorati rispetto al 1994 (tabella V.5). Il miglioramento è in larga misura attribuibile a sviluppi congiunturali o a fattori non ricorrenti. L'evoluzione favorevole dei mercati obbligazionari e azionari, l'allentamento monetario e, in alcuni casi, la ripresa della domanda di credito hanno influito positivamente sul margine netto di intermediazione e sui proventi non da interessi. Inoltre, in vari paesi le banche hanno potuto ridurre gli accantonamenti per perdite su crediti grazie, in alcuni casi, al recupero di valore degli immobili non residenziali. Al tempo stesso, molte banche hanno raccolto i frutti degli sforzi di più lungo periodo tesi a comprimere i costi operativi.

I profitti bancari sono stati comparativamente elevati, segnando in alcuni casi miglioramenti ragguardevoli, nei paesi di lingua inglese, che erano stati i primi a emergere dalla recessione e dove è stata perseguita con più determinazione la riduzione dei costi. Una forte ripresa degli utili netti si è avuta anche nei paesi nordici. In Danimarca, il rilevante incremento dei profitti ha rispecchiato la sostenezza dei valori mobiliari, data la prassi di contabilizzare il portafoglio ai prezzi correnti di mercato; in Norvegia, Svezia e Finlandia l'entità del miglioramento è variata a seconda della misura in cui le banche erano riuscite a superare le recenti difficoltà del settore. In Svezia la fine della crisi è stata sancita dalla decisione del Governo di revocare entro il luglio 1996 la garanzia generale sulle passività

Redditività delle maggiori banche nel 1994 e 1995									
Paesi	Numero banche	Rendimento dell'attivo ¹		Riserve per perdite su crediti		Margine netto di interesse		Costi operativi	
		1994	1995	1994	1995	1994	1995	1994	1995
		in percentuale delle attività totali							
Stati Uniti	12	1,81	1,87	0,33	0,31	3,57	3,35	3,80	3,49
Giappone ^{2,3}	21	-0,21	-0,75	0,88	2,03	0,90	1,01	0,74	0,74
Germania	2	0,52	0,56	0,35	0,23	1,82	1,57	2,06	1,98
Francia	6	0,17	0,27	0,63	0,39	1,60	1,54	2,04	2,00
Regno Unito	4	1,22	1,27	0,31	0,34	2,45	2,44	3,02	2,98
Canada ³	6	1,12	1,16	0,51	0,34	2,84	2,62	2,70	2,50
Australia ³	4	1,60	1,82	0,43	0,21	3,45	3,53	3,39	3,27
Danimarca ⁴	2	0,29	1,20	0,61	0,42	2,85	2,55	2,20	2,07
Finlandia ⁵	2	-0,69	-0,16	1,65	0,60	1,98	1,57	2,30	2,21
Norvegia	4	1,31	1,81	0,16	-0,38	2,96	2,86	2,82	3,01
Paesi Bassi	3	0,69	0,72	..	..	2,27	2,18	2,17	2,26
Spagna	6	0,70	0,79	0,52	0,45	2,47	2,46	2,45	2,62
Svezia	4	0,55	1,23	1,09	0,59	2,34	2,39	1,76	1,81
Svizzera	3	0,63	0,52	0,30	0,33	1,17	1,07	2,17	2,18

¹ Utile lordo di imposta. ² Combinazione di risultati semestrali in ragione annua e di stime IBCA. ³ Esercizi contabili. ⁴ Il portafoglio titoli è valutato ai prezzi correnti di mercato. ⁵ I risultati del 1994 e del 1995 non sono del tutto comparabili a causa di una discontinuità nelle serie.

Fonte: IBCA Ltd. Tabella V.5

Indicatori contabili di lungo periodo della redditività bancaria ¹						
Paesi	Utile lordo di imposta			Proventi non da interessi		
	1980-82 ²	1986-88	1992-94	1980-82 ²	1986-88	1992-94
	in percentuale dell'attivo			in percentuale dei proventi lordi		
Stati Uniti	1,0	0,7	1,6	24	30	35
Giappone ³	0,5	0,6	0,2	14	24	1
Germania	0,5	0,7	0,5	29	30	29
Francia	0,4	0,4	-0,1	16	17	46
Italia	0,7	1,0	0,8	26	29	26
Regno Unito	1,1	1,0	0,7	29	37	43
Canada ³	0,5	1,0	1,1	22	27	36
Australia	0,9	1,2	0,7	..	40	42
Belgio	0,4	0,4	0,3	15	22	26
Finlandia	0,5	0,5	-1,6	49	58	53
Norvegia	0,6	0,0	0,2	27	30	29
Paesi Bassi	0,3	0,7	0,6	25	26	30
Spagna	0,7	1,1	0,6	18	20	27
Svezia	0,3	0,8	0,5	30	31	44
Svizzera	0,6	0,7	0,6	47	49	51

¹ Per Australia, Belgio, Paesi Bassi e Svizzera, tutte le categorie di banche; per gli altri paesi, soltanto banche commerciali. ² Per Francia, Australia e Belgio, 1981-82; per Canada, 1982. ³ Esercizi contabili.

Fonte: OCSE. Tabella V.6

bancarie. Per contro, le banche finlandesi hanno accusato ulteriori perdite, nonostante gli assai più ridotti accantonamenti. Nell'ambito di questi due gruppi di paesi la ripresa dei prezzi nominali degli immobili commerciali ha svolto in alcuni casi un ruolo importante nel determinare i migliori risultati economici delle banche.

Anche nella maggior parte dei mercati dell'Europa continentale i profitti sono leggermente saliti, ma l'aumento non è sempre bastato a impedire un ulteriore assottigliamento dei margini. In Italia, il miglioramento del conto economico, peraltro rispetto a livelli modesti, cela un deterioramento nella qualità dell'attivo, essendo ancora aumentati i crediti in sofferenza, per lo più assistiti da garanzie immobiliari. I profitti delle banche francesi sono rimasti molto bassi, a causa degli elevati costi operativi e della perdita di valore degli immobili, e un grande istituto ha chiuso l'esercizio in perdita.

Lo scorso anno i risultati più scadenti sono stati quelli registrati dalle istituzioni giapponesi, tuttora alle prese con le gravi difficoltà che da tempo affliggono il settore bancario. Nell'ultimo esercizio contabile le banche, specie quelle di grandi dimensioni, hanno compiuto gli sforzi finora maggiori nella costituzione di accantonamenti e nello stralcio di crediti, mettendo in evidenza un atteggiamento più trasparente nei confronti del problema di fondo della qualità degli impieghi. L'attenzione del pubblico si è concentrata sulle modalità di gestione della crisi in connessione con il fallimento delle "jusen", istituzioni specializzate nel credito all'edilizia abitativa. Un piano iniziale del Governo, rivelato in dicembre, ha suscitato critiche per la misura in cui le perdite sarebbero state in definitiva sopportate dai contribuenti, anziché dai fondatori e dai creditori, essenzialmente banche e cooperative agricole. Questo episodio è stato visto come un test

rivelatore del margine di manovra del Governo nell'impiego di denaro pubblico, qualora ve ne fosse la necessità, per risolvere i problemi del settore bancario più in generale. I connessi timori hanno avuto la tendenza a rispecchiarsi nei movimenti del premio pagato dalle istituzioni giapponesi per finanziarsi sul mercato interbancario internazionale (Capitolo VIII). All'inizio della primavera di quest'anno l'esito finale del conflitto politico in merito alle "jusen" rimaneva ancora piuttosto incerto.

La necessità di ristrutturazione a lungo termine

Il fatto che lo scorso anno la redditività delle banche sia in generale migliorata non deve far passare in secondo piano le ardue sfide cui è confrontato il settore. Se si assume una prospettiva temporale più estesa, appare che i margini di profitto sono in calo da almeno la metà degli anni ottanta (tabella V.6), che il valore delle azioni bancarie non ha tenuto il passo con l'indice generale nella maggior parte dei paesi (tabella V.7) e che il rating delle istituzioni si è generalmente degradato. L'ulteriore diffuso restringimento del margine di interesse netto nel 1995 evidenzia la perdita di competitività sul più lungo periodo nelle attività tradizionali di intermediazione creditizia (tabella V.5).

Le ragioni di fondo di questi sviluppi sono ben note: le banche hanno dovuto affrontare un contesto fattosi sempre più competitivo a seguito del vasto processo di deregolamentazione e del ritmo incalzante dell'innovazione finanziaria. La rimozione dei vincoli amministrativi su bilanci, tassi d'interesse e commissioni, l'abbassamento delle barriere geografiche e funzionali e i progressi tecnologici hanno liberato forze di intensità inusitata che premono nel senso di una ristrutturazione e di un consolidamento di grande portata nel settore bancario.

... il settore ha bisogno di ristrutturarsi e consolidarsi...

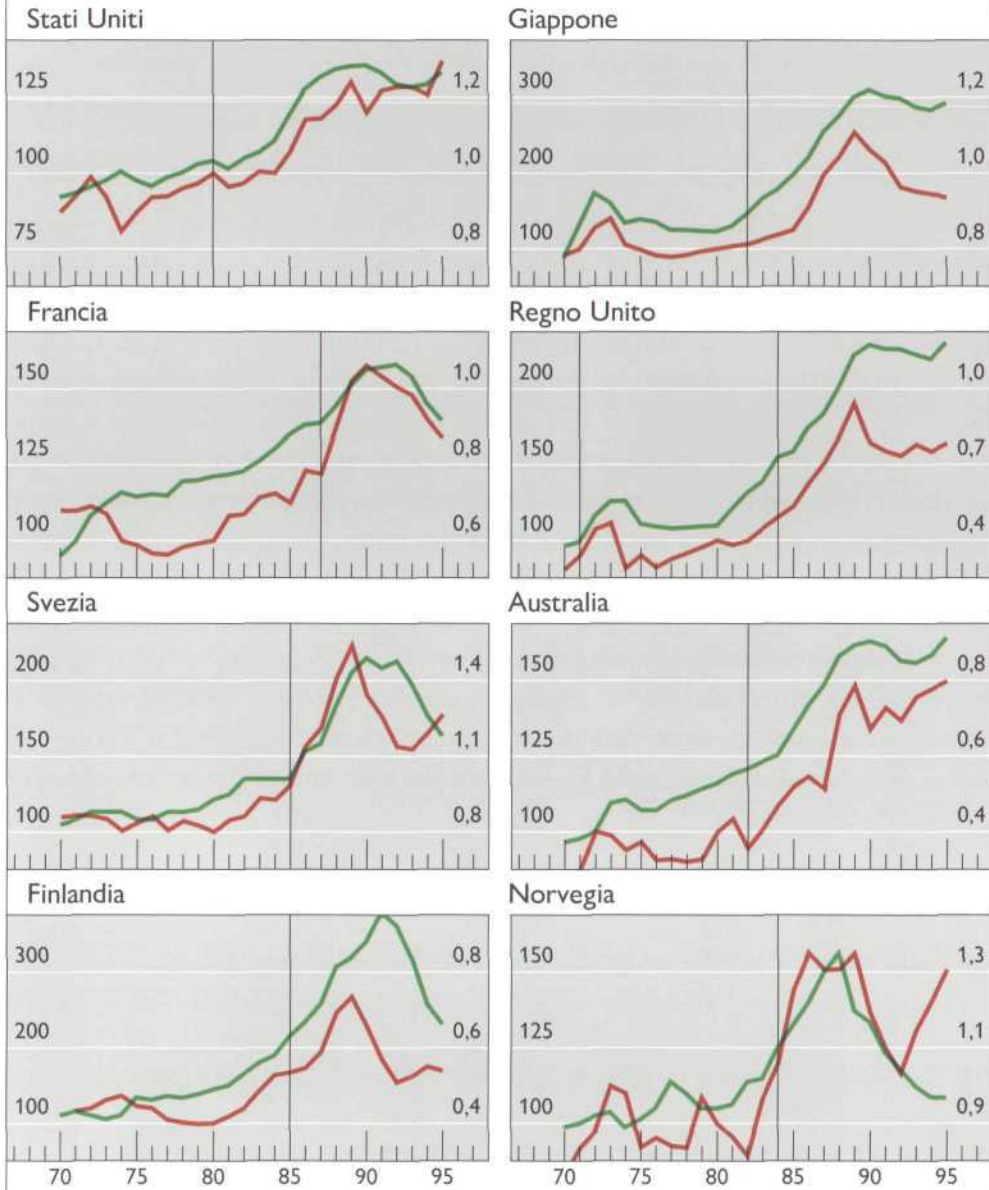
Evoluzione di lungo periodo dei prezzi delle azioni bancarie						
Paesi	1970	1980-82	1984-86	1990-92	1993-95	1995
	Rapporto fra indice bancario ¹ e indice generale; 1980 = 100					
Stati Uniti	142	111	120	69	92	96
Giappone	71	103	158 ²	189	196	194
Germania	93	94	83	75	78	72
Italia	..	138	96	86	72	67
Regno Unito	85	97	90	83	118	127
Canada	113	106	107	124	127	127
Australia	103	131	153	150	154	163
Belgio	110	97	92	88	107	112
Finlandia	85	98	84	47	22	15
Norvegia	101	103	67	17	9	9
Paesi Bassi	..	92	77	56	61	60
Spagna	56	112	78	85	76	72
Svezia	66	99	84	68	66	61
Svizzera	64	99	92	59	60	55

¹ Per Giappone (prima del 1983), Belgio e Paesi Bassi, comprese le altre istituzioni finanziarie.
² L'aumento a metà degli anni ottanta è in gran parte dovuto al venir meno della regolamentazione restrittiva intesa a controllare i corsi delle azioni bancarie.

Fonte: statistiche nazionali. Tabella V.7

Credito e prezzi aggregati reali delle attività

— prezzi aggregati reali delle attività* (ordinata sinistra; 1980 = 100)
 — rapporto credito totale privato/PIL (ordinata destra)



Nota: la linea verticale indica l'anno iniziale di una importante riforma finanziaria.

* Media ponderata dei corsi azionari e dei prezzi degli immobili residenziali e non residenziali, deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. I pesi sono basati sulla composizione della ricchezza del settore privato.

Fonti: statistiche nazionali; stime BRI.

Grafico V.6

Alcune delle spinte alla ristrutturazione e al consolidamento sono di breve o medio periodo. In particolare, l'attenuazione dei vincoli al finanziamento conseguita alla deregolamentazione ha contribuito in misura significativa al pronunciato ciclo prezzi delle attività/credito degli anni ottanta e dei primi anni novanta, che è stato all'origine dei più seri episodi di tensione finanziaria dal periodo di diffusa instabilità fra le due guerre mondiali: i prestatori, i mutuatari, nonché i responsabili delle politiche, hanno dovuto apprendere come operare nel nuovo contesto

... alla luce della deregolamentazione e dell'innovazione tecnologica

(si veda il grafico V.6, nonché la 62^a e la 63^a Relazione annuale). Altre forze hanno invece un carattere più immanente. In senso lato, tutte le forme di capitale finanziario sono divenute irreversibilmente più costose in termini marginali: è aumentato il costo dei fondi al dettaglio; si è diffusa la collateralizzazione dei prestiti interbancari e degli altri finanziamenti all'ingrosso, come evidenzia il rapido sviluppo dei mercati pronti contro termine; e gli azionisti, segnatamente gli investitori istituzionali, fanno valere con maggior forza i propri interessi nei confronti del management. E così come i prestatori di risorse finanziarie si sono fatti più esigenti quanto al rendimento richiesto sui loro fondi, gli organi di regolamentazione e vigilanza sono divenuti più consapevoli della necessità che le banche operino con livelli patrimoniali adeguati.

In prospettiva, non vi è motivo di ritenere che le spinte al cambiamento siano destinate a scemare. La deregolamentazione non ha ancora compiuto tutto il suo corso. In Giappone e negli Stati Uniti è previsto che si abbassino ulteriormente le barriere fra attività bancaria, mobiliare e assicurativa. L'anno prossimo saranno completamente rimosse negli Stati Uniti le restrizioni poste all'articolazione territoriale degli sportelli. Nell'Unione europea, verosimilmente i comparti dei fondi pensione e del credito ipotecario non tarderanno a essere esposti appieno ai rigori della concorrenza nel mercato interno unico. È inoltre alquanto improbabile che rallenti il ritmo dell'innovazione tecnologica. In particolare, le varie forme di "banca elettronica" potrebbero avere effetti strutturali di vasta portata, specie nel settore al dettaglio. L'offerta diretta on-line di servizi finanziari, compresi quelli di pagamento, può infatti alterare profondamente la fisionomia del settore, in quanto rende le banche più vulnerabili di fronte a nuove categorie di potenziali concorrenti, come le società di software e i gestori di reti telematiche, ed è destinata a mettere sempre più in questione le tradizionali reti di sportelli intese come strutture fisiche. Le prime "banche virtuali", che forniscono servizi esclusivamente on-line, sono state lanciate lo scorso anno negli Stati Uniti. Sono altresì in atto considerevoli progressi nel garantire la sicurezza dei pagamenti elettronici, inclusi quelli effettuati con strumenti sostitutivi del contante. Queste poderose tendenze nella deregolamentazione e nella tecnologia significano che il processo di ristrutturazione e consolidamento in corso nel settore bancario continuerà ben oltre l'immediato futuro.

Caratteristiche della ristrutturazione

Per valutare la ristrutturazione finora già compiuta può essere utile domandarsi anzitutto quale sarà verosimilmente la fisionomia del settore bancario negli anni a venire. È probabile che il numero delle istituzioni diminuisca e aumenti correlativamente la loro dimensione media. Ciò dovrebbe facilitare una riduzione della capacità eccedente che caratterizza vari segmenti del settore, contribuire a controbilanciare le crescenti pressioni competitive e, specie nei mercati all'ingrosso, fornire la massa critica che consentirà i necessari investimenti in infrastrutture. Le reti di sportelli si ridimensioneranno. Quanto meno nel medio periodo, l'occupazione diminuirà e si renderà necessaria una riqualificazione delle mansioni. Nei paesi in cui la sfera operativa è stata soggetta a vincoli più stringenti potrebbe continuare la tendenza alla despecializzazione. È altresì probabile

che si espanda ulteriormente l'attività di negoziazione in rapporto ai tradizionali strumenti non trattati sul mercato, come i prestiti bancari: dal lato dell'offerta, migliorerà senza dubbio la capacità degli operatori di valutare e disaggregare i rischi, facilitando il processo di standardizzazione e "mercificazione" delle attività finanziarie; dal lato della domanda, proseguirà l'istituzionalizzazione del risparmio, viste le sempre maggiori difficoltà in cui si dibattono i sistemi previdenziali nazionali su base contributiva. Di conseguenza, una quota crescente dei proventi bancari consisterà in ricavi non da interessi (tabella V.6). Meno chiari sono i tempi e i limiti di questo processo. Anche se continueranno senz'altro a coesistere istituzioni grandi e piccole, così come operatori polivalenti e prestatori di servizi altamente specializzati, è assai difficile prefigurare gli esatti contorni del settore. Invero, ci si può addirittura interrogare sui confini stessi fra attività finanziarie e non finanziarie.

L'esame del processo di ristrutturazione in corso conferma la portata e l'intensità delle forze agenti. Esso rivela in pari tempo che il consolidamento e la razionalizzazione non sono stati uniformi nei vari paesi e segmenti di mercato. Ciò è dovuto non soltanto alle differenti condizioni iniziali ma anche, ed è quel che forse più importa, alla forza degli ostacoli che si frappongono al necessario aggiustamento.

Il consolidamento in atto non è stato uniforme

Ristrutturazione bancaria: numero di istituzioni e concentrazione dimensionale ¹									
Paesi	Numero di istituzioni						Concentrazione: prime cinque (prime dieci)		
	1980 ²	1990	1995 ³	Picco (dal 1980)		1980 ⁴	1990	1995 ⁵	
	Numero			Anno	Variaz. % ⁶	Quota percentuale sulle attività totali			
Stati Uniti ⁷	35 875	27 864	23 854	35 875	1980	-34	9 (14)	9 (15)	13 (21)
Giappone	618	605	571	618	1980	-8	25 (40)	30 (45)	27 (43)
Germania ⁸	5 355	4 180	3 487	5 355	1980	-35	..	..	17 (28)
Francia	1 033	786	593	1 033	1984	-43	57 (69)	52 (66)	47 (63)
Italia	1 071	1 067	941	1 109	1987	-15	26 (42)	24 (39)	29 (45)
Regno Unito	796	665	560	796	1983	-30	63 (80)	58 (79)	57 (78)
Canada	1 671	1 307	1 030	1 671	1984	-38	..	55 (78)	65 (88)
Australia	812	481	370	812	1980	-54	62 (80)	65 (79)	67 (79)
Belgio	148	129	150	163	1992	-8	64 (76)	58 (74)	59 (73)
Finlandia	631	498	352	631	1985	-44	63 (68)	65 (69)	74 (83)
Norvegia	346	165	148	346	1980	-57	63 (74)	68 (79)	58 (71)
Paesi Bassi	200	180	174	200	1980	-13	73 (81)	77 (86)	81 (89)
Spagna ⁹	357	327	318	378	1982	-16	38 (58)	38 (58)	49 (62)
Svezia	598	498	112	598	1980	-81	64 (71)	70 (82)	86 (93)
Svizzera	478	499	415	499	1990	-17	45 (56)	45 (57)	50 (62)

¹ Istituzioni raccogliatrici di depositi, comprendenti generalmente le banche commerciali, le casse di risparmio e vari tipi di banche cooperative. Per il Giappone, escluse varie categorie di cooperative di credito; per il Canada, escluse le "trust and loan companies" (nel 1994, 83 istituzioni). ² Per Francia e Canada, 1984; per il Regno Unito, 1983; per la Finlandia, 1985; per la Spagna, 1981. ³ Per Giappone, Finlandia e Svezia, 1994. ⁴ Per la Francia, 1986; per l'Italia, 1983; per Finlandia e Paesi Bassi, 1985; per la Svizzera, 1987. ⁵ Per Giappone, Regno Unito, Belgio e Svizzera, 1994; per la Finlandia, 1993. ⁶ Dal picco alla rilevazione più recente, ove applicabile. ⁷ Escluse le "credit unions": nel 1995, 12 067 istituzioni; variazione percentuale, -36%. ⁸ Per il numero di istituzioni, soltanto Germania occidentale. Dati per l'intera Germania: 1995, 3 784 istituzioni; variazione percentuale, -30%. ⁹ I dati sulla concentrazione si riferiscono unicamente alle banche commerciali e alle casse di risparmio.

Fonti: British Bankers' Association; Building Societies' Association; statistiche nazionali. Tabella V.8

Ristrutturazione bancaria: numero di filiali ¹						
Paesi	1980 ²	1990	1995 ³	Picco		
	Numero (in migliaia)			Anno	Variaz. % ⁴	
Stati Uniti	58,3	67,7	69,6	69,6	1994	–
Giappone	18,5	24,8	25,7	25,7	1994	–
Germania ⁵	39,3	39,8	37,9	40,0	1985	– 5
Francia	24,3	25,7	25,5	25,9	1987	– 2
Italia	12,2	17,7	23,9	23,9	1995	–
Regno Unito	20,4	19,0	16,6	21,2	1985	–22
Canada	8,8	8,7	9,4	9,4	1994	–
Australia	6,3	6,9	6,7	7,1	1993	– 6
Belgio	7,8	8,3	7,8	8,5	1989	– 8
Finlandia	3,4	3,3	2,1	3,5	1988	–39
Norvegia	1,9	1,8	1,6	2,2	1987	–27
Paesi Bassi	6,6	8,0	7,3	8,5	1986	–14
Spagna	25,8	35,2	36,0	36,0	1995	–
Svezia	3,7	3,3	2,7	3,7	1980	–27
Svizzera	3,7	4,2	3,8	4,2	1990	–10

¹ Istituzioni raccoglitrice di depositi; per Stati Uniti, Giappone e Australia, esclusi vari tipi di cooperative di credito; per il Canada, escluse le "trust and loan companies" (nel 1994, 908 filiali).
² Per Francia e Paesi Bassi, 1981; per l'Australia, 1987. ³ Per Stati Uniti, Giappone, Regno Unito, Canada, Belgio, Finlandia, Paesi Bassi, Svezia e Svizzera, 1994. ⁴ Dal picco alla rilevazione più recente, ove applicabile. ⁵ Solo Germania occidentale, escluse le commissionarie delle Bauspar-kassen. Dati per l'intera Germania: 1995, 48,2; variazione percentuale, –2%.

Fonti: British Bankers' Association; Building Societies' Association; statistiche nazionali.

Tabella V.9

Le statistiche indicano già una tendenza generalizzata al calo del numero delle istituzioni prenditrici di depositi e alla crescita della concentrazione dimensionale (tabella V.8). Anche le reti di filiali sono generalmente in via di ridimensionamento, tranne in quei paesi in cui le restrizioni in questo ambito sono state rimosse più lentamente o soltanto di recente, quali Italia, Stati Uniti e Giappone (tabella V.9). L'occupazione nel settore è diminuita praticamente ovunque (tabella V.10).

Dai suddetti indicatori appare che il processo di consolidamento è stato più rapido, e per taluni aspetti più intenso, in quei paesi nordici che hanno di recente sperimentato una crisi bancaria. In particolare, il rapporto fra costi del personale e utile lordo – l'indice di efficienza che, quantunque approssimato, forse meglio si presta a un confronto fra paesi – è sceso ai livelli più bassi (tabella V.10). Gli stessi dati statistici indicano inoltre che la ristrutturazione nella maggior parte dell'Europa continentale e in Giappone è finora proceduta più a rilento che nei paesi anglofoni. Ad esempio, in Giappone, Germania e Italia l'occupazione è rimasta pressoché invariata. Benché sia assai difficile districare le determinanti strutturali da quelle congiunturali, il rendimento contabile del capitale proprio e l'andamento dei corsi azionari (tabella V.7) sono sostanzialmente in linea con questo assunto. Un importante fattore alla base del ritmo non uniforme della ristrutturazione va ricercato nelle differenze esistenti fra i vari paesi quanto alla possibilità di effettuare i necessari tagli occupazionali e retributivi, principalmente a causa della regolamentazione del mercato del lavoro.

Ristrutturazione bancaria: occupazione e costi di personale									
Paesi	Occupazione ¹						Costi di personale ²		
	1980 ³	1990	1994 ⁴	Picco			1980-82 ⁵	1986-88	1992-94
	Numero (in migliaia)				Anno	Variaz. % ⁶	in percentuale dei proventi lordi		
Stati Uniti ⁷	1 900	1 979	1 891	2 136	1987	- 12	36	31	27
Giappone	612	597	618	622	1993	-0,6	44	33	39
Germania ⁸	533	621	658	658	1994	-	48	44	39
Francia	399	399	382	401	1988	- 5	47	44	44
Italia	277	324	332	333	1993	-0,3	46	48	44
Regno Unito	324	425	368	430	1989	- 15	47	38	36
Canada	170	211	202	211	1990	- 4	42	33	33
Australia	265	356	311	356	1990	- 13	..	..	..
Belgio	68	79	76	79	1990	- 5	41	33	34 ⁹
Finlandia	42	50	36	53	1989	- 32	43	33	24
Norvegia	24	31	23	35	1987	- 34	42	35	30
Paesi Bassi	113	118	112	119	1991	- 6	42	41	38
Spagna	252	252	245	256	1991	- 4	47	43	37
Svezia	39	45	42	46	1991	- 5	29	23	22
Svizzera	84	120	112	120	1990	- 7	40	37	33

¹ Istituzioni raccoglitrice di depositi; per il Giappone, esclusi vari tipi di cooperative di credito; per il Canada, escluse le "trust and loan companies" (occupazione nel 1995, 25 000); per l'Australia, settore finanziario e assicurativo. ² Per Belgio, Paesi Bassi e Svizzera, tutte le banche; per gli altri paesi, banche commerciali (definizioni OCSE). ³ Per la Francia, 1985; per Australia, Paesi Bassi e Svezia, 1984; per la Spagna, 1981. ⁴ Per Italia, Australia, Norvegia e Spagna, 1995. ⁵ Per Francia e Belgio, 1981-82; per il Canada, 1982. ⁶ Dal picco alla rilevazione più recente, ove applicabile. ⁷ Dati sull'occupazione, escludendo le "credit unions": 1994, 1 732; variazione percentuale, -14%. ⁸ Per l'occupazione, solo Germania occidentale (dato per l'intera Germania: 1994, 728). ⁹ 1992.

Fonti: per i costi di personale, OCSE; per l'occupazione, British Bankers' Association; Building Societies' Association; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella V.10

In termini di riduzione del numero di istituzioni, sebbene non necessariamente dell'occupazione, il consolidamento è stato maggiore nel settore delle casse di risparmio e delle cooperative di credito. Questo fenomeno ha tuttavia spesso comportato uno spostamento di risorse verso i segmenti di mercato medio-alti, accrescendovi la concorrenza e la capacità eccedente. In prospettiva è probabile che questo spostamento risulti particolarmente marcato nel Regno Unito, dove numerose "building societies" progettano di abbandonare il loro assetto mutualistico per poter ampliare la base di capitale e diversificare l'attività. Gli eccessi di capacità continuano a essere presenti particolarmente nei mercati all'ingrosso e internazionali.

Rischi insiti nel processo di ristrutturazione

Dal punto di vista della politica economica una questione fondamentale è se la ristrutturazione è destinata a procedere ordinatamente e a un ritmo sufficientemente rapido. Gli episodi di instabilità finanziaria che si sono accompagnati alla trasformazione del settore mostrano che i benefici derivanti da un contesto liberalizzato non sono un bene gratuito. Nuove tensioni possono scaturire dall'interazione fra spinte concorrenziali e rigide strutture di costo. I fattori che

Gli ostacoli alla
ristrutturazione ...

ostacolano un processo senza scosse possono essere suddivisi in due categorie: quelli inerenti a *qualsiasi* processo di ristrutturazione e quelli *specifici* del settore bancario.

In qualsiasi settore un processo di ristrutturazione comporta necessariamente difficoltà. Per le singole aziende la scelta della corretta combinazione e dimensione operativa non è compito facile. Inoltre, vi è un conflitto inevitabile fra le ambizioni e le aspettative delle singole imprese, da un lato, e le dinamiche della crescita e della concorrenza, dall'altro. Queste dinamiche pongono dei limiti alla dimensione e al numero delle imprese che un dato settore può sostenere, e tali limiti sono in genere più stringenti di quanto immaginino i singoli operatori. Ciò spiega, ad esempio, come possano coesistere la diffusa opinione che i mercati finanziari internazionali saranno dominati da pochi, grandi operatori e il radicato convincimento di troppe istituzioni che esse faranno parte di questo gruppo ristretto. Tale conflitto intrinseco è spesso acuito da una certa propensione del management a privilegiare il volume e la crescita operativa rispetto alla redditività. Questa propensione ostacola il ridimensionamento di attività non profittevoli e il ritiro da certi mercati. Essa rende più difficoltosa la ristrutturazione necessaria per realizzare i benefici delle operazioni di incorporazione. E si aggiunge agli altri ostacoli di fondo alla riduzione dei costi, che vanno dalle rigidità del mercato del lavoro agli influssi più generali di natura sociale e politica.

... sono particolarmente forti nel settore bancario ...

Vari fattori peculiari del settore finanziario accrescono le insidie del processo di ristrutturazione. In primo luogo, i tratti comuni presenti in tutte le forme di attività finanziaria accrescono le *possibilità* di sfruttare sinergie tecnologiche, organizzative, commerciali e informative. La convergenza fra attività bancaria e assicurativa ne è un esempio. Ma, al tempo stesso, essi accrescono anche il margine di errore. La riscoperta da parte di molti operatori del valore della specializzazione è un segno di come siano state spesso sottostimate le diseconomie organizzative. In secondo luogo, la scarsa trasparenza dell'attività finanziaria e l'alta frammentazione del capitale di prestito e azionario delle singole aziende, in particolare delle banche, impediscono l'esercizio di disciplina da parte dei creditori e degli azionisti. La scarsa trasparenza concerne sia le attività tradizionali, come la valutazione del portafoglio prestiti, sia quelle più nuove, come il giudizio sul profilo di rischio connesso alle operazioni in strumenti derivati. L'alta frammentazione delle fonti di finanziamento affievolisce l'incentivo e la capacità di monitorare e controllare le istituzioni. La disciplina, infine, può essere ulteriormente indebolita dall'intervento dei poteri pubblici. Le forme esplicite o implicite di protezione pubblica intese a limitare le conseguenze dei dissesti finanziari sono un buon esempio in proposito. Analogamente, in molti paesi l'estesa partecipazione statale al capitale delle aziende bancarie ha schermato talune parti del settore dal pieno impatto delle pressioni concorrenziali, accentuando forse in tal modo le pressioni sul segmento privato.

... a causa di un problema di "uscita"

In conclusione si potrebbe fondatamente affermare che il settore bancario è caratterizzato da un problema di "uscita". Le aziende sono infatti meno soggette che in altri settori ai meccanismi di mercato diretti a disciplinarne il comportamento. Questo fenomeno può distorcere la struttura del settore nel senso di uno stato permanente di capacità in eccesso, anche in assenza di pressioni tecnologiche. Esso può così parimenti accentuare il rischio di tensioni finanziarie.

Valutazione dei rischi

Se la si valuta nell'ottica di questi rischi, l'attuale ristrutturazione presenta un quadro contrastante. È possibile ravvisare chiari segni positivi. In particolare, l'esigenza di realizzare un'adeguata remunerazione del capitale, tenuto conto del rischio, ha assunto una posizione di maggiore preminenza fra gli obiettivi gestionali delle banche. In tale quadro si iscrivono tipicamente un atteggiamento più critico nei confronti dell'espansione operativa e geografica, una più attenta considerazione delle economie di costo e i programmi di riacquisto di azioni proprie di talune banche statunitensi e britanniche. L'accresciuta attenzione prestata alla redditività trova altresì riscontro nella valutazione più positiva dell'attuale ondata di fusioni societarie da parte delle agenzie di rating e, seppure in modo più selettivo, da parte dei mercati in generale (tabella V.11). Quanto meno negli Stati Uniti, i casi di innalzamento del merito di credito delle nuove entità societarie hanno di gran lunga superato quelli di declassamento. Inoltre, non di rado il valore delle azioni di entrambe le aziende coinvolte nella transazione ha mostrato rendimenti superiori alla media del settore bancario all'epoca del suo annuncio. Ciò vale in particolare per alcune delle operazioni maggiormente pubblicizzate (grafico V.7).

Indicazioni
contrastanti nei
recenti sviluppi

Fusioni e acquisizioni nel settore bancario ¹												
Paesi	Numero				Valore							
					in miliardi di dollari USA				in percentuale ²			
	1989-90	1991-92	1993-94	1995-96 ³	1989-90	1991-92	1993-94	1995-96 ³	1989-90	1991-92	1993-94	1995-96 ³
Stati Uniti	1 501	1 354	1 477	1 176	37,8	56,8	55,3	82,5	7,3	18,7	9,0	13,5
Giappone	8	22	8	17	31,2	0,0	2,2	33,8	71,8	0,3	18,8	77,0
Germania	19	71	83	27	1,1	3,5	1,9	0,7	4,5	6,5	7,6	3,5
Francia	52	133	71	43	2,7	2,4	0,5	3,2	5,1	4,3	1,0	10,4
Italia	41	122	105	65	8,2	5,3	6,1	3,0	22,7	15,6	17,7	19,7
Regno Unito	86	71	40	28	6,4	7,5	3,3	21,7	2,6	6,5	3,4	12,4
Canada	13	29	31	14	0,8	0,5	1,8	0,1	1,3	1,9	4,1	0,3
Australia	23	19	20	9	2,3	0,9	1,5	2,5	4,3	3,6	5,7	5,8
Belgio	11	22	18	12	0,0	1,0	0,6	0,4	0,2	14,1	7,0	7,9
Finlandia	6	51	16	4	0,4	0,9	1,0	0,8	13,9	22,3	21,7	11,3
Norvegia	12	23	24	2	0,4	0,1	0,2	0,4	9,2	1,2	5,7	4,4
Paesi Bassi	12	20	13	7	10,9	0,1	0,1	0,8	56,3	0,2	0,5	9,5
Spagna	30	76	44	26	4,0	4,3	4,5	2,1	18,5	13,5	21,5	34,1
Svezia	10	38	23	8	2,0	1,1	0,4	0,1	8,8	3,8	2,0	0,4
Svizzera	31	47	59	14	0,5	0,4	3,9	0,7	4,7	9,5	43,4	1,6
Totale	1 855	2 098	2 032	1 452	108,6	84,7	83,2	153,0	9,6	11,7	8,5	14,0
<i>Per memoria: settore finanziario non bancario</i>	<i>2 075</i>	<i>2 723</i>	<i>3 267</i>	<i>2 267</i>	<i>99,0</i>	<i>63,7</i>	<i>122,2</i>	<i>90,7</i>	<i>8,8</i>	<i>8,8</i>	<i>12,5</i>	<i>8,3</i>

¹ Classificate in base al settore della società incorporata; unicamente operazioni perfezionate o in corso; cifre alla data di annuncio. ² Sul totale delle fusioni e acquisizioni in tutti i settori. ³ Al 4 aprile 1996.

Fonte: Securities Data Company.

Tabella V.11

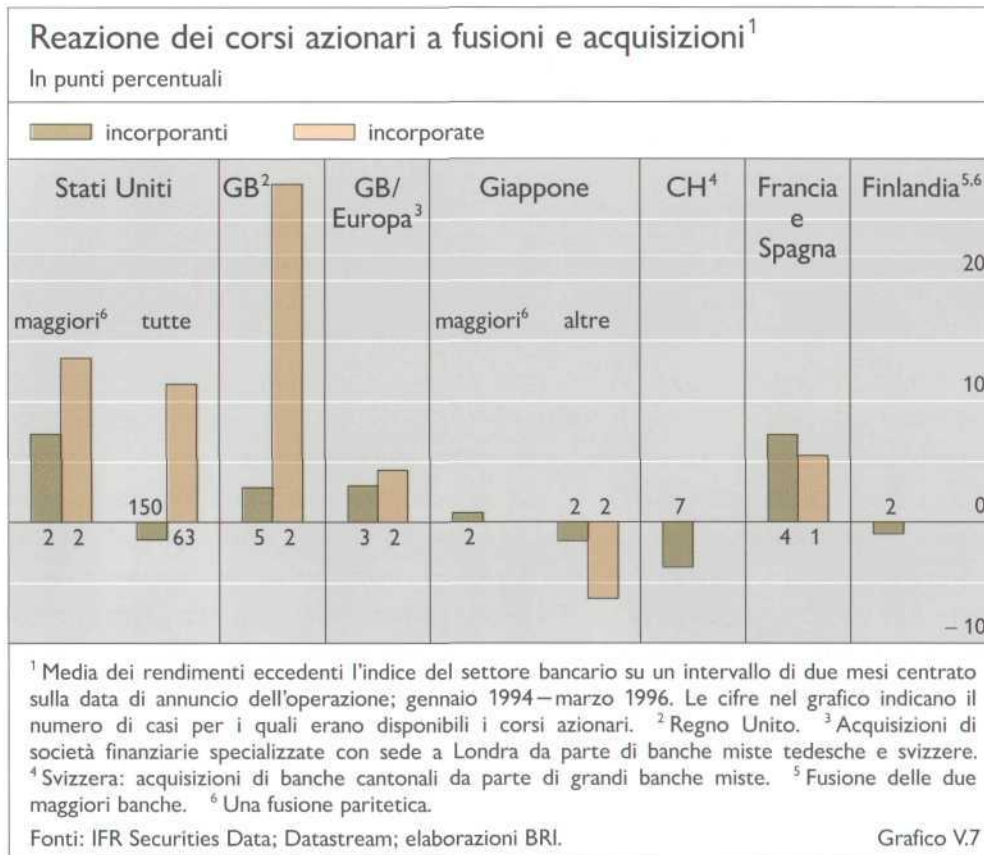
Al tempo stesso, vi sono buoni motivi per essere cauti. Primo, non va sottostimata l'entità del consolidamento necessario, se non altro in termini di occupazione. Secondo, il giudizio sulle operazioni di fusione non è stato uniformemente positivo (grafico V.7). In effetti, negli Stati Uniti i corsi azionari delle società incorporanti hanno nel complesso avuto una performance inferiore a quella dell'indice del settore, un indizio questo di sopravvalutazione delle imprese acquisite che ha caratterizzato precedenti ondate di fusioni. Anche altrove sono stati tenuti in conto i rischi, specie quando le acquisizioni sono avvenute nel quadro di operazioni di salvataggio in assenza dei presupposti per attuare il necessario aggiustamento strutturale, non da ultimo per eliminare personale in esubero. Terzo, la valutazione positiva di una fusione societaria in termini di valore delle azioni può anche non tradursi in un susseguente successo. L'evidenza storica indica in effetti che le aspettative del mercato sono state spesso troppo ottimistiche. Quarto, l'esperienza mostra che in troppi casi è dovuta intervenire una crisi affinché fosse attuato il necessario aggiustamento, come testimoniano le vicende in vari paesi nordici e anglofoni. Il rischio è che il consolidamento proceda con un ritmo non sufficiente a impedire l'accumularsi di disequilibri proprio nei paesi in cui esso sarebbe più necessario. Infine, è possibile che anche i benefici effetti collaterali di una crisi non durino abbastanza a lungo. Il processo di consolidamento potrebbe arenarsi con il venir meno del penoso ricordo delle perdite passate.

Sfide di politica economica

Il compito fondamentale cui sono chiamati i responsabili delle politiche negli anni a venire è quello di facilitare un'ordinata ristrutturazione del settore finanziario. Ciò implica rafforzare e integrare quei meccanismi di mercato che disciplinano le singole istituzioni, migliorando al tempo stesso le salvaguardie contro il rischio sistemico. Molto è stato scritto nelle precedenti Relazioni annuali sul lavoro in atto per perfezionare il quadro prudenziale e per assicurare la funzionalità dei sistemi di pagamento e di regolamento. I più elevati requisiti patrimoniali, ad esempio, hanno contribuito significativamente alla maggiore attenzione prestata alla redditività corretta per il rischio da parte sia del management bancario sia del mercato in generale. Questo lavoro ovviamente prosegue, in parte sotto l'egida della BRI (si veda "Attività della Banca" al termine della Relazione). Ma dal punto di vista della ristrutturazione nel più lungo periodo, altre linee d'azione meritano parimenti di essere considerate. Esse vanno tutte nel senso di fornire agli operatori di mercato i mezzi e/o gli incentivi per esercitare disciplina.

In questo solco rientrano le iniziative finalizzate a modificare l'assetto proprietario delle istituzioni, favorendo quelle forme che sono più sensibili all'operare delle forze di mercato: particolare rilevanza assumono in tale contesto le privatizzazioni. Una seconda linea d'azione consiste nel ridurre gli ostacoli all'aggiustamento del capitale e del lavoro, allentando in particolare i vincoli regolamentativi gravanti sui meccanismi di acquisizione e riducendo le rigidità sul mercato del lavoro. Una terza linea d'azione, di importanza cruciale, è quella diretta ad assicurare che gli operatori di mercato dispongano delle informazioni necessarie per esercitare disciplina, e a questo scopo è essenziale che sia migliorata l'informativa di bilancio. Un quarto approccio, non meno importante,

Le politiche volte a facilitare un'ordinata ristrutturazione ...



è quello inteso a limitare le forme di intervento ufficiale che forniscono protezione senza una correlativa sorveglianza, e riducono così l'incentivo degli operatori a limitare i comportamenti imprudenti. Un ovvio esempio al riguardo sono le varie forme di garanzia implicita o esplicita fornite dagli organi pubblici. Vi sono infine le scelte operative atte ad assicurare una gestione delle situazioni di instabilità finanziaria coerente con i principi ora enunciati. Ciò significa non soltanto limitare la schermatura degli operatori dalle perdite sui contratti in essere, bensì anche promuovere la ristrutturazione dei portafogli attraverso misure che affrontino la causa prima del problema. In quest'ottica è essenziale la riduzione di capacità eccedente.

Negli ultimi anni sono stati indubbiamente compiuti progressi su tutti questi fronti. In alcuni paesi il processo di privatizzazione è stato intensificato: in Australia, ad esempio, è previsto che una delle maggiori banche sia interamente privatizzata entro il luglio di quest'anno. Un crescente numero di istituzioni, soprattutto casse di risparmio, ha modificato la propria forma giuridica e il loro capitale è stato immesso sul mercato. Talune rigidità specifiche sono state affrontate all'origine: in Giappone, ad esempio, si progetta di rimuovere i vincoli legali di lunga data gravanti sulle ristrutturazioni organizzative susseguenti alle incorporazioni, facilitando così il conseguimento di guadagni di efficienza. Varie iniziative private e ufficiali hanno avuto come obiettivo il miglioramento della trasparenza dei bilanci e delle pratiche di gestione del rischio delle istituzioni finanziarie. Ne sono importanti esempi il rapporto diffuso nel 1994 dalle banche centrali del Gruppo dei Dieci sulla pubblicità delle informazioni inerenti ai rischi di mercato e di credito, e le direttive emanate nel novembre 1995 dal Comitato di Basilea

... hanno già realizzato progressi ...

per la vigilanza bancaria e dall'International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Gli schemi di assicurazione dei depositi sono stati sottoposti a un giudizio più critico, come evidenzia l'adozione di premi commisurati al rischio negli Stati Uniti nel 1993. Più in generale, le banche centrali si sono adoperate affinché le banche assumano una parte maggiore di responsabilità nella gestione dei rischi di liquidità e di credito nei sistemi di pagamento e regolamento. E in vari casi di diffuse difficoltà finanziarie, le autorità hanno promosso la razionalizzazione del settore bancario, come è avvenuto in particolare in alcuni dei paesi nordici.

... ma occorre fare di più

Ciò nonostante, occorre fare di più. In alcuni paesi, come l'Italia, gli sforzi di privatizzazione hanno perso di slancio. Meritano inoltre più attenzione i vincoli regolamentativi e altri ostacoli, meno trasparenti, alle acquisizioni "ostili" nel settore bancario, specie a livello internazionale. Le iniziative volte a migliorare l'informativa di bilancio sono ancora raffrenate da questioni controverse concernenti l'ambito e la natura delle informazioni da rendere pubbliche, la sanzionabilità giuridica e i costi connessi. Vi è margine per notevoli progressi nel migliorare la comparabilità dei sistemi contabili, un aspetto questo che assume crescente rilevanza in un contesto di mercati globali. E non è affatto certo che il modo in cui le autorità hanno affrontato le situazioni di tensione finanziaria sia stato sempre del tutto coerente con l'esigenza di promuovere l'aggiustamento. In effetti, talvolta l'azione è stata procrastinata e in alcuni casi l'eliminazione della capacità eccedente non è stata ancora perseguita con sufficiente risolutezza e con il dovuto riguardo all'uguaglianza concorrenziale fra il settore privato e quello pubblico.

È ancora presto per tentare un giudizio definitivo sul processo di ristrutturazione in atto. Tuttavia, appare fin d'ora chiaro che il modo in cui gli operatori e le autorità sceglieranno di gestire le forze liberate dalla deregolamentazione e dall'evoluzione tecnologica condiziona non soltanto il successo o l'insuccesso individuale, ma anche il bilancio dei benefici del processo di ristrutturazione per la società nel suo insieme. L'esperienza più recente ha visto realizzarsi alcune delle promesse iniziali, sotto forma di un'offerta più efficiente e reattiva di servizi finanziari agli utilizzatori finali. Essa ha in pari tempo evidenziato i potenziali costi. Una piena consapevolezza dei rischi e il riconoscimento della fondamentale coincidenza di interessi fra gli operatori di mercato e le autorità sono la chiave per vincere le sfide che il settore bancario ha dinanzi a sé.

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

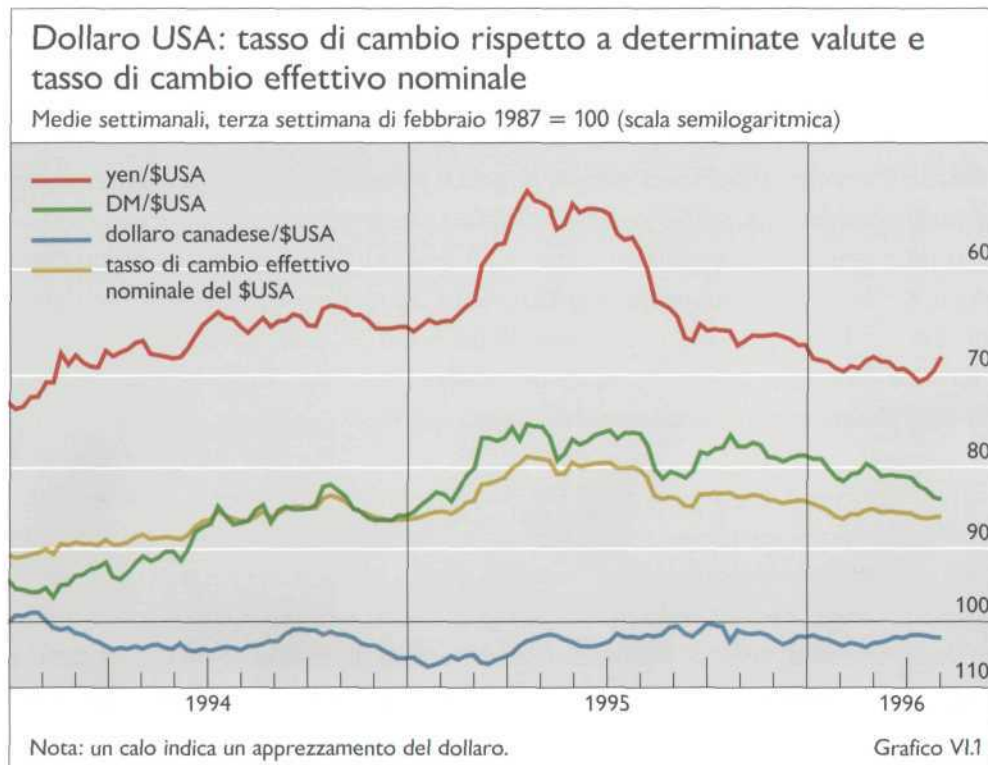
Aspetti salienti

Nel primo scorcio del 1995 il dollaro USA ha toccato i minimi storici rispetto allo yen e al marco e la maggior parte delle valute europee è scesa a livelli senza precedenti nei confronti della moneta tedesca. Nel contempo, i prezzi delle opzioni valutarie hanno evidenziato aspettative di tasso di cambio straordinariamente disperse e più forti timori di un ulteriore consistente deprezzamento, del dollaro contro lo yen e il marco, così come di talune monete europee nei confronti della valuta tedesca, piuttosto che di un loro rafforzamento. Durante i successivi dodici mesi i tassi di cambio hanno segnato un regresso rispetto alle punte estreme e le aspettative si sono meglio focalizzate e stabilizzate.

Siffatti sviluppi hanno avuto luogo nell'ambito di un mercato globale su cui si è registrata una vigorosa espansione degli scambi, come attesta l'indagine sui mercati valutari realizzata dalle banche centrali nel 1995. I risultati dell'indagine hanno messo in risalto sia la stabilità della quota del dollaro sul totale delle transazioni sia la crescente importanza degli strumenti derivati sui mercati valutari. Alla luce di quest'ultimo risultato, nonché della maggiore attenzione che è stata dedicata all'impatto dei derivati sugli andamenti dei cambi, nel presente capitolo i tradizionali indicatori sono stati integrati con informazioni tratte dai mercati delle opzioni. Ciò consente di effettuare un'analisi più completa dei movimenti dei tassi di cambio nei sedici mesi terminanti nell'aprile 1996. L'attendibilità di queste informazioni dipende, naturalmente, dalla validità delle ipotesi formulate per dedurle dai prezzi di mercato.

I flussi di capitale e le difformità nella crescita economica spiegano, in certa misura, le oscillazioni registrate lo scorso anno dal dollaro nei confronti dello yen e del marco. Nei primi mesi del 1995, una contrazione dei flussi di capitale dal Giappone ha sospinto lo yen verso l'alto rispetto alla valuta statunitense. Il dollaro si è altresì indebolito nei confronti delle monete giapponese e tedesca allorché gli operatori hanno percepito una decelerazione nel ritmo di crescita dell'economia statunitense, determinando un brusco calo dei tassi a termine sul mercato monetario USA. La riduzione dei tassi ufficiali in Germania e Giappone, rispettivamente alla fine di marzo e a metà aprile 1995, rafforzata nel caso del Giappone da un ulteriore allentamento dei tassi interbancari, ha contribuito ad arrestare la caduta del dollaro.

Il recupero del dollaro nei confronti dello yen ha avuto origine dalla temporanea ripresa dei deflussi di capitale dal Giappone, nonché dalla successiva decisione delle autorità monetarie giapponesi di abbassare ulteriormente il tasso di sconto allo 0,5%. Rispetto al marco tedesco, la valuta statunitense ha tratto forza dalle crescenti preoccupazioni per lo scarso vigore dell'espansione economica



in Europa, le quali hanno determinato una serie di riduzioni dei tassi ufficiali tedeschi. Le politiche ufficiali del Giappone, volte a incoraggiare i deflussi di capitale, non hanno impedito alle istituzioni finanziarie giapponesi di liquidare in autunno ingenti quantitativi di obbligazioni USA; nel detenere attività in dollari contro passività in yen, esse sembrano avere ceduto il posto a speculatori statunitensi. All'inizio del 1996, alcuni segnali di un'espansione autonoma della domanda giapponese hanno fatto sorgere dubbi sia sul perdurare dei bassi tassi d'interesse sia sulla sostenibilità del riciclaggio speculativo dell'eccedenza esterna del paese. Nuove pressioni al rialzo sullo yen hanno indotto la Banca del Giappone a intervenire energicamente nel mese di febbraio e al principio di marzo.

Nel periodo sotto rassegna, i mutamenti intervenuti nel grado di incertezza degli operatori di mercato e nell'equilibrio delle aspettative di ampi movimenti dei cambi hanno in genere seguito da vicino le variazioni dei tassi a pronti. In sostanza, l'incertezza relativa ai cambi futuri aumenta allorché una moneta fuoriesce dalla fascia di oscillazione prevalente negli ultimi tempi, e in particolare quando raggiunge livelli inusitati. Un clima di estrema incertezza ha infatti contraddistinto il principio del 1995, quando il dollaro ha toccato minimi storici; nei seguenti dodici mesi tale incertezza si è attenuata, allorché i tassi di cambio sono tornati a valori più consueti. In maniera analoga, le modificazioni delle aspettative prevalenti circa ampi movimenti dei cambi tendono a estrapolare gli andamenti del mercato a pronti; così, i timori di un nuovo forte deprezzamento del dollaro agli inizi dello scorso anno hanno ceduto il posto a prospettive più equilibrate quando la valuta statunitense ha segnato un recupero.

A seguito degli interventi su vasta scala effettuati dalle autorità giapponesi a sostegno del dollaro e della ripresa di flussi di capitale verso i PVS, nel 1995 le

riserve ufficiali sono fortemente aumentate. Di fatto, i flussi ufficiali sono serviti a finanziare la maggior parte del disavanzo esterno degli Stati Uniti e a riciclare una quota consistente dell'eccedenza esterna del Giappone. Le disponibilità in dollari hanno continuato a occupare un posto preponderante nelle riserve ufficiali. Secondo un'opinione diffusa, la quota del dollaro sul totale delle riserve ufficiali sarebbe insostenibilmente elevata, e quindi la moneta statunitense potrebbe deprezzarsi considerevolmente. Il favore incontrato da tale argomentazione rende opportuna una verifica del valore del dollaro rispetto alle sue determinanti fondamentali. Le stime basate sul potere d'acquisto, sulla sostenibilità dei disavanzi esterni e sull'equilibrio di portafoglio in senso ampio non confortano l'ipotesi di una sopravvalutazione del dollaro.

Il recupero della maggior parte delle valute europee nei confronti del marco ha proceduto di pari passo con la ripresa della moneta USA. In aggiunta, alcune di tali valute hanno tratto vantaggio dal notevole ampliarsi del differenziale d'interesse a breve sui tassi tedeschi, e da un inasprimento della politica di bilancio. Il fatto che il franco svizzero non si sia deprezzato e che la sterlina non si sia apprezzata contro il marco – a differenza di quanto avviene di norma quando il dollaro è in fase ascendente – pare essere imputabile alle preoccupazioni degli investitori, riguardanti nel primo caso l'Unione economica e monetaria europea e nel secondo le incertezze di ordine politico.

La discesa dello yen e del marco dai massimi storici potrebbe essere indicativa di un clima di maggiore tranquillità sui mercati valutari. Tuttavia alcuni fattori potrebbero perturbare questa tranquillità. Innanzitutto, il finanziamento privato del disavanzo corrente degli Stati Uniti rimane problematico. Inoltre, gli accadimenti dello scorso anno fanno ritenere che qualsiasi imprevisto e brusco mutamento delle aspettative di mercato circa i tassi di cambio intraeuropei potrebbe ripercuotersi anche su altre valute.

L'indagine 1995 sui mercati valutari

Nell'aprile dello scorso anno le banche centrali e le autorità monetarie di ventisei paesi hanno condotto la quarta indagine triennale sulle transazioni valutarie. A 2 414 banche commerciali, operatori mobiliari e altre istituzioni finanziarie è stato richiesto di fornire i dati sul totale lordo delle operazioni a pronti, a termine secco e di swaps su valuta effettuate in quel mese, specificando la natura della transazione, la controparte e la valuta utilizzata.

Il volume *giornaliero* delle contrattazioni sul mercato valutario globale ha raggiunto nell'aprile del 1995 (tabella VI.1) un livello medio di \$ 1 190 miliardi, con un aumento, calcolato a tassi di cambio costanti, del 30% circa rispetto al 1992. L'espansione particolarmente rapida degli swaps su valuta a breve termine evidenzia il ruolo svolto dal mercato dei cambi nel trasferire liquidità da un segmento valutario a un altro. Ad esempio, una banca giapponese che disponga di un'ampia liquidità in yen, ma necessiti di dollari per finanziare le proprie attività denominate in questa valuta, può ricorrere a un contratto di swap, scambiando yen contro dollari e impegnandosi contestualmente a liquidare la transazione una settimana dopo.

La quarta indagine triennale...

... evidenzia contrattazioni giornaliere per \$ 1,2 mila miliardi e il ruolo trainante degli swaps

Cresce il ruolo del dollaro in Europa...

Il dollaro ha mantenuto la sua posizione di preminenza, seguito dal marco e dallo yen. Fra le coppie di valute, quella marco/dollaro ha mantenuto la quota più elevata, seguita da quella yen/dollaro. L'allentamento del meccanismo degli AEC a partire dal 1993 si è accompagnato a una crescita di importanza del ruolo relativo del dollaro nell'ambito delle transazioni valutarie europee. Nel triennio 1992-95, sui mercati europei gli scambi in valute locali contro dollari sono cresciuti più rapidamente delle analoghe negoziazioni contro marchi tedeschi.

Contrattazioni in valuta sul mercato OTC					
	1989	1992	1995	Variazione percentuale 1989-92	Variazione percentuale 1992-95
Volume delle transazioni per tipo di operazione ^{1,2}					
Medie giornaliere, in miliardi di dollari USA					
Volume mondiale stimato	590	820	1 190	39	45
Transazioni a pronti	350 (59)	400 (49)	520 (44)	14	30
Transazioni a termine secco	28 (5)	64 (8)	101 (8)	129	58
Swaps di valute	212 (36)	356 (43)	569 (48)	68	60
<i>Per memoria:</i>					
futures	2	5	6	150	20
opzioni	16 ³	38	42	138	11
Quote delle singole valute ⁴					
Dollaro USA	90	82	84	-8	2
di cui: marco/dollaro		26	23		-3
yen/dollaro		19	21		2
Marco	27	40	37	13	-3
Yen	27	22	24	-5	2
<i>Per memoria:</i>					
<i>quota delle contrattazioni in valuta locale centri AEC⁵:</i>					
rispetto al dollaro USA		53	61		8
rispetto al marco		35	31		-4
<i>Londra e Milano:</i>					
rispetto al dollaro USA		70	72		2
rispetto al marco		23	20		-3
Volume delle transazioni per località ^{2,6}					
Medie giornaliere, in miliardi di dollari USA					
Londra	184 (26)	290 (27)	464 (30)	58	60
New York	115 (16)	167 (16)	244 (16)	45	46
Tokyo	111 (15)	120 (11)	161 (10)	8	34

¹ Corretto per le duplicazioni a livello locale e internazionale e per il valore stimato delle lacune nella segnalazione. ² Quote percentuali fra parentesi. ³ Stima. ⁴ In percentuale del volume delle transazioni valutarie corretto per le duplicazioni a livello locale; quando le quote per una determinata valuta si riferiscono a un lato soltanto della transazione, la loro somma è il 200%. Le quote per il 1989 sono stimate a partire da dati lordi. Variazioni in punti percentuali. ⁵ Bruxelles, Copenhagen, Parigi, Dublino, Lussemburgo, Amsterdam, Madrid e Lisbona; esclusa Francoforte. ⁶ Corretto per le duplicazioni a livello locale.

Tabella VI.1

Ciò vale in maniera particolare per i centri di Londra e Milano, dove gli scambi nelle rispettive valute locali contro marchi tedeschi sono fortemente diminuiti in termini di dollari. L'ampliamento della quota del dollaro sui mercati europei si è accompagnato a un maggiore grado di reattività dei tassi di cambio intraeuropei alle variazioni del rapporto marco/dollaro, come si vedrà più avanti. Londra ha continuato a sottrarre quote di mercato a Tokyo. La più lenta crescita delle contrattazioni sulla piazza giapponese riflette la diminuita presenza delle istituzioni finanziarie nazionali sui mercati mobiliari esteri negli anni novanta.

... mentre Londra guadagna quote di mercato

Nell'aprile 1995 si scambiavano quotidianamente opzioni valutarie prevalentemente fuori borsa, per un valore nominale di \$42 miliardi. Gli "option dealers" e i loro clienti hanno riscosso e pagato premi ingenti, per un ammontare giornaliero medio di \$1,4 miliardi.

Premi su opzioni: \$1,4 miliardi al giorno

Dollaro USA, yen e marco tedesco

Se le variazioni nei flussi commerciali netti fornissero la chiave per comprendere gli andamenti dei tassi di cambio, allora sui mercati valutari il 1995 avrebbe dovuto essere tanto tranquillo quanto l'anno precedente. Negli Stati Uniti la bilancia delle partite correnti, l'aggregato più ampio delle transazioni nette in conto merci, servizi, aiuti ufficiali e trasferimenti privati, è rimasta ampiamente deficitaria, con un saldo passivo di circa \$150 miliardi (tabella VI.2); il disavanzo si è tuttavia ridimensionato in rapporto all'economia USA. L'eccedenza corrente del Giappone è calata da circa \$130 miliardi a circa \$110 miliardi. In Germania il disavanzo si è ridotto, mentre per l'insieme dell'Unione europea il saldo attivo corrente (al netto degli scambi intraeuropei) è salito a \$40-50 miliardi. Di conseguenza, su base netta i flussi commerciali sottostanti hanno richiesto un finanziamento aggiuntivo solo modesto.

Flussi di capitale e yen

In presenza di un ingente disavanzo esterno negli Stati Uniti e di un'eccedenza esterna parimenti cospicua in Giappone, è naturale che le maggiori preoccupazioni abbiano riguardato la disponibilità del settore privato giapponese ad acquisire attività denominate in valute diverse dallo yen, specie in dollari. Diversi fattori hanno diminuito tale disponibilità negli anni novanta. Non solo la redditività degli investimenti esteri è stata fino a oggi deludente, ma il fatto che in questo decennio i prezzi delle azioni e dei terreni si siano dimezzati ha reso le istituzioni finanziarie giapponesi meno disponibili ad assumersi rischi di cambio. Le compagnie di assicurazione sulla vita, che rappresentano in Giappone il gruppo più importante di investitori istituzionali, hanno ridotto la quota delle attività sull'estero nei propri portafogli dal 15% circa nel 1989 al 7% circa nel 1994. In termini globali, solo gli investitori giapponesi hanno ridotto le proprie transazioni internazionali in titoli a partire dal 1990 (tabella VI.3).

Gli investitori giapponesi all'estero riducono la propria presenza negli anni novanta

Al principio del 1995, essendo ormai prossima la chiusura dell'esercizio finanziario, le istituzioni finanziarie giapponesi sono diventate particolarmente prudenti riguardo al rischio di cambio. Nel primo trimestre dello scorso anno, le acquisizioni giapponesi di titoli esteri sono state molto contenute, e addirittura

Conti con l'estero di Stati Uniti, Giappone e Germania									
	1991	1992	1993	1994	1995				
					1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
in miliardi di dollari USA									
Stati Uniti									
Partite correnti	- 7,4	- 61,5	- 99,9	-151,2	-152,9	-38,5	-43,1	-40,3	-31,1
Movimenti di capitali ¹	-14,4	19,4	30,9	108,7	54,0	21,3	8,5	2,9	21,3
di cui:									
investimenti diretti	- 9,4	- 25,0	- 31,5	0,1	- 22,2	- 6,3	- 5,8	6,9	-17,0
investimenti di portafoglio ²	8,3	20,3	- 37,9	42,6	99,9	39,2	29,1	34,2	- 2,6
fondi bancari non compresi sopra	3,4	36,4	50,8	115,3	- 39,1	-29,8	-27,7	- 6,9	25,4
errori ed omissioni	-28,9	- 26,4	36,0	- 14,3	6,7	12,9	18,8	-41,7	16,6
Movimenti monetari ufficiali ^{3,4}	21,8	42,2	69,1	42,5	98,9	17,1	34,6	37,4	9,8
Giappone									
Partite correnti	72,9	117,6	131,4	129,1	110,6	28,8	30,9	29,6	22,4
Movimenti di capitali ¹	-90,0	-118,9	-108,0	-131,4	- 75,1	- 5,0	-25,5	- 9,9	-35,8
di cui:									
investimenti diretti	-29,4	- 14,5	- 13,6	- 17,1	- 22,2	- 5,7	- 6,0	- 3,0	- 7,5
investimenti di portafoglio ²	41,0	- 26,2	- 62,7	- 48,9	- 52,2	10,1	-42,4	- 8,6	-11,2
fondi bancari non compresi sopra	-93,5	- 73,0	- 15,0	- 22,7	- 79,4	-50,5	7,7	-13,3	-23,3
errori ed omissioni	- 7,8	- 10,5	- 0,3	- 17,8	14,1	13,5	5,2	- 9,9	5,3
Movimenti monetari ufficiali ³	17,1	1,4	- 23,5	2,3	- 35,5	-23,8	- 5,4	-19,7	13,4
Germania									
Partite correnti	-19,1	- 21,5	- 16,1	- 21,9	- 17,3	- 1,9	- 4,3	- 4,2	- 8,3
Movimenti di capitali ¹	18,8	68,9	- 6,0	29,4	29,7	7,2	9,1	6,0	8,7
di cui:									
investimenti diretti	-19,6	- 17,0	- 13,5	- 15,9	- 26,0	- 6,6	- 9,7	- 2,6	- 6,9
investimenti di portafoglio	24,4	32,6	109,9	- 25,4	29,5	3,7	15,6	6,5	3,7
fondi bancari non compresi sopra	8,3	51,7	- 53,0	84,1	29,1	32,5	2,7	1,7	- 7,8
errori ed omissioni	7,8	5,9	- 14,4	- 6,2	- 7,9	-15,4	6,0	0,0	1,4
Movimenti monetari ufficiali ³	0,3	- 47,4	22,1	- 7,6	- 12,3	- 5,3	- 4,8	- 1,8	- 0,4

Nota: i dati trimestrali sulle partite correnti sono depurati dalla componente stagionale.
¹ Definiti come: - (saldo delle partite correnti + movimenti monetari ufficiali netti); 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. Il segno meno indica un incremento delle attività ufficiali. ⁴ Compresi titoli di Stato USA detenuti da autorità monetarie estere.

Fonte: statistiche nazionali. Tabella VI.2

gli investimenti dall'estero in strumenti di debito nipponici hanno sopravanzato di \$10 miliardi gli impieghi giapponesi in titoli esteri.

Gli esportatori e gli investitori giapponesi evitano il rischio di cambio all'inizio del 1995

In tale contesto, nei primi tre mesi del 1995 lo yen si è rafforzato, passando da ¥ 100 a un livello di poco superiore a ¥ 86 contro il dollaro. Gli esportatori giapponesi che avevano acquistato opzioni per proteggersi contro un apprezzamento dello yen entro certi limiti, si sono affrettati a vendere dollari allorché tali limiti sono stati superati. I mutuatari non giapponesi di yen hanno parimenti

cercato di limitare la propria esposizione, imprimendo ulteriore slancio all'ascesa della valuta giapponese. Con l'apertura del nuovo esercizio finanziario nel mese di aprile, le istituzioni finanziarie giapponesi non hanno ripreso gli investimenti in attività denominate in *valuta estera* in quanto distinte dalle attività emesse all'estero. Questa riluttanza è misurata forse nel modo migliore dagli acquisti dei privati giapponesi negli Stati Uniti (grafico VI.2), poiché gli investitori nipponici hanno recentemente concentrato una parte cospicua delle proprie acquisizioni di obbligazioni europee sulle emissioni denominate in euroyen, che non comportano rischi di cambio per i detentori (Capitolo VIII). Dal momento che gli investitori giapponesi a lungo termine si rivolgevano in prevalenza al mercato interno, lo yen ha subito un forte apprezzamento nei confronti del dollaro, toccando il 19 aprile il massimo storico di ¥ 79,75.

Nel contempo, anche i prezzi delle opzioni salivano fino a raggiungere valori estremi. La volatilità implicita a un mese dei contratti di opzione conclusi a prezzi non distanti dal tasso a pronti è stata anch'essa sospinta a livelli record (grafico VI.3), a conferma del fatto che fra gli operatori era maggiore del solito l'incertezza circa il livello a cui i tassi di cambio avrebbero potuto collocarsi un mese dopo. Questo episodio illustra bene come, allorché un tasso di cambio fuoriesce dalla sua consueta fascia di oscillazione, e in particolare raggiunge valori del tutto inusitati, fra gli operatori si diffonda un clima di grande incertezza circa le sue variazioni nel breve termine. Oltre a ciò, il differenziale di prezzo tra due opzioni, una delle quali vantaggiosa nel caso di un forte apprezzamento dello yen e l'altra vantaggiosa in quello di un suo deprezzamento altrettanto consistente ("risk reversal"), era diventato assai ampio in quanto gli operatori pagavano premi elevati per proteggersi da un'ulteriore impennata dello yen. Così, all'inizio di aprile gli esportatori giapponesi con ricavi in dollari e costi in yen erano disposti a pagare premi record rinunciando a parte dei potenziali guadagni connessi a un'eventuale ripresa del dollaro pur di proteggersi dal rischio di un suo nuovo forte calo. Simili timori estremi di un rafforzamento dello yen, evidenti nei "risk reversals", possono essere ulteriormente quantificati. Considerato il carattere prospettico e contingente delle opzioni, i prezzi di tali strumenti rilevati attraverso un ampio ventaglio di tassi di cambio consentono, in ipotesi di neutralità rispetto al rischio, di risalire al grado di probabilità che un mese prima gli operatori assegnavano al verificarsi di un determinato evento. In

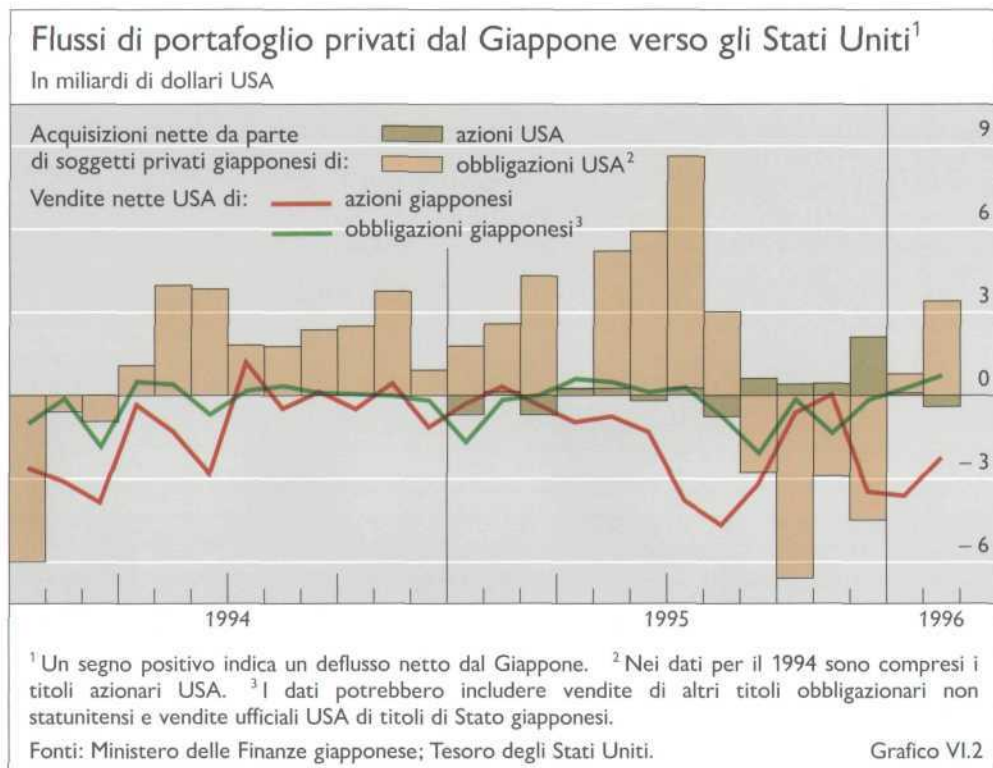
Lo yen raggiunge livelli ...

... e volatilità record ...

... così come i "risk reversals"

Transazioni internazionali in titoli obbligazionari e azionari*								
	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995
in percentuale del PIL								
Stati Uniti	9,0	35,1	89,0	95,6	106,6	128,8	131,1	135,5
Giappone	7,7	63,0	120,0	91,9	71,8	77,8	60,0	65,7
Germania	7,5	33,4	57,3	55,6	85,2	170,8	159,3	168,3
Francia		21,4	53,6	78,7	121,8	186,8	201,4	178,2
Italia	1,1	4,0	26,6	60,3	92,1	191,9	206,8	250,9
Canada	9,6	26,7	64,4	81,3	113,2	152,9	209,7	192,0

* Dati lordi sulle transazioni in titoli fra residenti e non residenti.
Fonte: statistiche nazionali. Tabella VI.3



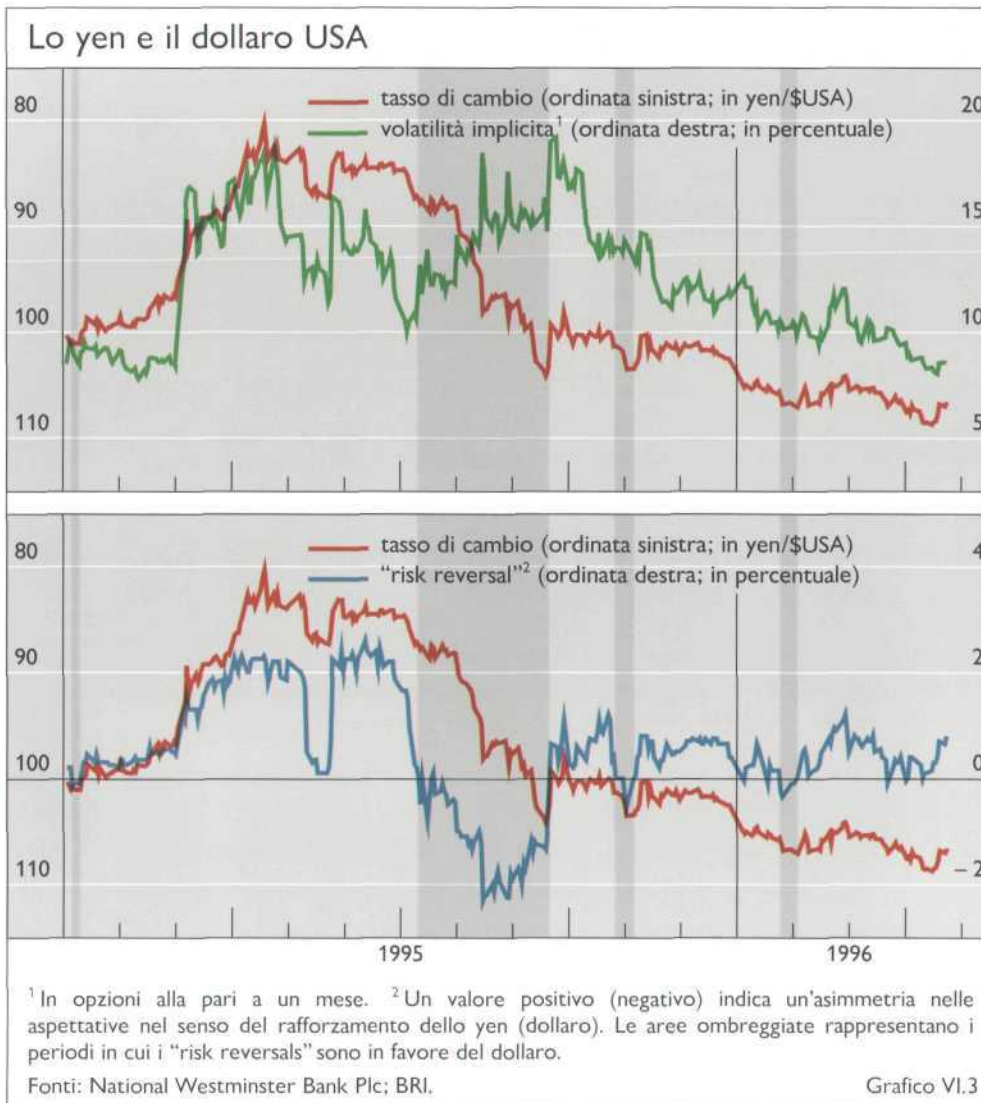
particolare, come mostra il grafico VI.4, il 19 aprile 1995, con un tasso a termine di poco superiore a ¥80 contro il dollaro, gli operatori attribuivano una maggiore probabilità a un apprezzamento della moneta giapponese di 5 o più yen contro il dollaro (12,2%) che a un suo deprezzamento di analoga entità (10,6%). Sebbene questo differenziale di 1,6 punti percentuali nelle probabilità assegnate a variazioni ampie e contrapposte del tasso di cambio possa sembrare lieve, esso è alquanto elevato per il cambio yen/dollaro, se si considera che non è mai stato superato in quattro anni di osservazione.

Dopo che la Banca del Giappone ha abbassato il tasso di sconto dall'1³/₄ all'1% il 14 aprile e ha manovrato verso il basso i tassi interbancari il 14 e il 17 aprile, e dopo che i Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Sette hanno auspicato un'“ordinata inversione” dei recenti andamenti il 25 dello stesso mese, il tasso di cambio yen/dollaro ha cominciato a stabilizzarsi su ¥80–85. In maggio si è verificata una forte ripresa delle acquisizioni di titoli obbligazionari negli Stati Uniti da parte di investitori giapponesi, che è divenuta ancora più vigorosa il mese seguente (grafico VI.2). Tuttavia, il tasso di cambio è rimasto pressoché invariato per l'intero mese di giugno, con l'eccezione di una breve incursione nella fascia compresa fra ¥85 e 90 in maggio, e l'accordo commerciale fra Stati Uniti e Giappone sulle importazioni di autoveicoli ha sospinto il dollaro verso l'alto solo per breve tempo.

Come si può osservare nel grafico VI.3, agli inizi del 1995 il prezzo dei “risk reversals” pare aver seguito dappresso gli andamenti del sottostante mercato valutario a pronti. Quando lo yen si è rafforzato, le opzioni a copertura di un suo ulteriore forte apprezzamento sono diventate più costose di quelle a copertura di un equivalente movimento nella direzione contraria. Una simile configurazione dei prezzi delle opzioni indica la presenza fra gli operatori di aspettative

Le politiche tengono a freno lo yen

I prezzi delle opzioni seguono da vicino i tassi a pronti...



estrapolative (o forse di *elastic fears*), che proiettano sul futuro l'esperienza recente. La scorsa estate gli sviluppi sui mercati delle opzioni dollaro/yen paiono invece aver anticipato, piuttosto che seguito, l'evoluzione del mercato a pronti. Verso la fine di giugno, il prezzo dei "risk reversals" ha cominciato a ridiscendere, approssimandosi a zero. Dato che gli operatori si erano ormai abituati a tassi di cambio yen/dollaro compresi tra ¥ 80 e 85, non sorprende il fatto che le aspettative di un ulteriore consistente deprezzamento del dollaro siano svanite, lasciando il posto a prospettive più equilibrate.

Il declino osservato nel prezzo dei "risk reversals" nel mese di luglio è attribuibile a una massiccia assunzione di posizioni da parte di fondi speculativi in previsione di una vigorosa ripresa del dollaro nel corso dei successivi 6–12 mesi. Acquistando opzioni, essi limitavano le perdite potenziali al premio corrisposto. Per giunta, dal momento che tali opzioni implicavano un forte recupero della moneta USA per poter diventare profittevoli, il loro prezzo era piuttosto basso.

In un contesto favorevole si inserivano quindi sia l'annuncio da parte delle autorità giapponesi, al principio di agosto, di misure volte a incoraggiare i deflussi di capitali sia il successivo intervento della banca centrale. Per la prima volta da

... segnalando la presenza di aspettative estrapolative...

... pur con significative eccezioni

Le massicce acquisizioni giapponesi di obbligazioni USA...

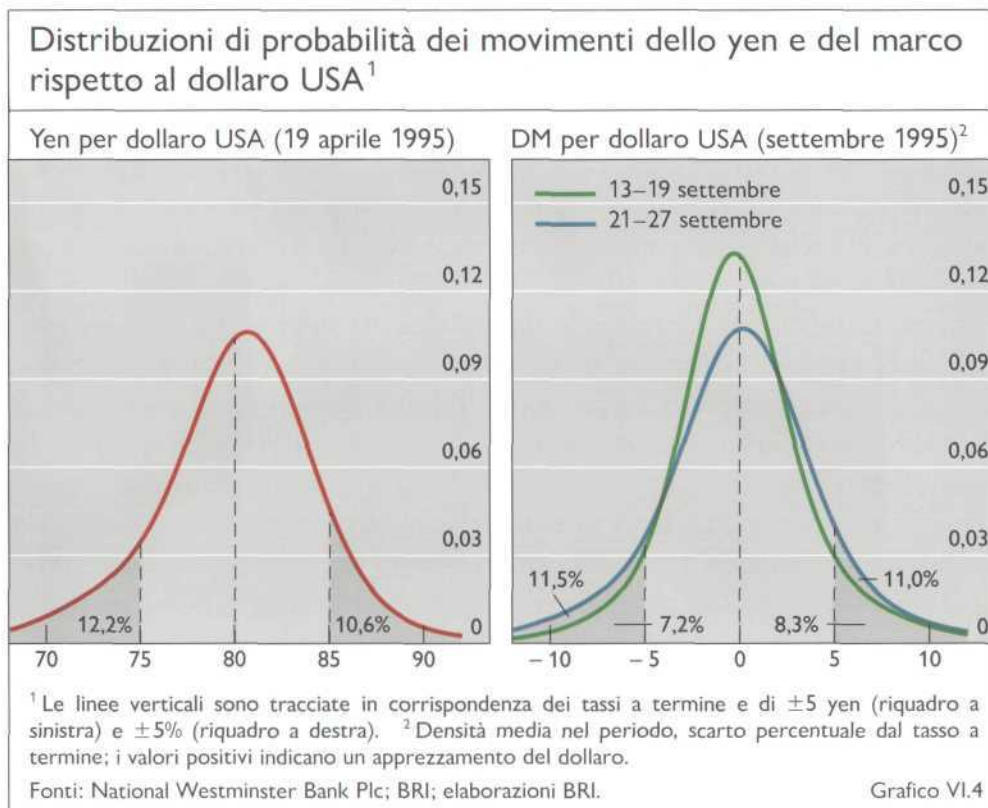
... e le pratiche di copertura dei dealers in opzioni...

creano un contesto favorevole all'intervento delle banche centrali

mesi, i prezzi dei "risk reversals" indicavano aspettative più in favore di un aumento che di un calo del dollaro. Inoltre, le istituzioni giapponesi avevano già ripreso ad acquistare titoli USA in quantità considerevole; in luglio tali acquisizioni avevano raggiunto il volume più elevato mai registratosi su base mensile. Il 2 di agosto, l'annuncio di misure tese a incoraggiare i deflussi di capitale in generale, e le acquisizioni di obbligazioni del Tesoro USA in particolare (Capitolo VIII), ha innescato una rapida ascesa del dollaro a oltre ¥90. Quando il tasso di cambio si è avvicinato a ¥95, i dealers che avevano venduto opzioni ai fondi speculativi hanno dovuto riaggiustare il proprio portafoglio di tali strumenti, sottoponendo in tal modo a ulteriori sollecitazioni il tasso a pronti, la volatilità e i "risk reversals". Quindi, se tale assunzione di posizioni non ha determinato l'apprezzamento del dollaro, ne ha tuttavia accentuato la ripresa, così come accadrebbe sul mercato a pronti nel caso di un'analogo ondata di acquisti. In un contesto siffatto, l'intervento concertato fra autorità statunitensi, Banca del Giappone e Bundesbank, effettuato il 15 agosto su mercati resi "sottili" dalla festività, è stato particolarmente efficace. Il dollaro si è quindi rafforzato, superando il livello di ¥96.

Dopo l'8 settembre, giorno in cui la Banca del Giappone ha ridotto il tasso di sconto al minimo storico dello 0,5% e ha pilotato i rendimenti sul denaro a vista su livelli ancor più bassi, il dollaro ha oltrepassato la soglia di ¥100. Tuttavia l'annuncio, il 20 settembre, di un "pacchetto" fiscale che non contemplava nessuna iniziativa per il settore bancario è stato accolto con una certa delusione dai mercati, cosicché il dollaro si è temporaneamente indebolito, scendendo al disotto di ¥100.

Sebbene gli sviluppi sui mercati valutari, fiancheggiati da mutamenti di indirizzo nella politica monetaria, stessero agendo nel senso di rovesciare la



tendenza all'apprezzamento dello yen, il settore privato giapponese non rispondeva alle misure adottate dalle autorità per promuovere i deflussi di fondi. In effetti, dopo gli acquisti record del mese di luglio, in agosto gli investitori nipponici hanno comprato obbligazioni USA in quantità minore che in ciascuno dei tre mesi precedenti. Per di più, in settembre essi hanno ricominciato a liquidare posizioni, collocando sul mercato nel mese di ottobre un ingente volume di titoli, per un valore di \$6,6 miliardi, e continuando a vendere in novembre e dicembre. Le misure di politica monetaria paiono aver indotto i fondi speculativi esteri ad assumere posizioni corte in yen più che aver incoraggiato le istituzioni finanziarie giapponesi a costituire posizioni lunghe in dollari. In effetti, le liquidazioni di titoli USA da parte degli investitori giapponesi sono state rafforzate da cospicue acquisizioni statunitensi di titoli azionari giapponesi: l'ennesimo esempio di un flusso di fondi *da* un paese deficitario *verso* un paese eccedentario.

La stabilizzazione dello yen su tassi di cambio superiori a ¥ 100 per dollaro nel quarto trimestre, congiuntamente ai bassi tassi d'interesse sulla moneta giapponese, ha convinto una varietà di operatori ad adottare strategie similari. In taluni casi, incoraggiati dai profitti realizzati di recente grazie all'assunzione di posizioni speculative in opzioni, questi operatori si sono di fatto indebitati in yen per finanziare posizioni in obbligazioni USA, ovvero in attività con rendimenti ancor più elevati. Siffatte contrattazioni hanno offerto agli operatori un "positive carry", ossia un margine positivo del 5% o più fra l'interesse percepito e quello corrisposto, o ancora superiore nel caso di posizioni con un più elevato grado di leva finanziaria. Per tali posizioni i rischi provenivano principalmente da un rafforzamento dello yen, ma anche da perdite in conto capitale sulle attività detenute.

Alcune contropartite di queste posizioni possono essere individuate nelle statistiche di bilancia dei pagamenti USA. Infatti, nel 1995, dei \$100 miliardi di afflussi netti per acquisti di titoli negli Stati Uniti, non meno del 40% proveniva dalle Indie occidentali britanniche e dalle Antille olandesi, dove alcuni "hedge funds" con base negli Stati Uniti hanno domicilio legale; la maggior parte di tale afflusso è stata finanziata da pronti contro termine a breve, il che ha contribuito sia agli afflussi di portafoglio sia ai deflussi bancari (tabella VI.2). Una vendita a termine di yen contro dollari sarebbe stata sufficiente a trasformare una posizione con elevato grado di leva in obbligazioni USA nell'equivalente di una posizione in titoli USA finanziata con passività a breve in yen. Le segnalazioni che ciò si stesse verificando hanno acquistato plausibilità quando, nel febbraio 1996, una svolta negativa sul mercato dei titoli del Tesoro USA è coincisa con un rafforzamento dello yen. Nello stesso mese, l'annuncio da parte della Banca del Giappone di un incremento record, pari a \$17 miliardi, delle proprie riserve ha fatto ritenere che il suo intervento fosse teso a limitare l'impatto delle liquidazioni di tali posizioni sul tasso di cambio. In marzo, alla chiusura dell'esercizio finanziario in Giappone, non erano emerse prove conclusive che gli investitori privati fossero disposti a partecipare maggiormente al riciclaggio del diminuito, ma pur sempre ingente, avanzo corrente del paese.

Cicli economici e marco tedesco

L'evoluzione del dollaro nei confronti del marco ha rispecchiato il mutare delle percezioni del mercato circa la posizione ciclica relativa delle due economie.

Gli investitori nipponici vendono obbligazioni USA malgrado le politiche ufficiali...

... ma gli investitori al di fuori del Giappone acquistano attività USA contro passività in yen

L'economia USA rallenta e il dollaro si indebolisce ...

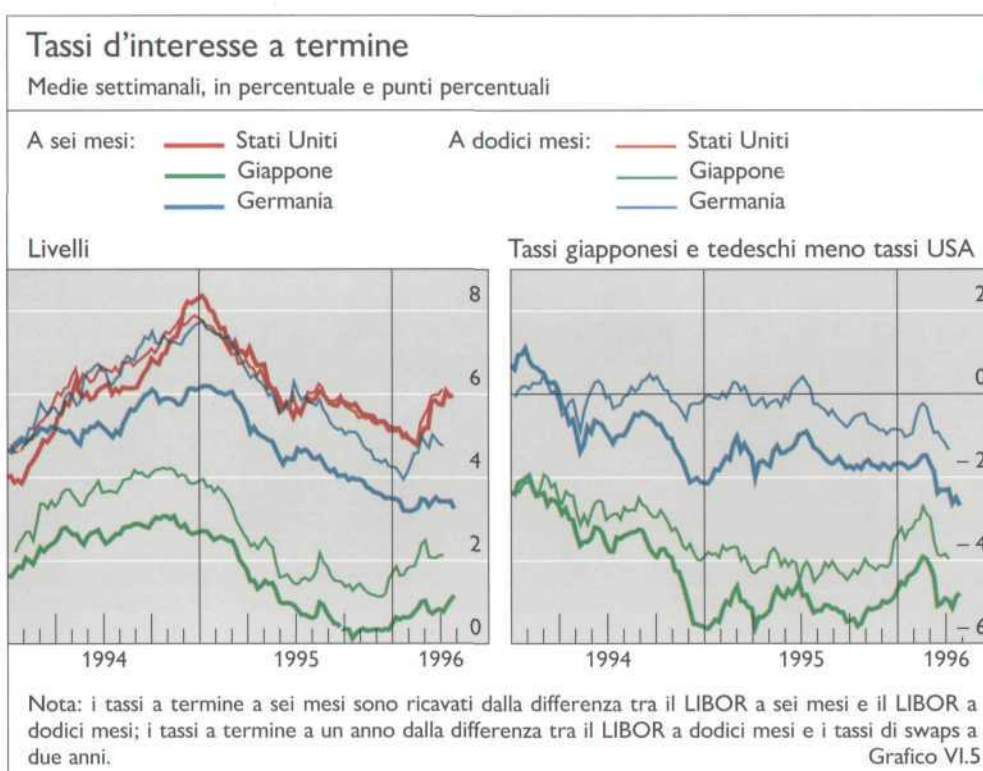
... più tardi, l'economia tedesca rallenta e il dollaro si rafforza

I tassi di cambio si muovono in maniera erratica quando oltrepassano la consueta banda di fluttuazione

Nonostante la presenza di diversi altri fattori, la drastica revisione delle prospettive di crescita dell'economia USA, agli inizi del 1995, ha senz'altro contribuito alla flessione del dollaro. Ciò ha determinato un sensibile allentamento dei tassi d'interesse a termine sul dollaro, i quali riflettono le previsioni degli operatori riguardo alla politica della Riserva federale per i successivi 6–18 mesi (grafico VI.5). Sebbene i tassi a termine tedeschi abbiano in certa misura seguito un analogo profilo, i differenziali d'interesse favorevoli al dollaro si sono ristretti in maniera irregolare nella prima metà dello scorso anno.

Nella seconda metà del 1995 è stata l'economia tedesca a subire una decelerazione (Capitolo II). Quando i dubbi sul ritmo della crescita economica in Germania si sono radicati, il marco ha cominciato a deprezzarsi. Dal momento che i tassi a termine si sono stabilizzati negli Stati Uniti, ma hanno continuato a calare sul mercato tedesco, i differenziali d'interesse in favore del dollaro si sono ampliati.

L'andamento del tasso di cambio marco/dollaro fornisce una conferma ulteriore del fatto che l'incertezza aumenta quando i cambi oltrepassano la consueta banda di oscillazione. Come osservato in precedenza per il tasso yen/dollaro, la debolezza della valuta statunitense rispetto al marco nella prima metà dell'anno era connessa alla maggiore incertezza circa i corsi futuri, come suggeriscono i valori elevatissimi della volatilità implicita, in questo caso appena al disotto di quelli osservati nel 1992, all'epoca della crisi degli AEC (grafico VI.6). Più tardi, al principio di agosto, dopo che i prezzi dei "risk reversals" avevano mutato segno e cominciavano a indicare la presenza sul mercato di aspettative di un consistente apprezzamento della valuta statunitense, la ripresa del dollaro si è accompagnata a una maggiore incertezza circa il futuro andamento dei tassi di cambio. In generale, il segno dei "risk reversals" indica se i

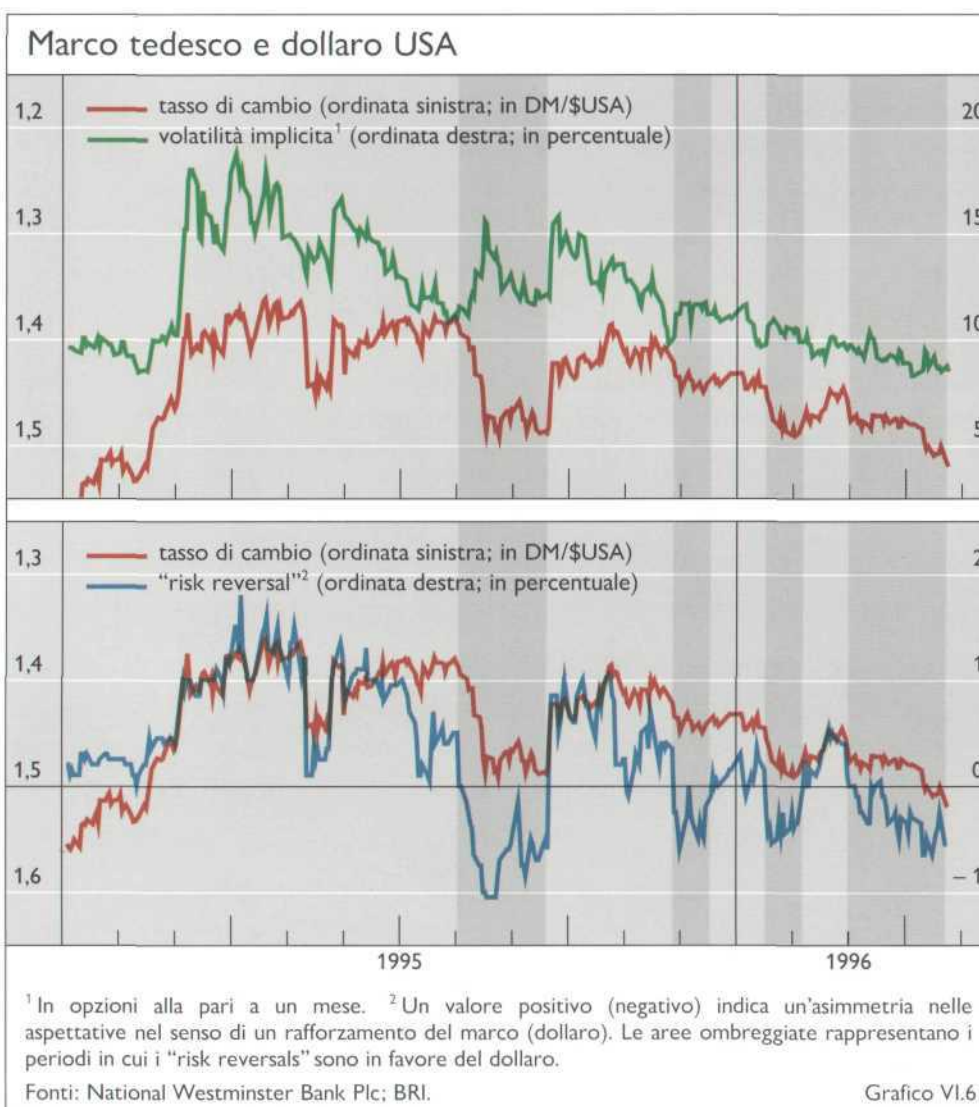


movimenti del tasso a pronti nell'una o nell'altra direzione tendono ad acuire l'incertezza degli operatori riguardo ai cambi futuri.

La ripresa del dollaro, già esitante, ha subito una battuta d'arresto a metà settembre. I dubbi su quali dei paesi europei sarebbero stati in possesso dei requisiti per aderire all'Unione monetaria sono passati in primo piano. Se la maggiore attenzione dedicata ai risultati conseguiti dalle politiche ha in genere indebolito le valute europee rispetto al marco, anche il dollaro ne ha risentito, perdendo 6 pfennig (il 4%) tra il 21 e il 22 settembre. Le aspettative circa il valore del dollaro a un mese sono divenute più disperse e la prevalenza delle probabilità di una forte variazione – ad esempio del 5% o più – si è spostata da un rafforzamento a un indebolimento del dollaro (grafico VI.4).

Il tasso di cambio marco/dollaro si è stabilizzato negli ultimi tre mesi del 1995 e nel primo trimestre di quest'anno. Il perdurante ma graduale ampliamento del differenziale d'interesse ha rispecchiato aspettative di un maggiore allentamento dei tassi da parte della Bundesbank che non della Riserva federale, e ha favorito un ulteriore recupero del dollaro nei confronti del marco. I differenziali d'interesse si sono mossi decisamente in favore del dollaro nel marzo

La situazione in Europa influenza l'andamento del dollaro



1996, a seguito della pubblicazione di statistiche USA che segnalavano una più rapida crescita dell'economia; di conseguenza, il dollaro si è nuovamente rafforzato contro il marco.

Andamenti delle riserve internazionali

Le riserve crescono rapidamente

In conseguenza degli interventi delle banche centrali, tesi a frenare e quindi invertire la flessione del dollaro rispetto allo yen e al marco, lo scorso anno le riserve internazionali sono cresciute al ritmo più sostenuto dal 1987. L'importanza di tali interventi sul dollaro risulta evidente dalla composizione per valute e per paesi dell'espansione delle riserve. Questa è stata molto simile nei paesi industriali e nei PVS, anche se la comparabilità dei dati risulterebbe inferiore a tassi di cambio costanti (tabella VI.4). L'aumento delle disponibilità in dollari, pari a \$121 miliardi, ha rappresentato oltre i due terzi della crescita complessiva delle riserve al netto degli effetti di cambio, ammontata a \$168 miliardi.

L'incremento delle riserve in dollari è pari ai due terzi del disavanzo corrente USA

L'analogia con il 1987 riguarda altresì il ricorso da parte degli Stati Uniti a fondi ufficiali per finanziare la maggior parte del proprio disavanzo corrente di \$153 miliardi. Al netto dei \$6 miliardi di maggiori riserve accumulate dalle autorità statunitensi, i finanziamenti da parte delle banche centrali e di altri detentori ufficiali sono ammontati a circa \$115 miliardi. Quindi, le banche centrali e i Governi hanno finanziato più dei due terzi del deficit di parte corrente degli Stati Uniti, una quota pressoché identica a quella del 1987.

Nel 1995 le banche centrali hanno accresciuto le proprie disponibilità nella valuta statunitense molto più di quanto non abbiano effettuato collocamenti di fondi negli Stati Uniti. Esse avevano agito in maniera analoga nel 1994, quando avevano accumulato riserve in eurodollari. Lo scorso anno, tuttavia, le banche centrali hanno di fatto ridotto le loro disponibilità notificate in eurodollari, sicché le riserve non identificate in dollari sono aumentate in misura ancora maggiore. In questi casi, si può ritenere che le banche centrali investano in titoli in dollari offshore e presso gestori di fondi situati al di fuori degli Stati Uniti.

Ampi deflussi di fondi ufficiali dal Giappone

Il Giappone, il cui avanzo corrente è riciclato dal settore ufficiale, offre un quadro speculare a quello degli Stati Uniti. L'espansione delle sue riserve esterne, di circa \$60 miliardi nel 1995, rappresenta più della metà dell'avanzo di parte corrente del paese. I deflussi ufficiali netti dal Giappone, pari a \$35,5 miliardi (tabella VI.2), comprendono un afflusso di investimenti esteri in titoli di Stato giapponesi a breve termine; tali investimenti servono da misura indiretta degli afflussi ufficiali verso il Giappone. Per quanto riguarda il 1995, tuttavia, vi sono buone ragioni per ritenere che in questa misura indiretta sia incluso un ammontare significativo di investimenti privati; il che implica una sottovalutazione del ruolo del settore ufficiale nel riciclaggio dell'eccedenza commerciale del paese. La riluttanza delle banche internazionali a rinnovare i depositi in dollari presso le aziende di credito giapponesi a Londra, New York o Tokyo (Capitolo VIII) ha messo in moto una serie di transazioni che è sfociata, alla fine dello scorso anno, in ingenti acquisizioni private di buoni del Tesoro giapponese. In particolare, le banche giapponesi hanno reagito al cosiddetto "premio Giappone" richiesto sulla loro provvista in dollari finanziando la liquidità in dollari divenuta improvvisamente costosa mediante le ampie disponibilità in yen (una vendita a termine di

Riserve valutarie ufficiali					
	1992	1993	1994	1995	Consistenze a fine 1995
in miliardi di dollari USA					
	Variazioni a tassi di cambio correnti				
Totale	3,4	96,3	148,2	186,0	1 358,2
di cui:					
paesi industriali	-25,0	22,7	61,8	78,7	653,7
NIE dell'Asia ¹	15,5	20,6	29,9	21,4	246,0
altri PVS	11,3	45,2	49,5	54,4	398,3
	Variazioni a tassi di cambio costanti ²				
Totale	26,6	97,8	109,1	168,3	1 358,2
Riserve in dollari detenute:	33,2	73,6	90,5	121,4	881,8
negli Stati Uniti ³	39,5	66,3	37,6	104,1	587,4
presso banche al di fuori degli USA ⁴	9,2	0,6	30,1	-15,4	106,9
non classificate	-15,5	6,7	22,8	32,7	187,5
Riserve non in dollari	-6,7	24,2	18,6	46,9	476,4
di cui detenute presso banche ⁴	-6,9	6,2	1,8	7,6	122,2

¹ Corea, Hong Kong, Singapore e Taiwan. ² Parzialmente stimate; valutate a tassi di cambio di fine anno. ³ Esclusi i pagamenti anticipati delle vendite di materiale bellico all'estero e il valore corrente delle obbligazioni a cedola zero emesse per i governi di Argentina, Messico e Venezuela a titolo di garanzia per le loro obbligazioni Brady. ⁴ Depositi di istituzioni monetarie ufficiali presso le banche dichiaranti alla BRI.

Tabella VI.4

dollari contro yen integrava l'operazione di swap valutario). Queste transazioni hanno lasciato alle banche non giapponesi disponibilità in yen per effettuare investimenti temporanei, che esse hanno spesso orientato verso buoni del Tesoro giapponese. Quindi, la tabella VI.2 sovrastima gli afflussi ufficiali in Giappone e, corrispondentemente, sottostima il ruolo svolto dal settore ufficiale nel riciclaggio dell'avanzo corrente del Giappone.

La quota del dollaro sul totale delle riserve ufficiali mondiali rimaneva prossima ai due terzi a fine 1995. La sua stabilità negli anni novanta ha sorpreso numerosi osservatori, poiché si supponeva che molti paesi avessero diversificato le proprie riserve a discapito della valuta statunitense. La composizione per paesi dell'incremento delle riserve risolve quest'apparente contraddizione: i paesi in via di sviluppo con monete strettamente allineate al dollaro, e sulle cui disponibilità il peso relativo del dollaro è maggiore del livello medio mondiale, hanno accresciuto le proprie riserve a un tasso più elevato della media. La crescente propensione degli investitori dei paesi industriali a impiegare capitali sui mercati monetari e azionari dei PVS (Capitolo VII) fa ritenere che le riserve di tali paesi continueranno a espandersi a ritmi sostenuti, anche se non sempre uniformi.

I paesi emergenti favoriscono il dollaro nelle loro riserve

Il valore fondamentale del dollaro USA: tre approcci

Nel 1995 un dibattito insolitamente vivace ha avuto per oggetto il valore e il ruolo del dollaro nel lungo periodo. Una scuola di pensiero si richiama all'approccio di portafoglio ed erroneamente considera le riserve ufficiali, sbilanciate

Il dollaro appare correttamente valutato o addirittura sottovalutato in base a:

verso la moneta statunitense, come rappresentative dei portafogli globali. Una premessa siffatta porta direttamente alla conclusione che il dollaro è sopravvalutato. Non solo tale premessa è discutibile, ma la teoria di portafoglio non è che uno degli approcci possibili per stimare il valore appropriato del dollaro in una prospettiva a lungo termine.

Tre di questi approcci teorici meritano di essere esaminati. Secondo la teoria della parità del potere d'acquisto, nel lungo periodo i prezzi in diversi paesi, espressi in moneta comune, convergono o quanto meno si muovono in sintonia. Per contro, la teoria dei cosiddetti tassi di cambio di equilibrio fondamentale considera i rapporti di cambio effettivi associati a un saldo delle partite correnti in condizione di pieno impiego o, più in generale, a uno squilibrio di parte corrente abbastanza lieve da lasciare immutato il debito estero in rapporto al PIL. Infine, la teoria dell'equilibrio di portafoglio si riferisce a quel tasso di cambio che eguaglia l'offerta e la domanda di attività denominate nelle diverse valute.

parità del potere d'acquisto ...

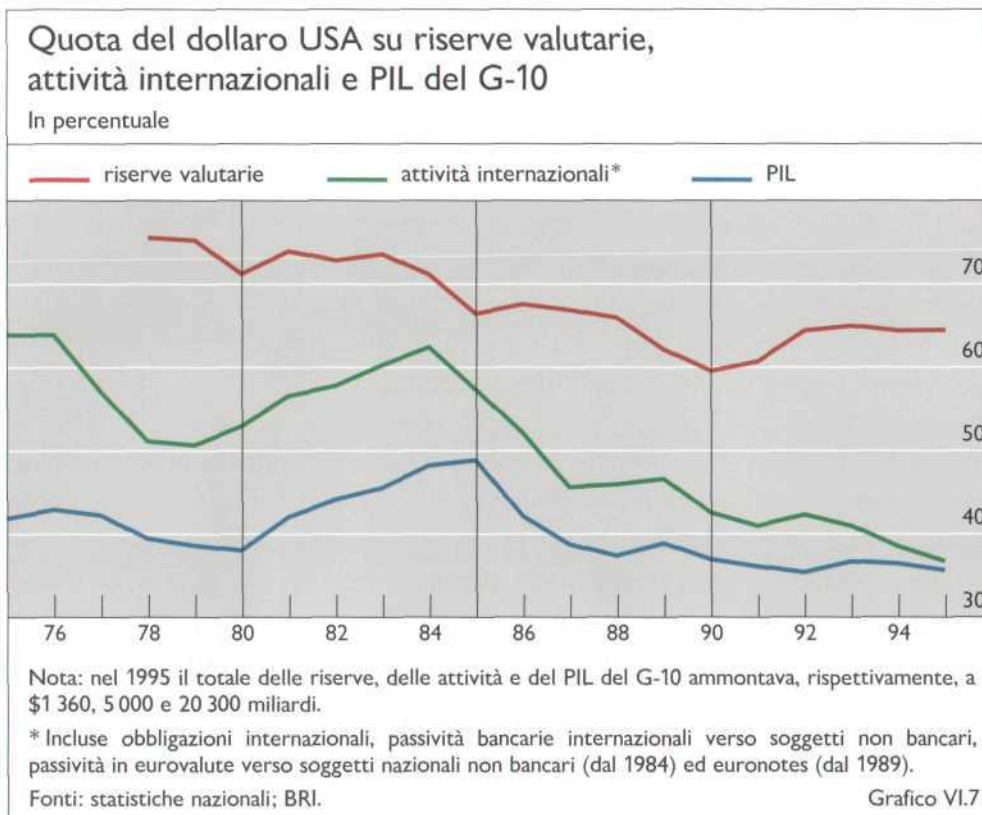
Per raggiungere la parità del suo potere d'acquisto, un dollaro dovrebbe scambiarsi con oltre un terzo di marchi in più (tabella VI.5) e con oltre il 50% di yen in più rispetto al suo attuale valore di mercato. Tuttavia, alcuni analisti correggono le stime della parità del potere d'acquisto per tenere conto delle differenze di produttività tra i diversi paesi. Infatti, poiché gli incrementi di produttività nel settore manifatturiero tendono a sospingere verso l'alto il prezzo relativo dei servizi sul mercato interno, le differenze di produttività tra i vari paesi distorcono le comparazioni di prezzo di un ampio paniere di consumi comprensivo dei servizi. In base alla misurazione della parità del potere d'acquisto corretta per gli effetti della produttività il dollaro risulta essere correttamente valutato, invece che sottovalutato, nei confronti sia del marco sia dello yen.

... analisi dell'equilibrio fondamentale ...

Sebbene il calcolo dei tassi di cambio di equilibrio fondamentale comporti il ricorso a un maggior numero di assunti, un'analisi rappresentativa fornisce comunque un responso univoco: all'inizio della primavera 1996 il dollaro pareva essere equamente valutato o, in altre parole, i rapporti di cambio dell'ordine di DM 1,45-1,50 e ¥ 100 non comportano manifestamente una crescita insostenibile del debito estero USA. Tuttavia, questo calcolo presuppone che un deficit USA dell'1% rispetto al PIL, vale a dire metà del livello attuale, sia sostenibile, benché lo scorso anno il finanziamento privato del disavanzo USA sia stato

Dollaro USA: stime della parità del potere d'acquisto e del valore di equilibrio fondamentale					
	Tasso di cambio di mercato*	Parità del potere d'acquisto (PPA)		PPA corretta per la produttività	Tasso di cambio di equilibrio fondamentale
		OCSE	Penn	Goldman Sachs	IIE
Marco contro dollaro	1,53	2,10	2,12	1,41	1,45-1,50
Yen contro dollaro	107	184	188	107	100

* Il 15 maggio 1996.
 Fonti: OCSE; Penn World, Tables 5.6; Goldman Sachs; John Williamson, aggiornamento non ufficiale delle stime contenute in *Estimating equilibrium exchange rates*; Institute for International Economics (IIE), Washington, D.C. (settembre 1994).
 Tabella VI.5



inferiore all'1% del PIL. Inoltre, si assume che una buona parte del debito residuo dello scorso anno verrebbe eliminata se in Giappone e in Europa le economie raggiungessero il prodotto di piena capacità.

Non sembra, infine, che la quota del dollaro su talune attività internazionali sia sproporzionata rispetto al contributo produttivo dell'economia statunitense nell'ambito del Gruppo dei Dieci (grafico VI.7). Va tenuto presente che la struttura per valute delle riserve ufficiali differisce radicalmente da quella delle attività internazionali in senso ampio, tra le quali figurano obbligazioni internazionali, euronotes e depositi bancari internazionali. Inoltre, le riserve valutarie, che ammontano a \$1 400 miliardi, rappresentano solo un quarto circa del totale di siffatte attività. Sarebbe quindi più appropriato confrontare la quota di pertinenza del dollaro sulle attività internazionali con un peso neutro del dollaro per un portafoglio internazionale di riferimento, quale assumeremo essere il contributo percentuale dell'economia USA al prodotto aggregato del G-10. Tale raffronto evidenzia che l'incidenza del dollaro sul totale delle attività internazionali è andata diminuendo con la stessa rapidità con cui tale contributo si è ridotto. Su questa base, non vi è dunque un eccesso di dollari nei portafogli internazionali, la cui rimozione richiederebbe un ulteriore deprezzamento della moneta USA.

... ed equilibrio di portafoglio

Valute europee e dollaro canadese

Un fattore comune

Lo scorso anno le monete europee hanno generalmente riacquisito valore nei confronti del marco tedesco, rispetto ai livelli minimi della primavera 1995

Le valute europee recuperano nei confronti del marco...

... seguendo sistematicamente i movimenti di cambio marco/dollaro USA ...

... così come fanno il dollaro canadese e quello australiano nei confronti del dollaro USA.

(grafico VI.8). Tale recupero, sebbene in varia misura, ha riguardato sia le valute aderenti agli AEC sia quelle che non ne fanno parte.

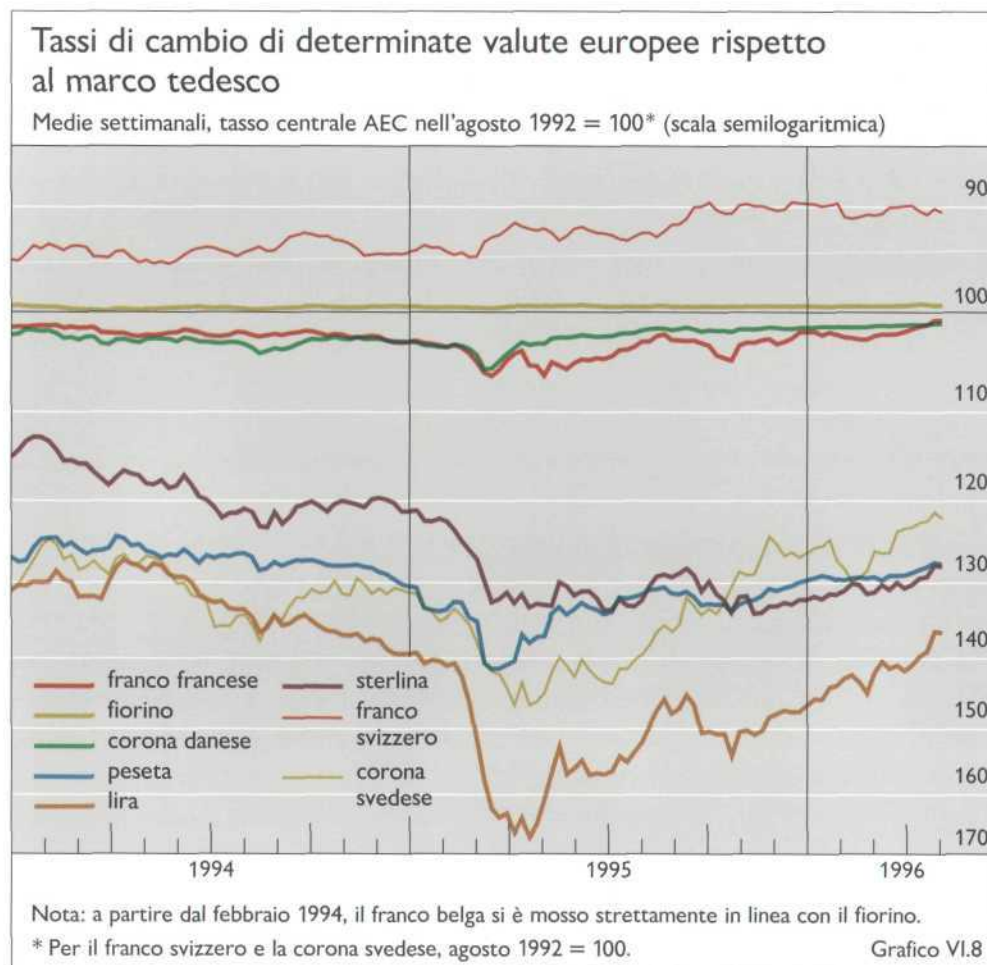
Desti una certa sorpresa che, ogniqualvolta il marco tedesco si muove rispetto al dollaro, le valute europee si muovano rispetto al marco. Come mostra il grafico VI.9, il franco svizzero presenta la maggiore reattività, apprezzandosi di regola dell'1,1% circa nei confronti del dollaro per ogni apprezzamento dell'1% del marco sulla valuta USA. In altri termini, il franco svizzero tende ad apprezzarsi lievemente rispetto al marco allorché quest'ultimo si apprezza contro il dollaro. Taluni osservatori attribuiscono questa regolarità al fatto che la Svizzera attrae una quota più che proporzionale di fondi quando i gestori dei portafogli internazionali, antepoendo la stabilità del capitale agli alti rendimenti, riorientano gli impieghi verso attività denominate in marchi tedeschi e in franchi svizzeri.

Con un grado di reattività di poco inferiore a uno, il fiorino olandese e il franco belga seguono dappresso le variazioni del marco tedesco nei riguardi del dollaro. Subito dopo si collocano il franco francese, la corona danese e, verso la fine del 1995, la peseta; di norma, tali valute hanno condiviso nella misura del 10-20% i movimenti del dollaro rispetto al marco. La sterlina, la corona svedese e la lira italiana hanno in genere seguito per il 50% o più i movimenti della valuta statunitense contro la moneta tedesca.

Rispetto agli anni precedenti, nel 1995 l'andamento delle monete europee nei confronti del dollaro ha mostrato in generale una minore sensibilità alle variazioni del cambio marco/dollaro. Questo cambiamento nella reattività è coerente con i risultati, cui più sopra si accennava, dell'indagine del 1995 sui mercati valutari, secondo i quali l'incremento delle contrattazioni in valuta nazionale rilevato nei tre anni precedenti nei centri europei, segnatamente Londra e Milano, ha favorito il dollaro a scapito del marco tedesco.

Il dollaro canadese e quello australiano tendono a indebolirsi (rafforzarsi) rispetto al dollaro USA quando quest'ultimo si deprezza (apprezza) nei confronti del marco. Proprio come il franco svizzero, valuta a basso rendimento, tende a guadagnare valore più che proporzionalmente nei confronti del marco quando questo sale rispetto al dollaro USA, così il dollaro canadese e quello australiano, monete a più elevato rendimento, tendono ad apprezzarsi più che proporzionalmente nei confronti del dollaro USA allorché questo sale rispetto alla moneta tedesca. È possibile che quando i gestori di portafoglio intendono ridurre gli investimenti in franchi svizzeri e in marchi per rivolgersi maggiormente a mercati esteri più rischiosi e redditizi, essi vengano attratti in modo particolare dagli elevati rendimenti sulle monete canadese e australiana.

Il grado di reattività alle variazioni del tasso di cambio marco/dollaro delle valute di importanti partner commerciali si ripercuote in maniera differente sull'economia dei rispettivi paesi. All'inizio del 1995, ad esempio, a causa della minore reattività di varie monete europee, l'apprezzamento del marco in termini effettivi è stato più ampio di quanto avrebbe comportato la sua ascesa nei confronti del dollaro. Di conseguenza, sul finire dello scorso anno il tasso di cambio ha esercitato una forte pressione sulle industrie di esportazione tedesche, il che spiega almeno in parte la rapidità con cui esse hanno ridotto investimenti e occupazione (Capitolo II).



Per quanto concerne l'economia statunitense, la tendenza, non sempre evidente, del dollaro canadese a deprezzarsi nei confronti del dollaro USA quando questo a sua volta si deprezza contro il marco, *stabilizza* il valore effettivo della moneta USA. Infatti, i prezzi più bassi dei beni canadesi compensano, in certa misura, il maggior costo dei beni europei, attenuando in tal modo l'impatto della debolezza del dollaro sui prezzi e sull'attività economica interna. Dal punto di vista del Canada, questa tendenza può rivelarsi meno propizia, come è accaduto al principio del 1995, quando la Banca del Canada ha dovuto innalzare i tassi d'interesse a breve per limitare la flessione della valuta nazionale nei confronti di un dollaro USA di per sé debole.

I fattori alla base di tali regolarità non agiscono in un'unica direzione. Secondo alcuni osservatori il mese di marzo 1995 sarebbe stato un periodo di tensioni innescate dal dollaro, le quali avrebbero destabilizzato i rapporti tra le monete europee. Per contro, come si è accennato in precedenza, sembra siano stati gli sviluppi sui mercati europei in settembre ad aver ingenerato difficoltà alla valuta USA, interrompendone la fase ascendente. Un ulteriore elemento a sostegno di questa interpretazione può essere individuato nello scarto negativo, ampliatosi fortemente lo scorso settembre, fra il valore dell'ECU e la somma dei valori delle monete che ne costituiscono il paniere, il che segnalava la presenza di tensioni in Europa.

Le variazioni nei tassi di cambio intraeuropei possono indurre variazioni nell'andamento del dollaro



I cambiamenti di indirizzo nelle politiche hanno parimenti contribuito al recupero delle valute europee nei confronti del marco. La lira, la corona svedese e la peseta hanno tratto vantaggio dalle decisioni delle rispettive banche centrali di innalzare i tassi a breve anche dopo le tensioni del mese di marzo, e verso la fine del 1995, di non seguire appieno la Bundesbank sulla strada della riduzione dei tassi (Capitolo IV). La lira e la corona svedese si sono inoltre rafforzate grazie all'adozione di misure volte a ridurre i disavanzi di bilancio.

Andamenti inconsueti in Europa

Il franco francese è indebolito dagli sviluppi politici e dagli scioperi nel 1995...

Nei mesi di marzo e settembre i movimenti del *franco francese* nei confronti del marco tedesco hanno mostrato gli effetti di queste diffuse tensioni, ma in altri periodi hanno risentito l'effetto degli sviluppi politici in Francia. In aprile e maggio, l'avvicinarsi delle elezioni ha esercitato una certa pressione sul franco e ha fatto emergere aspettative di cambio molto disperse (grafico VI.10), nonostante gli elevati rendimenti del mercato monetario. Dopo le tensioni manifestatesi alla fine di settembre, in ottobre l'opposizione in Parlamento e nell'opinione pubblica alla riforma del sistema previdenziale ha indebolito il franco e ha accresciuto la volatilità, portandola a livelli comparabili a quelli

raggiunti in primavera, poco prima delle elezioni presidenziali. Gli scioperi del mese di dicembre hanno avuto solo lievi ripercussioni sul tasso di cambio, senza tuttavia ridurre la dispersione delle aspettative degli operatori circa il valore futuro del franco. Nei mesi seguenti, la moneta francese ha recuperato nei confronti del marco tedesco, oscillando entro un margine del 2,25% attorno alla sua parità centrale e raggiungendo il livello medio del primo semestre 1993.

... ma recupera nel 1996...

Prescindendo da tali episodi, l'evoluzione del tasso di cambio franco/marco può essere vista come un caso particolare del rapporto fra tassi a pronti, volatilità e "risk reversals", esaminato in precedenza a proposito dei tassi di cambio yen/dollaro e marco/dollaro. Come già in tali casi, i "risk reversals" paiono seguire da vicino il tasso di cambio a pronti. Ma diversamente dal caso del dollaro, gli operatori manifestano una grande incertezza riguardo al valore futuro del franco solo quando questo si deprezza e non quando recupera contro il marco. Inoltre, essi si mostrano sistematicamente propensi a pagare di più per posizioni che guadagnano da un forte calo del franco che per quelle che guadagnano da un suo apprezzamento di pari dimensioni, nonché disposti a corrispondere premi ancor più elevati ogniqualvolta la divisa francese dia segni di debolezza (mentre il prezzo dei "risk reversals" per le altre coppie di monete è stato a volte positivo e a volte negativo).

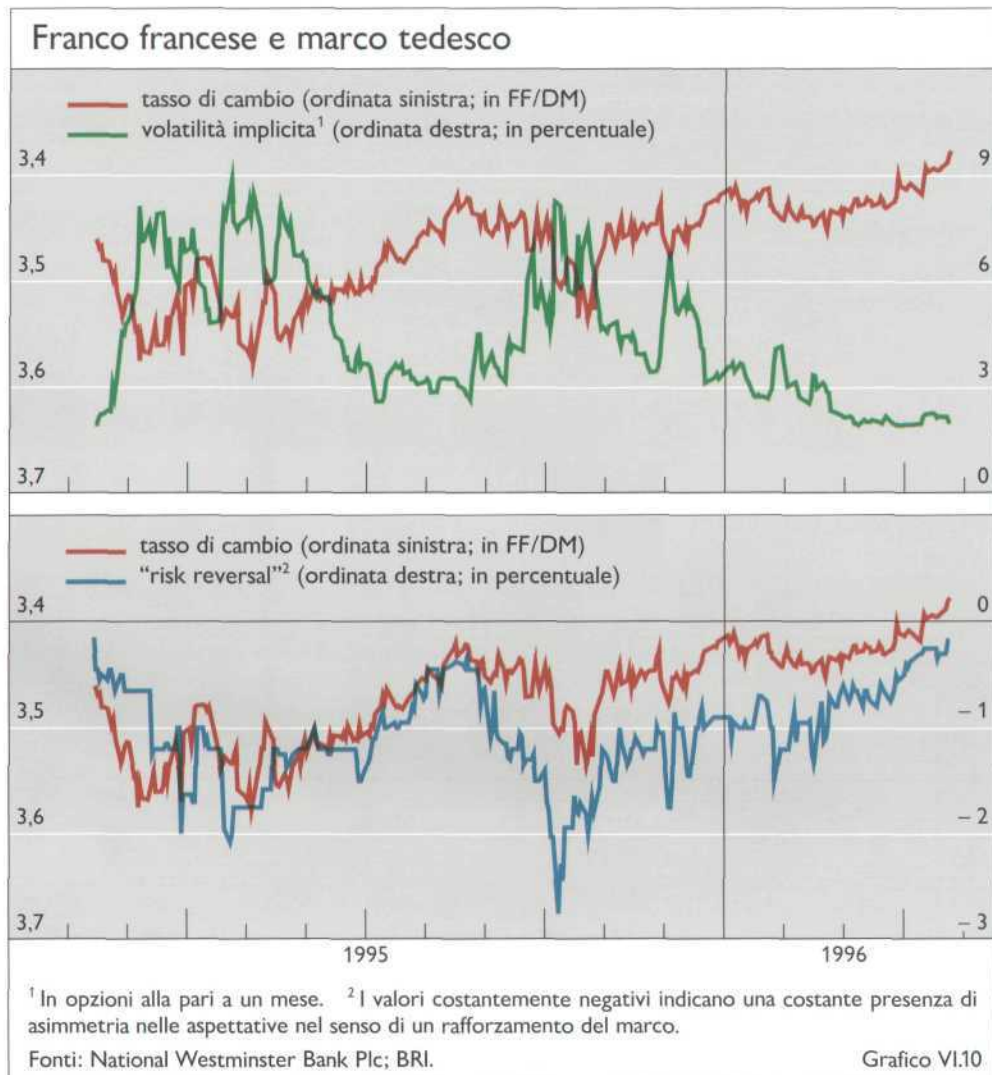
... tranquillizzando i mercati

Lo spettacolare recupero della *lira* rispetto ai valori estremamente bassi toccati nella primavera 1995 nei confronti del marco ha subito un'interruzione nel mese di maggio e nuovamente in settembre. Le incertezze di ordine politico e i timori di un riaccendersi dell'inflazione a causa del precedente deprezzamento della lira hanno fatto sentire il loro influsso in maggio. Nel mese di giugno, la ripresa della fase ascendente della lira ha suscitato un certo dibattito in Italia circa il suo rientro negli AEC. Tuttavia, alla fine di settembre le incertezze a riguardo dell'unione monetaria si sono incentrate in particolare sulla lira, che nello spazio di cinque settimane ha perso oltre il 7% nei confronti del marco tedesco. In termini di "risk reversals" gli operatori sono passati, a metà settembre, da una prospettiva insolitamente equilibrata a un'attiva richiesta di contratti di opzione profittevoli nel caso di un ulteriore cospicuo deprezzamento della moneta italiana. A partire da novembre, la lira si è rafforzata rispetto al marco e, in linea con il comportamento già osservato a proposito del franco francese, l'incertezza sui tassi di cambio futuri (misurata dalla volatilità) si è attenuata. Il vigore della lira all'epoca delle elezioni di aprile ha parallelamente rilanciato il dibattito sul suo ritorno in seno agli AEC.

Ripresa intermittente della lira e suo netto rafforzamento dopo le ultime elezioni

Negli ultimi anni gli operatori hanno spesso rilevato una relazione insolitamente stretta fra *sterlina* e dollaro USA. Di fatto, dalla pratica di mercato molto diffusa in questo periodo, nota come "stable cable", si può arguire che secondo le percezioni degli operatori il tasso di cambio sterlina/dollaro sia rimasto più stabile di quanto non suggerissero i prezzi delle opzioni. Malgrado la sua recente affinità con la moneta statunitense (grafico VI.9) la sterlina, a differenza del dollaro e di altre valute europee, non ha recuperato terreno nei confronti del marco nell'estate 1995. I minimi storici della moneta britannica, sia rispetto al marco che in termini effettivi, sono stati toccati dopo la concertazione fra Tesoro e Banca d'Inghilterra sulla politica monetaria, in maggio, e prima della

La sterlina subisce variazioni di lieve entità...



pubblicazione del bilancio previsionale in novembre. Ciò segnala la presenza fra gli operatori di preoccupazioni relative alla combinazione delle politiche fino alle prossime elezioni legislative.

Come la sterlina, anche il *franco svizzero* non ha seguito nel periodo sotto rassegna il consueto andamento nei confronti del marco. Nonostante la ripresa del dollaro, il franco svizzero è rimasto forte rispetto alla valuta tedesca poiché le incertezze relative alla futura Unione monetaria europea hanno indotto gli investitori a orientarsi verso di esso nonostante i rendimenti bassi e decrescenti.

Prospettive di mercato a riguardo dell'Unione monetaria europea

Guardando al futuro, gli operatori inevitabilmente si interrogano sulle prospettive dell'Unione monetaria europea e su quali potranno essere le valute partecipanti. Sui mercati degli strumenti derivati, i rendimenti sugli swaps di tasso d'interesse con varie scadenze e in diverse valute forniscono una chiara indicazione delle risposte che gli operatori danno a tali interrogativi. Ovviamente, i fatti possono – come spesso accade – smentire tali aspettative.

I tassi di cambio a termine impliciti, calcolati sulla base di scadenze ben più lontane di quelle normalmente negoziate sul mercato, mostrano una certa

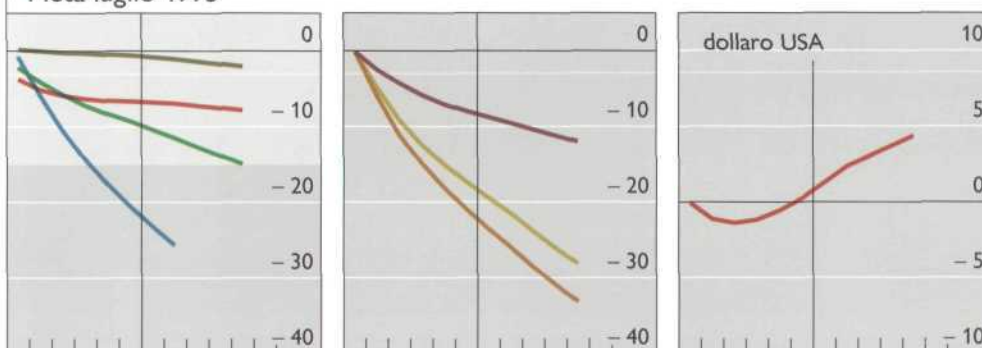
... e il franco svizzero rimane forte

Gli indicatori di mercato sensibili alle questioni poste dall'unione monetaria

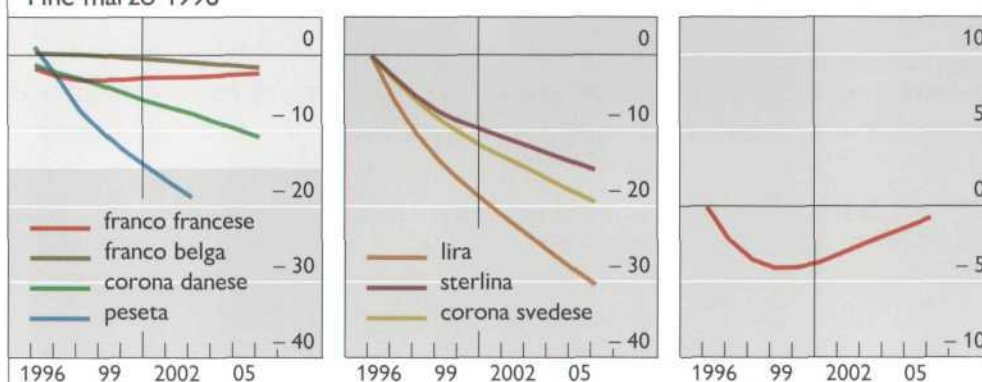
Variazioni del tasso di cambio a termine in determinate valute rispetto al marco tedesco

In percentuale

Metà luglio 1995



Fine marzo 1996



Nota: i tassi di cambio a termine sono ricavati dai differenziali d'interesse sugli eurodepositi a un anno e, per scadenze più lunghe, dai rendimenti sugli swaps di tasso d'interesse (punto mediano) nelle rispettive valute.

Fonti: Reuters; elaborazioni BRI.

Grafico VI.11

stabilità di talune monete europee nei confronti del marco tedesco (grafico VI.11). Per quanto concerne i paesi aderenti agli AEC, l'iniziale variazione percentuale del tasso di cambio corrisponde allo scarto dalla rispettiva parità centrale alla data corrispondente. Nel luglio 1995 e nel marzo 1996 i tassi di cambio a termine di Francia, Belgio e Danimarca (come pure di Austria e Paesi Bassi, non riportati nel grafico) rimanevano di un buon margine all'interno dell'attuale banda del 15% lungo l'intera gamma di scadenze decennali. Forse più degno di nota è il fatto che i tassi a termine impliciti indichino variazioni di lieve entità per il franco francese e quello belga nei confronti del marco tedesco. Nessuna tra le valute europee non partecipanti agli AEC mostra una simile stabilità.

I tassi di cambio a termine dollaro USA/marco tedesco evidenziano un deprezzamento del dollaro per un periodo di due o tre anni, quindi il raggiungimento di un minimo, e infine un apprezzamento; tale scenario è coerente con l'evoluzione dei tassi d'interesse a termine statunitensi, i quali dapprima superano e poi scendono al disotto dei corrispondenti tassi tedeschi a partire da un certo punto in poi lungo la curva dei rendimenti. Numerose interpretazioni di tale profilo si focalizzano sulle pressioni al rialzo sui rendimenti obbligazionari a lungo termine tedeschi connesse all'unione monetaria. Altre interpretazioni mettono in

risalto la tradizionale riluttanza degli investitori tedeschi ad accettare bassi rendimenti nominali e, quanto meno implicitamente, acquisizioni estere di obbligazioni tedesche non sufficienti a compensare gli effetti di tale atteggiamento.

Dollaro canadese

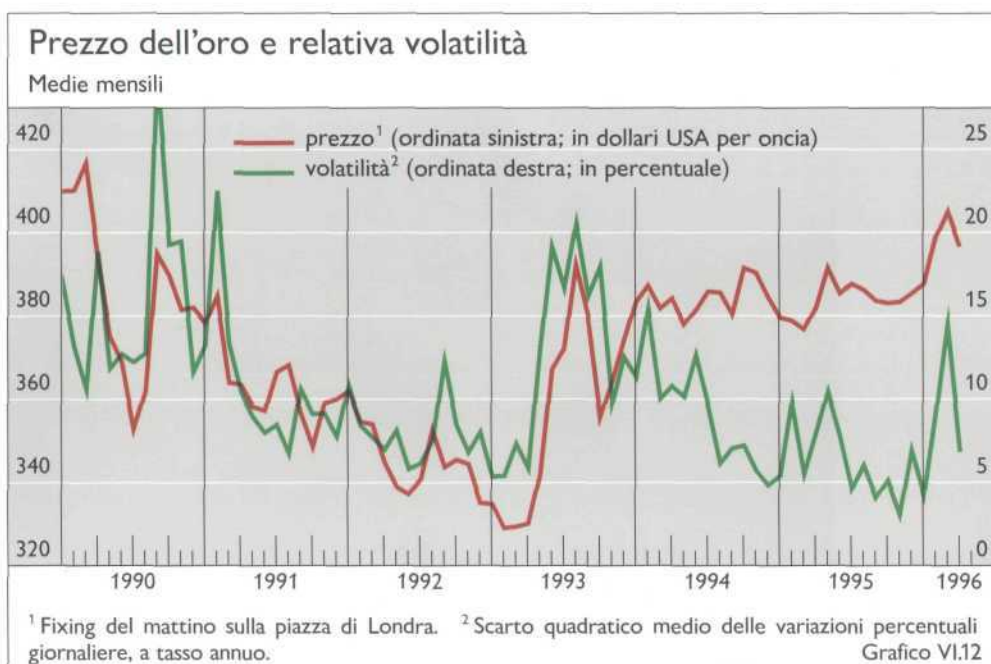
Il referendum del Quebec influisce più che altro sull'incertezza

Dopo le tensioni del marzo 1995, il dollaro canadese si è in genere apprezzato nei confronti del dollaro USA ogniqualvolta questo si è rafforzato contro il marco tedesco. Tale andamento è in accordo con la tendenza delle valute canadese e australiana ad amplificare i movimenti del dollaro USA rispetto al marco (grafico VI.9). Nel mese di settembre il dollaro canadese ha avvertito sia, come il dollaro USA, le ripercussioni delle tensioni europee, sia l'annuncio del referendum sull'indipendenza del Quebec. L'approssimarsi della consultazione nel mese di ottobre non ha tanto indebolito la moneta – la flessione fino al valore di \$ Can. 1,37 contro il dollaro USA risultava modesta in confronto alla caduta registratasi all'inizio del 1995 – quanto determinato una straordinaria dispersione delle aspettative di tasso di cambio. Tale avvenimento politico ha avuto un impatto limitato sul livello del tasso di cambio a termine, ma relativamente forte sulle aspettative degli operatori, analogamente a quanto è accaduto in Francia in occasione degli scioperi del mese di dicembre.

Prezzo dell'oro

I prezzi dell'oro si muovono in maniera più erratica allorché superano i \$ 400 per oncia

Dopo molti anni di stabilità all'interno di una fascia di prezzo alquanto ristretta, il prezzo dell'oro è cresciuto, superando i \$ 400 per oncia al principio del 1996 (grafico VI.12). Il ricorso sistematico dei produttori a pratiche di copertura, con vendite a termine e allo scoperto, ha in parte contribuito alla stabilità dei prezzi nel 1994 e 1995; ogniqualvolta il prezzo cominciava a salire, i produttori agivano per assicurarsi un dato livello di proventi. L'accresciuta adozione di siffatte pratiche di copertura può aver concorso alla straordinaria ascesa dei tassi



sui prestiti in oro verso la fine del 1995: allorché i prestatori di oro hanno seguito la consueta procedura di ridurre la propria esposizione a fine anno, coloro che si trovavano nella necessità di indebitarsi in oro per venderlo allo scoperto sono stati costretti a offrire compensi insolitamente elevati.

Dopo il volgere dell'anno, quando acquisizioni a fini speculativi hanno sospinto il prezzo al disopra dei livelli tradizionali, alcuni produttori hanno gradualmente ridotto le operazioni di copertura, consentendo ai propri azionisti di trarre profitto con maggiore tempestività da un eventuale cospicuo aumento del prezzo dell'oro. Come si osservava più sopra a proposito delle valute, i movimenti del prezzo dell'oro al di fuori dei consueti margini di oscillazione si sono accompagnati a un incremento della volatilità (misurata in questo caso dalle variazioni di prezzo effettive, piuttosto che dalla variabilità implicita). Più di recente, il prezzo dell'oro è sceso al disotto dei \$ 400 per oncia in un contesto di mercato calmo.

VII. Flussi di capitale e sistemi finanziari nei mercati emergenti

Aspetti salienti

Nel 1995 i flussi di capitale ufficiali verso il mondo in via di sviluppo sono stati di un'ampiezza che non trova riscontro da parecchi anni. Colpito da una grave crisi finanziaria, il Messico ha ricevuto aiuti finanziari esterni di entità senza precedenti. Le rigorose politiche interne hanno infine riaperto a questo paese l'accesso ai mercati finanziari internazionali, ma i premi di rischio si sono mantenuti ostinatamente elevati, ritornando ai livelli pre-crisi soltanto agli inizi del 1996. I flussi di capitale ufficiali verso l'Argentina sono stati anch'essi cospicui.

I flussi privati verso entrambi i paesi sono diminuiti nonostante il significativo aumento delle emissioni di obbligazioni internazionali da parte dei Governi e di enti del settore pubblico. Tuttavia, le ripercussioni della crisi del peso messicano sugli altri mercati dei capitali nei PVS hanno avuto soltanto breve durata. Dopo un forte calo nel primo trimestre del 1995, hanno ripreso consistenza i flussi aggregati di capitale privato verso l'Asia e il Brasile. Le riserve internazionali dei PVS sono notevolmente aumentate.

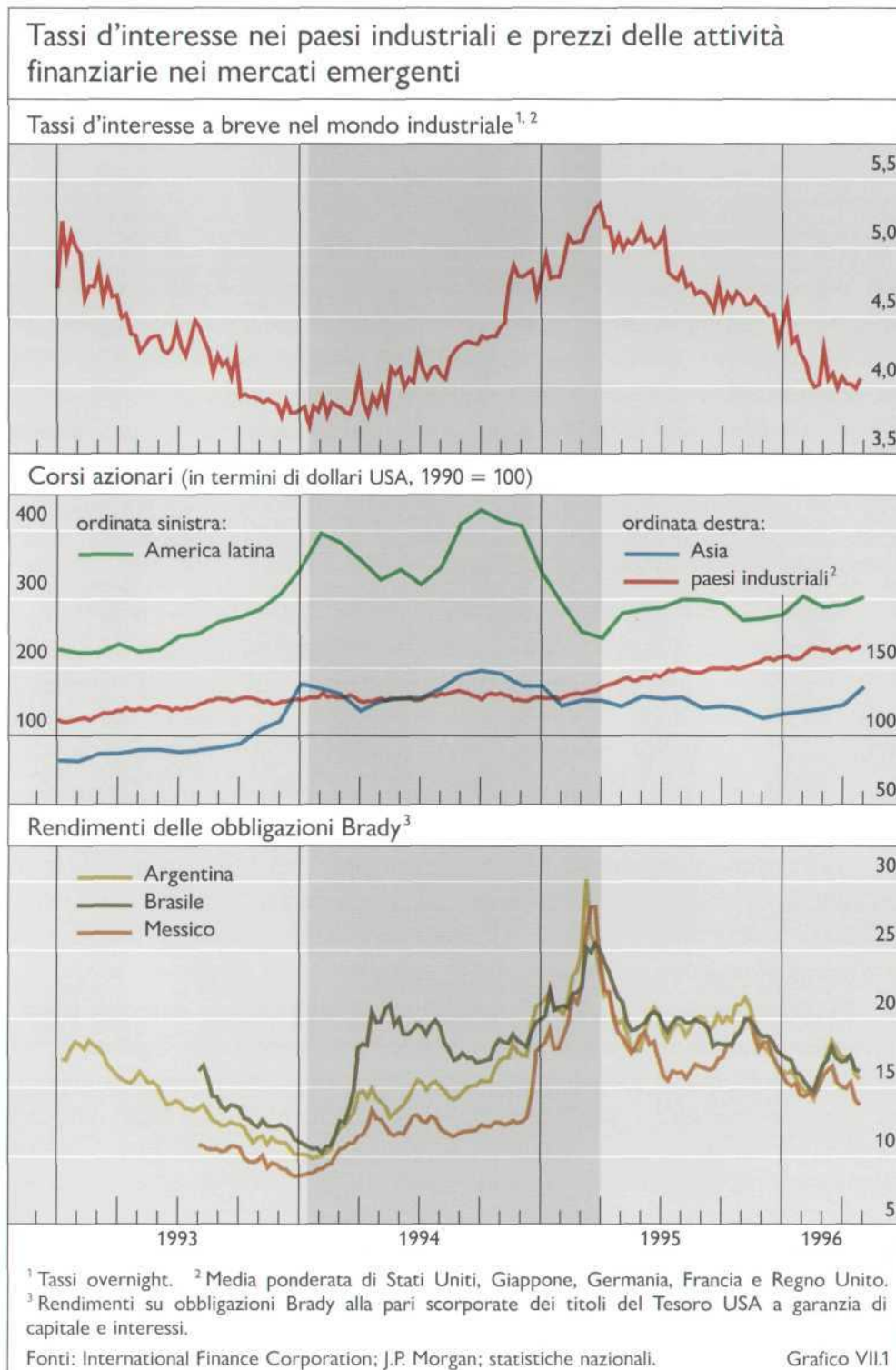
Sebbene la crisi messicana abbia avuto un impatto soltanto transitorio sui flussi internazionali di capitale, essa ha posto in evidenza i punti deboli dei sistemi bancari di buona parte dell'America latina. È servita perciò come avvertimento circa i rischi connessi alla fragilità finanziaria più in generale e circa la particolare importanza di costituire sistemi finanziari robusti. Soltanto dieci anni fa, ben pochi avrebbero previsto che la liberalizzazione e l'internazionalizzazione dei sistemi finanziari nei mercati emergenti sarebbero state così rapide e ampie. I mercati mobiliari, prima inesistenti o nel migliore dei casi rudimentali, sono cresciuti sia in ampiezza che in spessore. Al tempo stesso, il volume del credito bancario è fortemente aumentato, talvolta mettendo a dura prova i meccanismi di vigilanza prudenziale.

In diversi paesi le banche si trovano attualmente di fronte a difficoltà, latenti o manifeste. Le autorità hanno maturato la consapevolezza che il modo in cui vengono risolti questi problemi potrebbe senz'altro avere importanti implicazioni macroeconomiche negli anni a venire. Di conseguenza, tali difficoltà vengono affrontate in maniera ben più efficace rispetto a molte crisi analoghe manifestatesi negli anni settanta e ottanta. Nella maggior parte dei paesi, le politiche macroeconomiche sono oggi mirate alla stabilità e in ben pochi casi vi è stato un ritorno al passato dopo l'introduzione di riforme che avevano reso i sistemi finanziari più aperti e più orientati al mercato. Sempre che sia possibile mantenere tale indirizzo delle politiche, vi è motivo di guardare con cauto ottimismo allo stato di salute dei sistemi finanziari nei mercati emergenti.

Flussi di capitale dopo la crisi messicana

La crisi del peso messicano e le sue riverberazioni hanno innescato un deflusso di capitale dai PVS nei primi mesi del 1995. Le vendite ampie e generalizzate di valori mobiliari dei paesi emergenti hanno spinto verso il basso i tassi di cambio e depresso i corsi azionari e obbligazionari. Un'indicazione di quanto sia stato improvviso il cambiamento di clima sui mercati è fornita dall'impennata dei rendimenti delle obbligazioni Brady illustrata nel grafico VII.1. Il Messico ha avuto seri problemi

All'inizio del 1995 ingenti deflussi dall'America latina...



nello stabilizzare il suo nuovo tasso di cambio fluttuante, e la ricorrente debolezza ha reso necessari vari incrementi dei tassi d'interesse nei primi mesi dell'anno (nel Capitolo III tali andamenti vengono descritti più dettagliatamente). I fortissimi aumenti dei tassi a breve in Argentina e Brasile non sono riusciti a evitare una massiccia perdita di riserve nel primo trimestre dell'anno.

... e da gran parte dell'Asia...

In Asia, le pressioni al ribasso inizialmente subite dai cambi sono state intense. La sola eccezione di rilievo è rappresentata dal dollaro di Singapore che sembra aver tratto beneficio da un certo spostamento dei flussi di fondi. Svariate banche centrali hanno fortemente rialzato i tassi overnight, sono intervenute su larga scala nei mercati valutari e hanno convinto le banche locali a negare finanziamenti a potenziali speculatori. Queste misure hanno prodotto in genere buoni risultati e le pressioni si sono rapidamente attenuate.

... seguiti da nuovi afflussi allorché le politiche ristabiliscono la fiducia...

Con il procedere dell'anno, il riflusso di capitale nei mercati emergenti ha acquistato vigore. Due fattori sono all'origine di tale miglioramento. In primo luogo, una combinazione di prestiti ufficiali, di politiche macroeconomiche rigorose (con elevati tassi d'interesse) e di un perdurante impegno alla liberalizzazione dei mercati dei capitali ha rassicurato gli investitori internazionali e nazionali, frenando prima e invertendo poi il deflusso di capitale dall'America latina. In particolare, la messa a punto di un consistente pacchetto di prestiti esteri e l'annuncio di un nuovo programma di stabilizzazione, ai primi di marzo, hanno mitigato i timori del mercato sulla capacità del Messico di far fronte ai propri impegni debitori a breve termine. Verso la metà dell'anno due emissioni di obbligazioni internazionali biennali da parte di enti pubblici messicani sono state lanciate con successo. Sebbene in autunno il peso messicano sia stato soggetto a nuove turbolenze, la moneta si è poi stabilizzata, ma a un livello alquanto più basso.

I deflussi di capitale dall'Argentina sono stati arrestati mediante l'inasprimento della politica di bilancio, cospicui crediti ufficiali, maggiori emissioni di obbligazioni internazionali da parte del settore pubblico e un forte rialzo dei tassi d'interesse. In Brasile, gli altissimi tassi d'interesse (saliti a circa il 65% a marzo e ridiscesi al 40% a fine d'anno), unitamente alla gradualità del deprezzamento del cambio, hanno attratto ampi afflussi di capitale nonostante un ulteriore irrigidimento delle restrizioni su tali afflussi. Le riserve ufficiali sono cresciute di quasi \$20 miliardi tra aprile e dicembre 1995, con un nuovo forte incremento agli inizi del 1996.

... e calano i rendimenti sui mercati finanziari dei paesi industriali

Un secondo fattore, più di carattere ciclico, all'origine dell'accresciuta offerta di capitali ai PVS è stato il forte calo dei tassi d'interesse a breve nei principali paesi industriali (grafico VII.1). I mercati azionari dell'America latina hanno anch'essi registrato una ripresa, sebbene l'incremento non sia stato così ampio come nel precedente periodo di tassi d'interesse calanti (1993 e inizio 1994). Tuttavia, i flussi verso i mercati azionari emergenti si sono rafforzati a partire dall'ultimo scorcio del 1995 allorché l'eccezionale rialzo sui mercati azionari e obbligazionari dei maggiori paesi industriali nel corso dell'anno ha posto un limite alle ulteriori prospettive di guadagno sulle attività finanziarie in molti di questi paesi.

In Asia, gli afflussi dall'estero sono stati alimentati dal perdurare di una forte crescita economica. Poiché in alcuni paesi la politica monetaria è diventata più

Flussi di capitale verso l'Asia e l'America latina						
In miliardi di dollari USA						
	1980-90	1991	1992	1993	1994	1995
Afflussi netti privati						
Totale	12,4	50,7	80,9	95,2	70,0	52,6
Cina	1,9 ¹	-1,9	11,7	7,8	16,4	-1,4
Altri paesi dell'Asia ²	4,4	24,5	18,3	32,4	22,0	34,7
Brasile	3,8	2,5	9,1	9,9	9,1	32,0
Messico	1,7	21,0	23,9	30,3	9,7	-15,4
Altri paesi dell'America latina ³	0,6	4,6	18,0	14,7	12,9	2,7
Afflussi netti ufficiali						
Totale	12,0	10,2	16,9	10,1	10,4	35,8
Cina	1,2	2,9	5,4	5,6	7,5	6,2
Altri paesi dell'Asia ²	5,7	7,2	11,1	3,6	3,1	2,3
Brasile	1,0	-1,4	-0,5	-1,2	-0,7	-0,7
Messico	2,0	2,0	1,7	-0,9	0,3	25,7
Altri paesi dell'America latina ³	2,1	-0,5	-0,9	2,9	0,2	2,3
Aumento netto delle riserve						
Totale	13,4	52,7	70,0	57,2	43,0	60,2
Cina	2,7 ¹	14,1	23,2	1,8	30,5	22,0
Altri paesi dell'Asia ²	10,5	23,3	23,9	36,7	21,7	15,0
Brasile	-0,1	-0,4	14,7	8,7	7,2	13,5
Messico	0,6	8,2	1,2	6,1	-18,9	9,6
Altri paesi dell'America latina ³	-0,3	7,6	7,1	4,0	2,5	0,2
Nota: i flussi di capitale sono calcolati come differenza tra il saldo delle partite correnti e la variazione delle riserve; i flussi privati sono calcolati come residuo rispetto a una stima dei flussi ufficiali.						
¹ 1982-1990. ² Corea, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia. ³ Argentina, Cile, Colombia e Venezuela.						
Fonti: FMI, "Balance of Payments Statistics"; Institute of International Finance. Tabella VII.1						

stringente, i più alti tassi d'interesse hanno attratto afflussi sui titoli a breve e sui depositi bancari. Oltre a ciò, in Asia alcuni progetti nel settore delle costruzioni sono stati finanziati con emissioni di obbligazioni internazionali, e si sono accresciuti gli investimenti diretti esteri. Complessivamente, gli afflussi totali netti di capitale privato nelle maggiori economie asiatiche, esclusa la Cina (dove il nuovo indebitamento sull'estero è diminuito), sono ammontati a \$ 35 miliardi. Tuttavia, con il sensibile ampliarsi dei disavanzi correnti, le riserve internazionali di questi paesi sono aumentate meno che negli anni scorsi, sia in termini assoluti che in proporzione dell'afflusso di capitale. Le riserve della Cina sono cresciute di quasi \$ 30 miliardi nel 1995 e nel primo trimestre del 1996.

Un importante mutamento nella composizione dei flussi di capitale lo scorso anno è consistito nella marcata ripresa dell'indebitamento bancario netto. Nonostante gli ingenti rimborsi da parte di operatori in Messico e in numerosi paesi petroliferi del Golfo, i crediti netti in essere delle banche dichiaranti alla BRI verso i PVS (eccettuati i centri offshore) sono aumentati di circa \$ 21 miliardi, rispetto a una lieve variazione nel 1994 (tabella VIII.3, Capitolo VIII). Gli aumenti più consistenti hanno riguardato Corea e Thailandia. Una volta placatisi gli effetti

In Asia vigorosa
domanda di capitali
esteri...

... e accresciuto
indebitamento
verso le banche

iniziali della crisi messicana, è cresciuta anche la raccolta di fondi da parte dei PVS sui mercati obbligazionari internazionali. Tali andamenti verranno entrambi approfonditi nel Capitolo VIII.

Stabilità macroeconomica e solidità dei sistemi finanziari

Molti dei mercati finanziari dei PVS che hanno maggiormente attratto l'interesse degli investitori negli anni novanta sono ancora di scarsa ampiezza (con una gamma limitata di strumenti) e di limitato spessore (con un basso volume di contrattazioni). In molti casi, la non completa sterilizzazione degli afflussi ha aumentato la liquidità bancaria, contribuendo a una forte espansione del credito bancario.

Nella maggior parte dei paesi dell'Asia e dell'America latina, i progressi verso un sistema bancario e finanziario più libero sono relativamente recenti e tuttora incompiuti. Una volta abolite le regolamentazioni, lo sviluppo di una moderna infrastruttura finanziaria con istituzioni solide richiede tempo. Persino nelle economie sviluppate dei paesi industriali la riforma è stata accompagnata da una notevole volatilità sui mercati e, talvolta, da tensioni che hanno interessato le principali istituzioni nazionali, segnatamente le banche. Per le economie ancora in pieno processo di sviluppo il rischio che la riforma finanziaria provochi turbolenze è ancor più forte quand'anche, secondo i criteri convenzionali, le politiche macroeconomiche siano propizie alla stabilità. Ad esempio, la rapida industrializzazione in alcuni paesi asiatici negli anni novanta ha innescato un boom delle costruzioni, stimolando un indebitamento per investimenti immobiliari che ricorda l'esperienza di svariati paesi industriali nello scorso decennio. I rapidi mutamenti nella struttura dei prezzi relativi (compresi i prezzi delle attività) pongono nuove sfide alla capacità dei sistemi finanziari di discernere e di valutare correttamente tale rischio. In alcuni PVS questo compito è reso più difficile da politiche fiscali e monetarie destabilizzanti.

I sistemi finanziari solidi contribuiscono alla stabilità macroeconomica ...

Stabilità macroeconomica e solidità sistemica si rafforzano reciprocamente. Da un lato, sistemi finanziari robusti facilitano il perseguimento di politiche che contribuiscono alla stabilità macroeconomica. Così, i mercati finanziari con maggiore spessore possono favorire una più agevole conduzione della politica monetaria. Al contempo, l'esistenza di un sano sistema bancario facilita l'adozione di restrizioni monetarie quando ciò è necessario per la stabilità a più lungo termine. L'importanza di tale nesso è stata posta in risalto dalle recenti esperienze di alcuni paesi. Ad esempio, le debolezze dei sistemi bancari in Brasile e Messico hanno inevitabilmente accentuato i rischi connessi ai più elevati tassi d'interesse, aumentando i costi a breve termine delle indispensabili politiche di stabilizzazione perseguite.

... e viceversa

Dall'altro lato, la stabilità macroeconomica riduce il rischio di problemi sistemici. Dall'esperienza di diversi paesi si evince che quattro aspetti della stabilità macroeconomica hanno importanti implicazioni per la solidità dei sistemi finanziari: la situazione di bilancio, i tassi di risparmio privati, l'inflazione e i tassi di cambio.

Il mantenimento di una forte posizione di bilancio può essere utile per affrontare alcuni dei problemi macroeconomici che generalmente si incontrano

nella transizione verso un sistema finanziario sano e aperto. Il rafforzamento del risparmio pubblico può controbilanciare il calo del risparmio privato riscontrabile solitamente quando si verifica un forte aumento della domanda di credito in seguito all'abolizione dei controlli diretti. Ciò può limitare il rischio di inflazione sui mercati dei beni e, soprattutto, su quelli delle attività, che spesso accompagna la liberalizzazione. Bassi disavanzi possono altresì contribuire a contenere la volatilità dei tassi d'interesse insita nei mercati finanziari sottili e poco sviluppati, un altro potenziale fattore di fragilità finanziaria. Infine, disavanzi di bilancio più modesti possono far scendere i tassi d'interesse interni, moderando così quei consistenti afflussi di capitale a breve che spesso sono associati a una riforma finanziaria. In breve, una posizione fiscale forte favorisce quasi sempre la stabilità dei mercati finanziari.

Elementi della
stabilità macroeco-
nomica: disciplina
fiscale...

Tuttavia, varie crisi finanziarie in America latina (la più recente in Messico) dimostrano chiaramente che una posizione di bilancio equilibrata può non essere sufficiente a garantire la stabilità. Sono altresì necessari elevati tassi di risparmio privato. In svariati paesi, segnatamente in Cile e in diversi paesi asiatici, i programmi già da tempo varati per incentivare il risparmio privato (Capitolo III) hanno avuto altresì l'importante effetto di stimolare lo sviluppo dei mercati finanziari locali. Altri paesi (tra cui Brasile e Messico) hanno recentemente adottato o proposto misure per rinvigorire il risparmio privato.

... alti tassi di
risparmio privato...

La bassa inflazione può anch'essa contribuire a evitare la fragilità finanziaria. L'alta inflazione pregiudica la prevedibilità e la stabilità del reddito futuro; rende inoltre poco chiari i segnali forniti dalle variazioni dei prezzi relativi. Il credito bancario diventa più rischioso e viene inibito lo sviluppo dei mercati degli strumenti a più lunga scadenza. Inoltre, per un sistema finanziario che si sia evoluto in una situazione di inflazione cronica è difficile adattarsi a un contesto di maggiore stabilità. Poiché genera consistenti guadagni su passività non remunerate, l'alta inflazione può incoraggiare nuove istituzioni finanziarie a entrare in un mercato già saturo. Durante precedenti episodi di iperinflazione sia in Argentina che in Brasile, si è avuta una proliferazione di nuove banche, le quali talvolta hanno costituito reti di succursali. Inoltre, le istituzioni finanziarie si sono concentrate sulle transazioni a breve termine, preferendo le operazioni di tesoreria rispetto ai prestiti. La qualità delle attività del settore finanziario ne ha quindi sofferto, essendosi atrofizzate le capacità di valutazione del merito creditizio.

... inflazione
contenuta...

Infine, un tasso di cambio sostenibile può ridurre il rischio di crisi finanziarie. I programmi di stabilizzazione basati sul tasso di cambio, che si sono spesso tradotti in un abbattimento dell'inflazione, non di rado vengono mantenuti in vigore per troppo tempo e i tassi di cambio diventano sopravvalutati. Quanto più a lungo dura un cambio irrealistico, tanto maggiori sono le probabilità che i flussi finanziari si dirigano verso i settori sbagliati, e tanto più alti saranno i susseguenti costi di una loro dislocazione. Ciò è vero soprattutto se un'inversione dei flussi di capitale a breve impone un riaggiustamento improvviso e di notevole entità. Invero, molte crisi finanziarie in America latina sono state innescate da brutali variazioni dei tassi di cambio.

... e tasso di cambio
sostenibile

Una questione tuttora aperta è se mercati dei capitali più liberi e aperti richiedano anche un maggiore grado di flessibilità del cambio. Un cambio fisso ha spesso incoraggiato i residenti ad accumulare pericolose esposizioni al rischio di

Cambi fluttuanti e
cambi fissi

cambio, contraendo prestiti in valuta estera per trarre vantaggio dai bassi tassi d'interesse internazionali. Un cambio fluttuante potrebbe ridurre tale tentazione. Si può anche sostenere che una maggiore flessibilità contribuirebbe ad assorbire gli shock esogeni, come una variazione delle ragioni di scambio o un cambiamento di direzione dei flussi di capitale, senza far ricadere tutto l'onere dell'aggiustamento sui tassi d'interesse interni. Per contro, un tasso di cambio stabile, visibilmente sostenuto dalle autorità, si è spesso rivelato un importante segnale per i mercati indicativo dell'impegno ufficiale alla stabilità, soprattutto laddove il riorientamento delle politiche era relativamente recente. Per questo motivo, la maggior parte dei PVS che dispone di riserve adeguate attua uno stretto controllo dei tassi di cambio. Alcuni hanno introdotto a tal fine una banda di oscillazione preannunciata, che può ancorare le aspettative lasciando al tempo stesso un certo margine per un aggiustamento reale.

Mercati mobiliari

Come nei paesi industriali, l'importanza dell'intermediazione finanziaria realizzata attraverso il mercato mobiliare è cresciuta rispetto a quella dell'intermediazione

Mercati mobiliari									
In percentuale del PIL se non diversamente indicato									
	Titoli in essere ¹		Azioni				Obbligazioni		
	1990	1994	Capitalizzazione		Concentrazione degli scambi ²	Volume degli scambi ³	Capitalizzazione		Volume degli scambi ³
			1990	1995			1990	1994	
India	35,0	93,4	12,6	56,9	6,2	24,1	18,5	22,4	57,5
Asia orientale									
Corea	91,4	105,4	44,0	40,2	12,8	171,6	19,7	24,1 ⁴	43,0
Indonesia	13,5	32,6	7,6	33,9	35,4	29,4	1,6	6,0	10,0
Malaysia	196,5	352,6	113,8	265,0	13,6	62,3	59,9	51,2	32,6
Taiwan	83,2	134,7	62,3	74,0	23,4	353,5	5,6	13,6	1 840,0
Thailandia	37,8	113,8	27,9	85,4	28,0	60,9	9,8 ⁵	7,0 ⁵	4,0
America latina									
Argentina	9,4	30,4 ⁶	2,4	13,4	47,7	28,1	7,0	18,3 ⁶	600,0 ⁶
Brasile	11,9	66,6	3,7	26,2	77,6	83,4			
Cile	54,5	155,8	44,9	109,4	57,7	9,5	9,6	18,4	275,4
Colombia	22,8	34,4	3,5	23,9	52,5	17,8	1,6	4,9	
Messico	44,6	73,9	14,1	36,3	56,4	46,5	8,7	2,9	32,9
Venezuela	22,4	18,2	17,2	4,9	80,7	20,2	5,2	11,1	
Stati Uniti	203,7	244,5	56,3	94,7	7,4	69,7	108,3	123,4	1 460,0 ⁵
Giappone	189,5	178,2	99,5	72,1	13,2	32,4	78,0	88,4	250,0 ⁵
Germania	88,9	132,7	21,6	23,9	61,9	97,8	70,1	85,6	2 120,0 ⁵

¹ Ove disponibili, inclusi: strumenti di mercato monetario a breve termine, obbligazioni di Stato, obbligazioni societarie e titoli azionari al valore di mercato. ² Quota percentuale dei dieci titoli maggiormente scambiati rispetto al valore totale delle contrattazioni nel 1994. Per Stati Uniti e Giappone, quota sul totale delle contrattazioni. ³ Valore totale scambiato in percentuale della capitalizzazione media di mercato nel 1994. ⁴ 1995. ⁵ Solo obbligazioni di Stato. ⁶ 1993.

Tabella VII.2

attraverso le banche. La tabella VII.2 mostra il forte incremento, dal 1990, del valore dei titoli in essere come percentuale del PIL nei principali mercati emergenti. In alcuni paesi asiatici, tale percentuale si avvicina attualmente ai valori tipici delle maggiori economie industriali. In America latina, invece, rimane molto elevata la quota dell'intermediazione finanziaria realizzata attraverso le banche (tabella VII.5).

Un maggiore spessore dei mercati finanziari ...

La "securitisation" può rappresentare una sfida competitiva per le banche. I mercati mobiliari, tuttavia, non si pongono soltanto in concorrenza con le banche, ma contribuiscono anche a rendere più forte e resiliente il sistema bancario. Essi sono in grado di ripartire i rischi che precedentemente gravavano unicamente sulle banche: ad esempio, il maggior ricorso a titoli azionari da parte di società immobiliari ha facilitato la riduzione del rapporto fra prestito e valore sottostante dei loro finanziamenti bancari. Questo fatto, unitamente alla "securitisation" dei mutui ipotecari, ha contribuito a mettere al riparo le banche dalla flessione dei prezzi delle proprietà immobiliari, ad esempio a Hong Kong. Inoltre, l'allargamento dei mercati degli strumenti debitori ai titoli a più lunga scadenza può aiutare le banche a limitare l'asimmetria delle scadenze nei bilanci. Infine, i mercati mobiliari possono facilitare le banche nella determinazione del prezzo del rischio.

... può essere d'aiuto alle banche

Volatilità di tassi di cambio, tassi d'interesse e mercati azionari								
	Tassi di cambio ¹		Tassi d'interesse ²				Mercati azionari ³	
	1986-90	1991-95	Overnight		A tre mesi		1986-90	1991-95
			1986-90	1991-95	1986-90	1991-95		
Scarto quadratico delle variazioni mensili								
Cina	3,4	4,3			0,5	0,3		21,6
India	1,3	3,2	2,6	5,2			8,9	10,4
Corea	0,8	0,6	0,9	1,3	0,0	0,2	8,9	7,7
Hong Kong	0,1	0,2	2,4	1,4	0,8	0,5	8,8	7,6
Singapore	1,2	1,0	2,5	1,1	0,5	0,5	7,3	4,1
Taiwan	1,6	1,2	1,7	0,9			17,8	11,2
Indonesia	3,9	0,2	2,2	2,0	1,6	0,6	10,8	8,6
Malaysia	1,0	1,4	1,2	0,3	0,4	0,2	8,6	7,0
Thailandia	0,6	0,5	1,2	2,5	0,5	0,7	9,3	8,8
Argentina	18,8	5,3	∞	27,2	∞	23,3	31,7	17,6
Brasile	10,5	11,2	∞	∞			22,9	16,2
Cile	1,3	1,8			0,6	0,2	8,3	8,1
Colombia	0,3	2,2			0,9	1,8	6,4	11,5
Messico	3,7	5,8			12,2	5,8	15,9	10,8
Venezuela	10,0	7,1			2,9	5,1	13,7	13,3
Francia	0,7	0,7	0,4	0,8	0,3	0,6	4,6	4,0
Italia	0,7	2,8	0,6	0,9	0,7	0,8	7,6	6,0
Regno Unito	2,4	2,1	0,6	0,4	0,6	0,4	5,5	3,4

Nota: ∞ indica un valore superiore a 1 000.

¹ Rispetto al dollaro USA (paesi emergenti) o al marco tedesco (Europa). ² Per la Cina, tasso sui depositi a un anno; per Taiwan, prima del novembre 1994, media ponderata di sei tassi del mercato monetario su scadenze da overnight a sei mesi; per il Cile, tasso d'interesse reale secondo la definizione ufficiale. ³ In termini di dollari USA.

Tabella VII.3

Mercati monetari

In alcuni paesi hanno cominciato a svilupparsi *mercati monetari* relativamente liquidi poiché i tassi d'interesse a breve sono diventati più reattivi alle condizioni di mercato per effetto dell'abolizione dei controlli. Su tali mercati, i tassi d'interesse tendono a essere molto più volatili che nei paesi industriali (tabella VII.3), sebbene ciò sia attribuibile tanto al contesto macroeconomico instabile quanto allo scarso spessore del mercato. Per giunta, accade che tali mercati siano dominati dalla politica delle maggiori banche nazionali, agenti talvolta in collusione. Nondimeno, la presenza di operatori esteri su questi mercati è notevolmente aumentata negli ultimi anni.

Mercati obbligazionari

I *mercati obbligazionari* sono tuttora relativamente poco sviluppati in buona parte dei PVS. In molti casi, le infrastrutture inadeguate e gli alti costi di emissione hanno indotto le imprese a emettere obbligazioni privatamente, o sui mercati internazionali piuttosto che su quelli interni. Laddove esistono, i mercati obbligazionari sono tuttora alquanto illiquidi, spesso perché le obbligazioni vengono conservate fino alla scadenza dalle istituzioni finanziarie nazionali tenute a investire in questo tipo di titoli. I mercati obbligazionari maggiormente sviluppati sono quelli asiatici, segnatamente Corea, Hong Kong, Malaysia e Singapore. A parità di altre condizioni, i mercati aperti agli investitori esteri tendono a essere più liquidi. Tra le iniziative adottate per stimolare lo sviluppo dei mercati obbligazionari si possono annoverare la creazione di sistemi di compensazione efficienti e sicuri e l'istituzione di agenzie di rating indipendenti, in grado di fornire informazioni sull'affidabilità di credito dei mutuatari. Anche in presenza delle condizioni adatte, tali mercati potrebbero non svilupparsi spontaneamente. Quella di incoraggiare i market-makers a quotare i prezzi su base continuativa è stata una delle principali preoccupazioni di molte banche centrali sia nei paesi industriali che nei PVS. Le autorità di vari paesi hanno inoltre cercato di aumentare lo spessore del mercato di uno o più titoli di riferimento, talvolta acquistando emissioni illiquide sul mercato e collocando un'emissione standard.

I *mercati delle obbligazioni di Stato nei paesi industriali* assolvono all'importante funzione di fornire alle banche titoli sicuri e liquidi. Le banche dei PVS, non disponendo di siffatti titoli, possono avere un'eccessiva concentrazione delle attività in prestiti, e dunque un minore margine di sicurezza di fronte a una perdita di depositi.

Mercati azionari

I *mercati azionari* si sono sviluppati più rapidamente e, in molti paesi, i rapporti capitalizzazione di borsa/PIL si avvicinano alle medie dei paesi industriali (tabella VII.2). In alcuni casi, però, le contrattazioni sono tuttora di volume relativamente modesto e riguardano in prevalenza i titoli di poche, grandi imprese. Inoltre, la volatilità dei prezzi è ancora oggi molto maggiore che nei paesi industriali, soprattutto in America latina. Nondimeno, è significativo il fatto che in tutti i paesi riportati nella tabella, salvo due, la volatilità dei prezzi sia stata minore nel periodo 1991–95 che in quello 1986–1990. Tale osservazione evidenzia come l'assai maggiore interesse manifestato negli anni novanta dagli investitori esteri per i valori azionari dei mercati emergenti non abbia necessariamente accresciuto la loro volatilità. In effetti, vi è motivo di ritenere che la più ampia gamma di investitori abbia contribuito a una maggiore stabilità dei mercati.

Obbligazioni Brady

Lo sviluppo del mercato delle *obbligazioni Brady* ha avuto particolare importanza per gli investitori esteri. Il consistente volume di obbligazioni Brady

emesse e la loro denominazione in dollari hanno posto le basi per un mercato secondario spesso e liquido che negli ultimi anni si è rivelato un indicatore sensibile dei mutamenti di clima d'opinione nei confronti di determinati paesi. Facilitando la valutazione del rischio-paese, tale mercato ha fornito agli investitori un meccanismo di copertura; ad esempio, la possibilità di combinare un acquisto di titoli a pronti con un'opzione in vendita di obbligazioni Brady.

Con il passaggio a tassi di cambio e d'interesse determinati dal mercato, la gestione e la negoziazione del rischio hanno assunto un'importanza determinante. Di conseguenza, un fenomeno notevole lo scorso anno è stato il rapido sviluppo di nuovi strumenti derivati negoziati in borsa. L'introduzione di contratti derivati nelle principali borse USA è di particolare importanza in quanto fornisce agli investitori strumenti di copertura esteri che, rispetto a quelli nazionali, sono meno soggetti a rischi politici, quali l'introduzione di controlli sui cambi. L'utilizzo di futures sul peso messicano, quotati dall'aprile 1995 al Chicago Mercantile Exchange, è cresciuto e, più di recente, sono stati introdotti strumenti derivati su un indice di 30 azioni di società messicane, oltre che futures e opzioni sulle obbligazioni Brady messicane. Nel novembre 1995 sono stati lanciati futures e opzioni sul real brasiliano. Con lo sviluppo di più attivi mercati a breve termine monetari e interbancari, si sono diffusi i futures su tassi d'interesse nonché i contratti a termine negoziati nel mercato parallelo, e hanno cominciato a prendere consistenza anche i mercati delle opzioni. Nel complesso, è probabile che tali sviluppi contribuiranno ad accrescere ulteriormente la liquidità del mercato a pronti.

Strumenti derivati

Il sistema bancario e la crescita del credito

Nei mercati emergenti, un contesto macroeconomico generalmente più instabile rispetto a quello dei paesi industriali ha accresciuto le difficoltà dell'industria bancaria. La tabella VII.4 evidenzia la sostanziale concordanza tra la classifica dei paesi stilata in base alla volatilità dell'operatività bancaria e quella basata sulle variazioni della crescita del PIL e dell'inflazione. Tuttavia, la variabilità annua dei depositi e del credito bancario supera di parecchio quella del PIL. Anche tenuto conto dell'ampiezza notevolmente maggiore del ciclo economico, l'attività bancaria in America latina è stata di gran lunga quella con la più elevata volatilità (grafico VII.2).

Contesti macroeconomici meno stabili ...

Un ambiente macroeconomico instabile rende necessariamente più difficile la valutazione dei rischi di credito da parte delle banche: i precedenti storici di un'impresa, maturati in una situazione di iperinflazione, possono non essere un buon indicatore della sua affidabilità creditizia in un contesto più stabile. Inoltre, l'instabilità macroeconomica e l'alta inflazione hanno spesso innescato fughe di capitali, determinando una drastica riduzione dei depositi e degli impieghi bancari. L'Argentina e il Venezuela hanno costituito al riguardo esempi tipici, con rapporti fra credito bancario e PIL ben inferiori a quelli di altri paesi con livelli di sviluppo paragonabili. Un efficace programma di stabilizzazione macroeconomica che riduca l'inflazione e garantisca almeno stabilità nel breve periodo può favorire la ricostituzione dei depositi e rendere profittevole il credito bancario. L'espansione del credito può diventare allora molto rapida e può risultare difficile

... poco propizi alla resilienza dei sistemi bancari

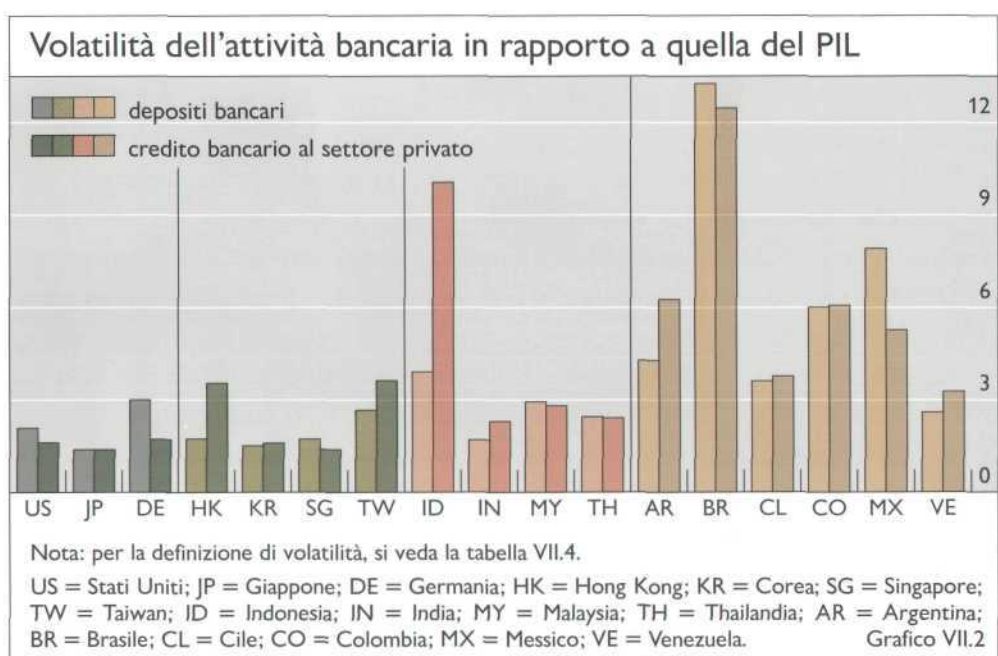
Volatilità di indicatori macroeconomici e aggregati bancari ¹				
	PIL	Inflazione	Depositi bancari ²	Credito bancario al settore privato ²
India	2,0	4,1	3,4	4,6
Corea	3,5	7,2	5,3	5,6
Hong Kong	3,5	3,1	6,1 ³	12,4 ⁴
Singapore	3,3	2,6	5,7	4,6
Taiwan	2,4	5,5	6,4	8,7
Indonesia	2,0	3,1	7,8	20,1
Malaysia	3,0	2,4	8,8	8,4
Thailandia	2,7	4,6	6,6	6,5
Argentina	5,5	888,3	23,5	34,4
Brasile	4,3	918,3	57,0	53,6
Cile	5,8	7,5	20,9	21,8
Colombia	1,5	3,9	9,0	9,1
Messico	4,2	39,4	33,2	22,1
Venezuela	4,9	21,9	12,7	16,0
Stati Uniti	2,1	3,1	4,4	3,4
Giappone	1,8	2,0	2,5	2,5
Germania	1,8	1,9	5,4	3,1

¹ Volatilità misurata come scarto quadratico delle variazioni percentuali annue nel periodo 1980–1995. ² In percentuale del PIL nominale. ³ 1983–1995. ⁴ Credito totale interno. Solo banche abilitate.

Tabella VII.4

valutare in che misura essa sia attribuibile al ritorno a condizioni più normali o se rispecchi invece un comportamento imprudente nella concessione dei finanziamenti.

I modesti risultati economici delle banche non sono però imputabili unicamente al clima macroeconomico avverso. Altri fattori causali sono stati un



quadro istituzionale non equilibrato, cattive pratiche bancarie, meccanismi di vigilanza prudenziale deboli e, infine, gli inevitabili problemi incontrati nella transizione verso un sistema più libero.

Quadro istituzionale

Un'importante causa di difficoltà è stata che le riforme intese a consentire una maggiore libertà ai mercati e alle istituzioni finanziarie non sono state sostenute da un'azione sufficiente per migliorare i contesti istituzionali non equilibrati, retaggio degli anni di controllo e di protezione governativa. Due elementi di questa struttura insoddisfacente sono stati particolarmente significativi: l'inefficienza di talune banche e un quadro normativo inadeguato.

Allorché i programmi di liberalizzazione sono stati avviati, le banche – protette da controlli e da regolamentazioni – erano spesso molto inefficienti. In molti paesi, per giunta, le grandi banche di proprietà statale avevano tradizionalmente svolto un ruolo importante, e talvolta predominante, nel sistema bancario. Poiché le politiche creditizie erano dettate dal Governo o subivano altre forme di pressione politica, le banche non effettuavano sempre una corretta valutazione dei rischi di credito. Potevano inoltre permettersi di mantenere personale in eccesso o reti di sportelli sproporzionate. Un sistema bancario potrà divenire più efficiente soltanto se alla liberalizzazione si affiancheranno misure che consentano alle banche più competitive di assorbire e ristrutturare quelle più deboli oppure che permettano ai nuovi venuti di estromettere dal mercato gli operatori incompetenti.

Tuttavia, il meccanismo delle acquisizioni è spesso ostacolato da varie restrizioni che sono rimaste in vigore anche dopo la liberalizzazione. Molti paesi hanno altresì conservato vincoli all'ingresso sul mercato di nuove banche, specie se straniere. Inoltre, una struttura bancaria oligopolistica, in più di un caso sopravvissuta alla liberalizzazione, ha soffocato la concorrenza. Per giunta, la liberalizzazione non ha sempre condotto alla privatizzazione delle banche statali, la cui quota sul totale delle attività del settore bancario rimane elevata in vari paesi (tabella VII.5). L'esigenza di assicurare che il controllo delle banche fosse assunto solo da persone con requisiti di "professionalità e onorabilità" può essere servita talvolta a differire il processo di privatizzazione. Ciò è avvenuto in particolare laddove sono state escluse le banche estere o non è stato consentito a potenti gruppi industriali e commerciali di accedere alla proprietà per evitare che fosse compromessa una valutazione indipendente del rischio di credito. E anche dopo la privatizzazione, la cultura interna delle banche già statali potrebbe opporre resistenza al cambiamento in mancanza di un contesto competitivo nel settore.

È difficile giudicare in che misura e con quale rapidità le riforme abbiano reso le banche più efficienti nel fornire i loro servizi. Un indicatore imperfetto del "prezzo" della loro intermediazione è il margine di interesse netto. Benché i raffronti internazionali in tale ambito siano arrischiati, le banche nei paesi emergenti sembrano rientrare in tre grandi categorie generali:

- le banche nei centri asiatici a più alto reddito (Corea, Hong Kong, Singapore e Taiwan), con un margine di interesse netto medio di 1½–2 punti percentuali, non molto superiore a quello prevalente in Germania e Giappone;

Le banche inefficienti ...

... sono spesso quelle meno esposte alla concorrenza

Forte variabilità dei margini di interesse ...

- le banche negli altri paesi asiatici (India, Indonesia, Malaysia e Thailandia), con margini compresi tra 3 e 4 punti percentuali;
- le banche nei paesi dell'America latina (ad eccezione di Cile e Messico), con margini attorno agli 8–10 punti percentuali.

Tale configurazione è cambiata ben poco durante gli anni novanta, sebbene, a quanto sembra, vi sia stata una lieve contrazione dei margini di interesse in America latina (grafico VII.3).

È ovviamente impossibile formulare un giudizio conclusivo, in quanto i margini possono riflettere diversi livelli di inflazione e di rischio, oltreché diversi gradi di efficienza. L'alta inflazione accresce i margini in quanto genera guadagni su attività non remunerate ed elevati proventi nominali per interessi sulle attività proprie della banca. Notevolmente diversa a seconda dei paesi è anche la rischiosità degli impieghi, che è indubbiamente cresciuta con la liberalizzazione. Nondimeno, l'evoluzione dei margini di interesse nei vari paesi ricalca da vicino quella dei costi di esercizio come quota delle attività (tabella VII.5). I margini di interesse sono infatti maggiori nei paesi dove i costi operativi sono più elevati. Ciò fa ritenere che le disparità dei margini fra i vari paesi riflettano per lo più livelli diversi di efficienza del sistema bancario piuttosto che la remunerazione di rischi diversi. I margini più ampi richiesti dalle banche che operano in contesti più rischiosi o volatili non rendono i

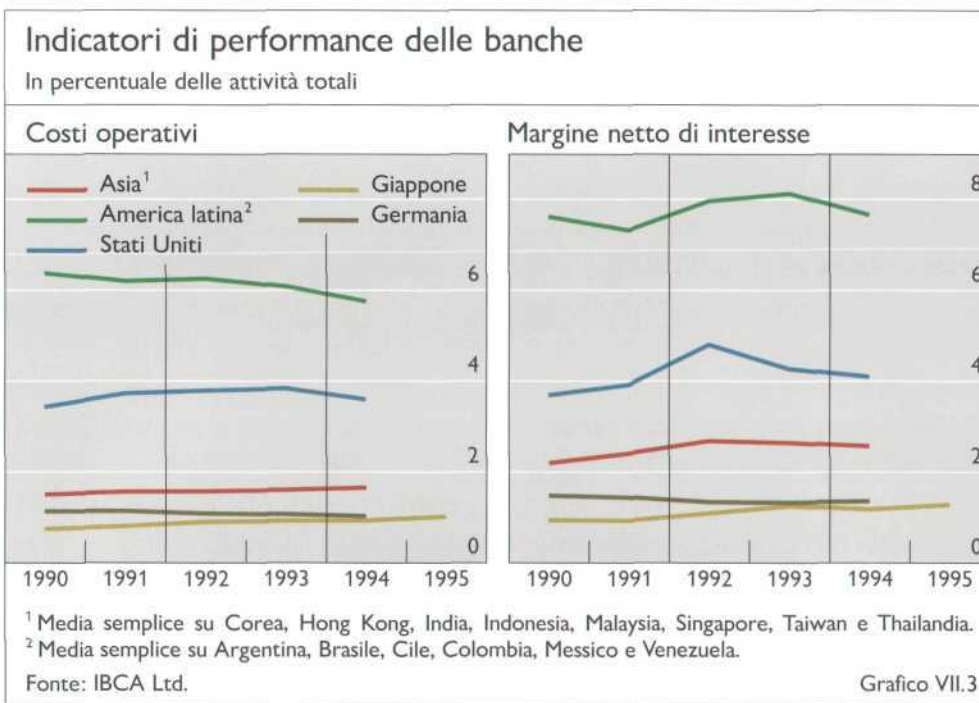
...in gran parte
come riflesso di
differenti costi
operativi

Indicatori della struttura del settore bancario						
	Quota delle banche nell'intermediazione finanziaria ¹	Quota delle banche di proprietà statale ²	Costi operativi	Margine netto di interesse	Depositi presso la banca centrale come % del credito al settore non statale	
	1994	1994	in % delle attività totali ³		1994	1995
India	80	87	2,3	2,9	21,3	15,6
Corea	38	13	1,7	2,1	7,5	7,9
Hong Kong	94	0	0,8 ⁴	1,6 ⁴	0,1	0,1
Singapore	71	0	1,4	1,6	6,7	6,5
Taiwan	80	57	1,3	2,0	9,9	8,7
Indonesia	91	48	2,4	3,3	0,5	1,1
Malaysia	64	8	1,6	3,0	0,0	0,2
Thailandia	75	7	1,9	3,7	1,2	1,4
Argentina	98	42	8,5	9,2	8,0	3,5
Brasile	97	48	8,3	10,0 ⁴	15,5	11,5
Cile	62	14	3,0	6,1	5,5	5,0
Colombia	86	23	7,3	8,3	27,4	21,8
Messico	87	28	3,9	5,1	0	0
Venezuela	92	30	5,7	8,1	48,5	34,9
Stati Uniti	23	0	3,7	4,2	3,2	2,4
Giappone	79	0	0,8	1,1	0,6	0,6
Germania	77	50	1,1	1,4	1,7	1,3

¹ Attività delle banche in percentuale delle attività totali di banche e istituzioni finanziarie non bancarie. ² Quota percentuale delle attività, eccettuata l'Argentina (quota dei depositi). Per l'India, 1993. ³ Media 1990–94. ⁴ 1992–94.

Fonti: banche centrali; IBCA Ltd.; FMI, "International Financial Statistics".

Tabella VII.5



sistemi bancari più solidi se essi sono assorbiti per coprire costi di gestione più elevati.

Un ulteriore problema istituzionale è che le riforme spesso sono state avviate quando il quadro giuridico era ancora in scarsa sintonia con le esigenze di un sistema finanziario orientato al mercato. Le banche dipendono da un assetto giuridico efficace. La rapidità delle procedure legali necessarie alle banche per far valere i propri diritti sulle garanzie reali detenute ha un peso evidente sul valore di queste ultime, soprattutto in periodi di crisi: lunghi ritardi ed esiti imprevedibili risultano inevitabilmente penalizzanti. In modo analogo, sono necessari efficaci meccanismi giuridici che impediscano il trasferimento fraudolento delle attività detenute in garanzia. In aggiunta, uno snellimento delle procedure di collateralizzazione consentirebbe alle imprese più piccole di accedere al credito a costi inferiori. Infine, sono altresì essenziali meccanismi per un rapido e prevedibile riparto dell'attivo in caso di fallimento.

Pratiche bancarie carenti

Una seconda causa di difficoltà è costituita dalle pratiche bancarie carenti. L'*inadeguata diversificazione* delle attività bancarie rappresenta una debolezza cruciale. Le banche specializzate sono state eccessivamente dipendenti da uno specifico settore o da una determinata regione. Un'altra debolezza è stata la concentrazione dei crediti nel settore immobiliare e in altri progetti di investimento a lungo termine. Il problema generale nell'utilizzo dei finanziamenti bancari per tali progetti è che il loro valore attuale è particolarmente sensibile alle variazioni dei tassi d'interesse. Questo è uno dei motivi per cui in alcuni paesi esistono limiti agli impieghi nel settore immobiliare: ad esempio, a Hong Kong una recente direttiva invita le banche con un'esposizione nel settore immobiliare superiore al 40% degli impieghi a ridurre o stabilizzare tale quota. Infine, le economie di piccole dimensioni, specie se le loro esportazioni sono fortemente concentrate

Quadro giuridico inadeguato

Pratiche bancarie carenti: insufficiente diversificazione...

in pochi prodotti, possono offrire alle banche ristrette opportunità di diversificazione. In tali circostanze, il sistema bancario può essere schermato dagli shock endogeni soltanto attraverso la diversificazione a livello internazionale. Ciò è vero in particolare per i portafogli obbligazionari delle banche, soprattutto laddove i mercati nazionali sono sottili o troppo recenti.

... prestiti ad
aziende collegate ...

In alcuni paesi emergenti, il credito concesso alle *imprese collegate* (ad esempio, società industriali con una partecipazione consistente nella banca) ha spesso compromesso un'obiettiva valutazione del rischio e aumentato la tentazione di pratiche fraudolente. Le norme dei vari paesi in materia di esposizione massima nei confronti di un singolo mutuatario differiscono notevolmente nel grado di restrittività. Alcune autorità di vigilanza impongono un limite del 10% del capitale o del patrimonio netto, altre invece ammettono fino al 30%. Inoltre, tale regolamentazione è talvolta elusa mediante un'accresciuta esposizione attraverso le filiali, con operazioni fuori bilancio o all'estero, oppure considerando come un singolo mutuatario ciascuna delle entità societarie che compongono un gruppo.

... squilibri
fra attività
e passività...

Un'altra pratica pericolosa è un'eccessiva *dissimmetria in termini di scadenze e di valuta* tra le attività e le passività. Quando il credito bancario costituisce praticamente l'unica fonte di finanziamento per investimenti anche in progetti a lungo termine, come avviene in molti PVS, le banche che raccolgono fondi da depositi a breve sono esposte a uno sfasamento delle scadenze potenzialmente assai rischioso. Nel momento in cui i tassi d'interesse vengono liberalizzati, le banche perdono la protezione di quella struttura controllata che solitamente manteneva i tassi a breve al disotto di quelli a lunga. I loro tentativi di evitare questo rischio di tasso d'interesse applicando ai mutuatari di prestiti a lungo termine tassi d'interesse variabili (collegati ai tassi a breve) possono ripercuotersi sulle banche stesse sotto forma di rischio di credito qualora i clienti incontrino difficoltà nel servizio del debito nel caso di un brusco rialzo dei tassi a breve.

Considerazioni analoghe valgono per i prestiti in valuta estera concessi a mutuatari nazionali. Tali prestiti subiscono di norma un forte aumento nelle fasi iniziali dei programmi di riforma, in quanto i mutuatari cercano di evitare i tassi d'interesse più elevati sulla moneta locale che generalmente accompagnano la liberalizzazione. Una recente indagine a campione ha evidenziato che quasi il 60% delle passività finanziarie di grandi e medie imprese messicane era denominato in valute estere, anche se le vendite all'estero di queste imprese rappresentavano meno del 10% del totale. L'ingente volume dell'indebitamento bancario in valuta di tali società prima della svalutazione ha contribuito alla gravità della successiva crisi bancaria, sebbene le banche in quanto tali avessero un'esposizione di cambio relativamente modesta.

... e sopravvalutazione delle
garanzie collaterali

Un ultimo problema è costituito dalla *sopravvalutazione delle garanzie collaterali*. In una fase espansiva, allorché i prezzi aumentano, la tentazione di sopravvalutare le garanzie collaterali può essere molto forte. Tuttavia, una valutazione realistica e prudente è essenziale in quanto, allorché sopravvengono difficoltà di rimborso, il valore della garanzia (soprattutto immobiliare) è generalmente su livelli assai depressi. Vendere su un mercato illiquido può essere difficile. In relazione a ciò, è importante che lo scarto di garanzia per i mutui ipotecari rifletta il rischio di una possibile flessione dei prezzi immobiliari. Ad esempio,

a fine 1991 a Hong Kong gli scarti di garanzia considerati prudenti sono stati aumentati dal 10 al 30%. Anche a Taiwan le banche hanno operato un aumento di analoga entità dello scarto di garanzia per le proprietà immobiliari. Più di recente, un inasprimento delle condizioni di credito ha indotto le banche thailandesi ad accettare a titolo di garanzia i terreni non ancora urbanizzati o edificati per soltanto il 50–60% del valore corrente, rispetto all'80% precedente.

Vigilanza prudenziale

Una terza importante causa di difficoltà è che il sistema di vigilanza prudenziale non è stato potenziato in misura adeguata a far fronte ai maggiori rischi che quasi inevitabilmente si accompagnano alla liberalizzazione. In alcuni casi, le direttive di vigilanza sono rimaste permissive o erano facilmente eludibili: quando la vigilanza non è stata attuata su base consolidata, ad esempio, le banche hanno potuto trasferire i problemi all'estero, o scaricarli su altre società di un gruppo conglomerato. Alle autorità responsabili mancavano spesso le risorse per sorvegliare adeguatamente le banche o i poteri per far rispettare le regole. Ad esempio, il sistema di vigilanza del Messico è stato notevolmente rafforzato soltanto nel 1994, ben dopo l'abolizione dei controlli sulle banche e una rapida espansione del credito. Similmente, la nuova legge bancaria del Venezuela, che ha potenziato i sistemi di vigilanza e di gestione delle crisi, è entrata in vigore soltanto agli inizi del 1994.

La regolamentazione ufficiale non è che una parte di un meccanismo di vigilanza; importanza fondamentale rivestono altresì la pubblicità delle informazioni e i meccanismi di controllo basati sul mercato, in quanto qualsiasi regolamentazione dà luogo inevitabilmente a tentativi di elusione o di infrazione. Ciò è tanto più vero quando la struttura dei mercati finanziari è in rapida trasformazione e può talvolta rendere obsolete determinate disposizioni regolamentari.

Regole prudenziali particolarmente importanti sono: i limiti all'ingresso nel mercato di nuove istituzioni; i rapporti patrimonio/attivo; e gli standard in materia di contabilità e revisione. I *requisiti di ammissione* per le nuove banche pongono un dilemma. È fuor di dubbio che l'entrata di nuovi soggetti sul mercato può stimolare la concorrenza. Per giunta, le banche estere possono fornire un contributo prezioso di know-how e tecnologia. Tuttavia, l'ingresso di nuove banche non è privo di rischi. I potenziali nuovi operatori – soprattutto quelli nazionali – potrebbero senz'altro non avere i requisiti per l'esercizio dell'attività bancaria. Inoltre, l'accresciuta capacità che deriva dall'ingresso di nuove istituzioni potrebbe ridurre i margini di profitto del sistema bancario, aumentando la sua vulnerabilità agli shock avversi. Questo effetto è ancora maggiore quando a entrare sul mercato sono banche estere altamente competitive.

In generale, i paesi asiatici sono stati relativamente più prudenti nel consentire l'accesso di nuovi operatori che non quelli dell'America latina. Le crisi bancarie hanno spesso determinato un notevole inasprimento delle restrizioni. Ad esempio, i rigorosi requisiti di entrata oggi in vigore a Hong Kong sono stati introdotti anche come risposta alla crisi bancaria del 1982. L'abolizione della moratoria sulla concessione di nuove autorizzazioni bancarie, nel 1978, aveva accresciuto la concorrenza nel settore e, dati i deboli sistemi di vigilanza e

I sistemi di vigilanza prudenziale non tengono il passo con la liberalizzazione dei mercati

I meccanismi di controllo basati sul mercato devono essere incoraggiati

Requisiti di ammissione

regolamentazione allora esistenti, aveva consentito un'eccessiva assunzione di rischi (nonché il ricorso a pratiche illecite). Anche in Cile sono state imposte restrizioni all'entrata dopo la crisi finanziaria del 1982.

Molti paesi (quali Brasile, Messico e Corea) hanno consentito l'ingresso di operatori stranieri solo con gradualità, mantenendo limiti alla penetrazione di banche estere durante il periodo di transizione. Sebbene la quota delle attività totali detenuta da banche estere sia cresciuta nell'ultimo decennio, nella maggior parte dei paesi con mercati emergenti che non dispongono di importanti settori bancari esteri essa resta al disotto del 10%. Le due eccezioni sono Cile e Malaysia, entrambi paesi con sistemi bancari alquanto solidi.

In alcuni paesi dell'America latina, i requisiti relativamente permissivi che si applicavano in passato alle istituzioni locali avevano determinato un'eccessiva proliferazione delle banche, spesso seguita da diffusi fallimenti. In Brasile, l'abolizione (nel 1988) dell'obbligo di un'autorizzazione preventiva all'esercizio dell'attività aveva portato alla costituzione di troppe nuove banche, molte delle quali poi fallite con la fine dell'iperinflazione. Un'analoga catena di eventi si era prodotta in Argentina.

Il più rilevante *requisito di capitalizzazione* è il coefficiente di adeguatezza patrimoniale dell'8% stabilito dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. Le pratiche in molti mercati emergenti si sono evolute solo lentamente nel recepire lo spirito di tale normativa. In primo luogo, il coefficiente è sempre stato inteso come un valore minimo, anche per i paesi del Gruppo dei Dieci. Nell'ambiente a più elevato rischio di molti mercati emergenti, le autorità di vigilanza potrebbero dover imporre coefficienti più elevati per garantire un'adeguata salvaguardia. Di fatto, in alcuni casi ciò avviene: a Hong Kong e Singapore i coefficienti di adeguatezza patrimoniale attualmente in vigore sono superiori al 15%, e anche in Colombia essi sono relativamente alti. L'Argentina ha innalzato di recente i requisiti patrimoniali.

Alle autorità di vigilanza si porrà inoltre l'esigenza di emanare nuovi criteri-guida a integrazione di quelli sull'adeguatezza patrimoniale. Ad esempio, le procedure per la gestione del rischio sono di importanza basilare. Un aspetto notevole delle recenti riforme in Argentina consiste nel fatto che ai requisiti patrimoniali minimi per le banche commerciali è stata applicata una graduazione del rischio basata sui criteri standard di adeguatezza patrimoniale, gestione dell'attivo, qualità e integrità del management, qualità e stabilità degli utili, e liquidità.

Inoltre, la misura del patrimonio presuppone un'accurata contabilità. Ad esempio, il riconoscimento tardivo o incompleto delle sofferenze ne ha spesso compromesso l'integrità. Alcune autorità di vigilanza richiedono che le banche costituiscano sistematicamente riserve per perdite su crediti quando questi ultimi aumentano, con accantonamenti più elevati per la copertura dei prestiti più rischiosi. Nei primi anni ottanta, tuttavia, in molti paesi dell'America latina tali riserve non erano superiori a quelle dei paesi asiatici, nonostante il maggior livello di rischio. Le recenti riforme in alcuni paesi latino-americani hanno imposto norme più rigide in materia di accantonamenti.

Un unico coefficiente patrimoniale fisso può essere meno efficace rispetto a coefficienti che possono variare in funzione del contesto e del tipo di istituzione. Così pure, una scaletta di coefficienti che preveda una progressiva perdita di

privilegi o addirittura l'applicazione di penali può risultare, rispetto a un coefficiente unico, più credibile nel vincolare il comportamento delle banche e più efficace nel sollecitare manovre correttive. Ad esempio, la legislazione statunitense elaborata dopo la crisi delle casse di risparmio ha introdotto una simile graduazione. Un altro esempio è rappresentato dal quadro regolamentare a due livelli della Malaysia, che impone alle banche scarsamente capitalizzate una regolamentazione più restrittiva.

È altresì necessario che le normative siano affiancate da efficaci meccanismi di controllo affidati al mercato azionario o a quello interbancario. La trasparenza e l'accuratezza dell'informativa di bilancio sono essenziali affinché i mercati possano riconoscere tempestivamente i sintomi di difficoltà. I *criteri contabili e di revisione* nei PVS, tuttavia, mancano spesso di rigore e di precisione e le transazioni che non comportano effettivi esborsi di cassa non sono sempre contabilizzate in modo appropriato. Laddove una banca possiede altre imprese finanziarie (anche all'estero), per essere trasparenti i bilanci devono rispecchiare l'attività consolidata dell'intero gruppo.

Negli ultimi anni molto è stato fatto per migliorare la trasparenza. Svariati paesi hanno intrapreso azioni importanti per rafforzare il ruolo dei revisori esterni e per assicurare la regolare pubblicazione di bilanci su base consolidata. Tali misure sono state talvolta integrate dalla creazione di agenzie di rating indipendenti (Malaysia) o dall'adozione delle regole contabili statunitensi o di normative altrettanto rigorose (Messico). In Cile le agenzie indipendenti forniscono una valutazione mensile del rischio per i depositi bancari. In Brasile sono stati recentemente introdotti requisiti più stringenti in materia di pubblicità delle informazioni. Dal settembre 1996, in Argentina le istituzioni finanziarie che raccolgono depositi dovranno pubblicare il rating loro attribuito da un'agenzia di valutazione indipendente.

Difficoltà della transizione

In tutti i processi di transizione gli operatori economici necessitano di tempo per adattarsi al nuovo contesto. Le politiche di liberalizzazione e di stabilizzazione si sono spesso accompagnate a una eccessiva espansione del credito bancario, che tende a persistere anche in presenza di alti tassi d'interesse nominali. I cicli dei prezzi delle attività, segnatamente nel settore immobiliare, hanno rappresentato un poderoso fattore di instabilità. Una maggiore fiducia suscitata da riforme strutturali di vasta portata può inoltre generare un clima di ottimismo eccessivo. Non essendo più vincolate da restrizioni sui prestiti, le banche soddisfano la domanda accumulata di credito proveniente dai settori già soggetti a controlli; tipicamente prestiti personali, per investimenti in beni immobili e per l'acquisto di titoli. Le banche hanno in genere scarsa esperienza nel fissare prudenti limiti all'erogazione di credito, giacché i controlli prima in vigore impedivano loro di raggiungere tali limiti. Inizialmente esse trovano questa nuova attività molto redditizia e sono incoraggiate a incrementarla. Se tutte le istituzioni si muovono nella stessa direzione, i prezzi delle attività saranno sospinti sempre più in alto. I mutuatari continueranno a indebitarsi per acquistare attività in rapido apprezzamento, anche se ciò comporta il pagamento di tassi d'interesse elevati. Nel breve termine, l'eccessiva assunzione di rischi da parte sia delle

Pratiche contabili
e di revisione

Alle banche
occorre tempo per
adattarsi al nuovo
contesto

banche che della loro clientela risulterà una scelta vincente. Il deterioramento nella qualità dei crediti diventerà palese solo quando scoppierà la “bolla” dei prezzi delle attività.

Il grafico V.6 illustra come il rapporto fra il credito totale al settore privato e il PIL abbia seguito strettamente le oscillazioni dei prezzi delle attività in vari paesi industriali in cui si sono verificate crisi bancarie. Tali fluttuazioni possono avere ampiezza ancora maggiore in molti mercati emergenti, dove il boom delle costruzioni rivoluziona il valore dei terreni e dove l'ascesa dei corsi azionari è spesso ancor più impetuosa. Ad esempio, nel 1990 le banche taiwanesi hanno incontrato gravi difficoltà allorché, con lo scoppio della bolla speculativa dei prezzi delle attività, le condizioni interne di liquidità si sono inasprite. In Venezuela, la crisi bancaria è stata parimenti preceduta da un violento ciclo di rapida ascesa e susseguente tracollo del mercato azionario. Inoltre, gli esportatori di materie prime possono trovarsi esposti a improvvise variazioni nelle ragioni di scambio; a tale fattore sono almeno in parte riconducibili le difficoltà incontrate in passato dalle banche di Indonesia, Malaysia e di gran parte dell'America latina. Si aggiunga che un processo di industrializzazione molto rapida offre di per sé opportunità di arbitraggio enormemente redditizie, stimolando la domanda di credito bancario anche a tassi d'interesse oltremodo elevati. Periodi di rapida espansione del credito hanno preceduto molte crisi bancarie nei PVS, sia negli anni ottanta che più di recente.

Il controllo dell'espansione del credito bancario

Il controllo dell'espansione del credito bancario può non essere agevole in tali circostanze. L'innalzamento dei tassi d'interesse può rivelarsi insufficiente a contenere la domanda di credito quando i prezzi delle attività sono in rapida ascesa, e può inoltre attrarre afflussi di capitale non desiderati. In considerazione di ciò, in molti paesi le banche centrali hanno reagito ai primi sintomi di una forte espansione del credito imponendo massimali o restrizioni all'erogazione di crediti. Il credito al consumo, per esempio, può essere assoggettato a un anticipo minimo o a un periodo massimo di rimborso. Negli anni recenti paesi così diversi come il Brasile e Singapore hanno utilizzato tali restrizioni per contenere il boom dei consumi finanziati attraverso il credito. Altri paesi potrebbero ricorrervi in un prossimo futuro.

Fra gli strumenti alternativi per minimizzare il rischio di un'eccessiva espansione del credito nelle prime fasi della liberalizzazione figurano le riserve obbligatorie e la “moral suasion”. Lo svantaggio principale delle riserve obbligatorie è quello di agire come un'imposta sull'intermediazione finanziaria e quindi di favorire l'espansione delle operazioni fuori bilancio o all'estero. In effetti, un eccessivo ricorso a tale strumento in passato ha indebolito i sistemi bancari di molti paesi latino-americani. Ad esempio, all'indomani della crisi bancaria degli anni ottanta l'Argentina aveva aumentato gli obblighi di riserva sulle banche in buona salute allo scopo di finanziare il credito alle istituzioni in difficoltà. Analogamente, nello scorso decennio il Messico aveva impiegato questa manovra per finanziare gli ingenti disavanzi di bilancio.

Tuttavia, più di recente le riserve obbligatorie sono state in genere stabilite a valori più bassi e in modo più selettivo per quanto riguarda sia l'ambito che i

Una sfida importante: il controllo dell'espansione del credito

La manovra delle riserve obbligatorie...

... in America latina...

Crescita del credito bancario al settore privato in rapporto a quella del PIL						
	1980-89	1990-93	1994	1995 ¹	Per memoria: credito bancario al settore privato in % del PIL	
	Variazioni percentuali medie annue				1980	1994
Cina ²	5,0	2,7	3,1	- 6,2	54,0	95,4
India	2,4	-2,4	- 7,4	3,4	22,2	24,1
Altri paesi dell'Asia						
Corea	3,3	0,4	4,2	- 1,1	38,8	49,0
Hong Kong ³	12,0	7,9	1,8	5,8	80,9	284,5
Singapore	2,2	0,9	1,1	8,8	71,0	86,8
Taiwan	6,1	9,5	7,8	0,7	49,2	141,1
Indonesia	11,4	4,9	9,3	5,7	14,2	49,8
Malaysia	8,0	3,2	1,5	13,4	39,2	78,2
Thailandia	5,8	9,2	14,7	10,2	30,1	91,7
America latina						
Argentina	-3,8	16,5 ⁴	10,4	5,2	16,6	18,0
Brasile	0,5	2,2	8,5		17,5	26,1
Cile	5,1	1,9	- 0,5	1,4	34,7	46,7
Colombia	1,7	5,2	9,0	4,8	14,3	19,3
Messico ⁵	-0,6	25,0	26,3	-24,0	15,6	46,3
Venezuela	-3,3	-6,1	-41,5	6,1	27,5	9,2
Stati Uniti	1,3	-4,1	0,4	4,1	64,5	62,8
Germania	1,5	2,4	2,3	0,8	78,6	98,9
Giappone	3,6	-0,6	- 0,6	1,4	84,7	116,8

¹ Dati provvisori. ² Credito bancario diverso dai finanziamenti al Governo centrale. ³ Credito totale interno. Solo banche abilitate. ⁴ 1991-93. ⁵ Escluse le banche per lo sviluppo.

Tabella VII.6

tempi di applicazione. In vari paesi (ad esempio, Brasile, Cile e Colombia) le banche centrali hanno imposto coefficienti più elevati sui depositi a breve, inducendo le banche ad allungare la scadenza delle proprie passività. Svariate banche centrali hanno aumentato temporaneamente le riserve obbligatorie (ad esempio, in Brasile nelle prime fasi del Piano Real), al fine di limitare la rapida espansione del credito. Altre hanno applicato elevati coefficienti marginali. In Argentina i vincoli di riserva obbligatoria sono stati allentati lo scorso anno quando le banche hanno dovuto far fronte a un ritiro di depositi, aiutando in tal modo il sistema bancario ad assorbire lo shock. Per contro, il Messico ha di fatto rinunciato a uno strumento di controllo del credito allorché le riserve obbligatorie sono state azzerate all'inizio del processo di privatizzazione.

Con la notevole eccezione dell'India, nella maggior parte dei paesi asiatici i requisiti di riserva obbligatoria sono al momento relativamente bassi (tabella VII.5, ultima colonna). Nondimeno, quasi tutte le banche centrali della regione hanno mantenuto il potere discrezionale di manovrare tale strumento per varie finalità. Sia l'Indonesia che la Malaysia hanno di recente innalzato le riserve obbligatorie per contenere la crescita degli impieghi. Lo scorso anno, allorché l'espansione del credito ha subito un rallentamento a Taiwan, le autorità hanno alleggerito

... e in Asia

gli obblighi di riserva. La Thailandia ha aumentato le riserve sui depositi in baht di non residenti allo scopo di disincentivare gli afflussi di capitale.

“Moral suasion”

Infine, numerose banche centrali dell'Asia (segnatamente quelle di India, Malaysia, Thailandia e Indonesia) hanno fatto ricorso alla “moral suasion” per frenare l'espansione del credito. In alcuni paesi, ad esempio, le banche sono tenute a sottoporre programmi per la crescita futura degli impieghi. La “moral suasion” può altresì essere applicata alla destinazione del credito: essa è infatti spesso volta a scoraggiare una crescita troppo rapida dei prestiti per investimenti in beni immobili o in azioni.

Nel 1995, in molti paesi asiatici il ritmo di espansione del credito è stato eccezionalmente rapido, anche in base ai parametri di quest'area in forte crescita economica (tabella VII.6). È importante che tale dinamica sia ricondotta a valori più sostenibili, affinché sia salvaguardata la stabilità e la solidità dei sistemi bancari.

Crisi bancarie

Sofferenze bancarie ingenti ...

Nei mercati emergenti le crisi bancarie sono state in genere più acute che nei paesi industriali. Mentre al culmine delle turbolenze nei paesi nordici dell'Europa le sofferenze rappresentavano il 10% circa sul totale degli impieghi bancari, sia in Asia che in America latina esse hanno spesso superato il 20% durante le crisi della metà degli anni ottanta. I dati relativi ai singoli paesi, riportati nella tabella VII.7, vanno considerati come indicativi soltanto dell'ordine di grandezza del fenomeno, poiché i raffronti internazionali in questo ambito risentono delle disparità fra paesi nella contabilizzazione dei crediti in sofferenza. In effetti, questi sono spesso sottovalutati, in particolare nelle prime fasi di una crisi.

... e spesso concentrate nel settore pubblico

In taluni paesi (segnatamente in Cina, India e Indonesia) i prestiti in sofferenza si concentrano nel settore statale, spesso come risultato di precedenti erogazioni non soggette alla disciplina del mercato. In altri l'incidenza delle sofferenze rimane significativamente maggiore nelle banche statali che in quelle private; ad esempio, a fine 1994 in Argentina un terzo dei prestiti totali erogati dalle banche pubbliche era inesigibile, a fronte di una quota del 10% nelle banche private. In alcuni casi, acquisizioni di titoli di Stato a tassi non di mercato hanno comportato per le banche forti perdite aggiuntive. I prestiti ad amministrazioni o agenzie governative locali hanno causato non poche difficoltà alle banche statali del Brasile.

Le difficoltà macroeconomiche possono innescare episodi di crisi

La collocazione temporale, se non le cause di fondo, delle crisi bancarie in America latina sono spesso state influenzate da crisi macroeconomiche. In Venezuela la crisi bancaria è seguita ad anni di politiche macroeconomiche incoerenti, i cui effetti sono stati aggravati da shock dei prezzi petroliferi e da turbolenze politiche. Non appena la fiducia è venuta meno, e una fuga di capitali ha determinato una forte perdita di riserve, le banche si sono trovate in gravi difficoltà. L'insolvenza di molte di esse ha richiesto un massiccio intervento ufficiale, il cui costo ha superato il 16% del PIL. L'incalzante pressione speculativa sul peso messicano, e l'anno di tassi d'interesse elevati che ne è seguito, hanno colpito un sistema bancario già sollecitato oltremisura dall'eccessiva espansione del credito seguita alla liberalizzazione. In Argentina e Brasile una drastica disinflazione ha messo in risalto importanti difetti strutturali nei sistemi bancari.

La gestione di tali crisi costituisce per i responsabili delle politiche un arduo compito, che solleva molte questioni spinose, sul piano sia macroeconomico che sistemico. Tre elementi principali appaiono necessari per un esito positivo: una sollecita risoluzione dei problemi a livello delle singole banche; il mantenimento della fiducia nel valore della moneta nazionale e nell'impegno ufficiale a sistemi finanziari orientati al mercato; e il miglioramento dei meccanismi di vigilanza prudenziale (operanti attraverso sia il mercato sia la regolamentazione) allo scopo di prevenire nuovi episodi di crisi.

Un esito positivo dipende...

All'insorgere di difficoltà nel settore bancario è spesso difficile valutare la reale entità del potenziale problema e la tentazione di minimizzarne la portata può essere molto forte per le autorità. Una diffusa motivazione in questo senso è l'esigenza di mantenere la fiducia dell'opinione pubblica nel sistema bancario, in particolare laddove i depositi non sono assicurati. Inoltre, può non essere facile comprendere fin dall'inizio se le difficoltà sono semplicemente temporanee, o piuttosto permanenti. Un forte o inatteso mutamento delle variabili macroeconomiche (ad esempio, il crollo del tasso di cambio o del mercato immobiliare ovvero un forte aumento dei tassi d'interesse) può ripercuotersi anche sulle banche correttamente gestite. Di conseguenza, gli effetti cumulativi

... dalla capacità di discernere i problemi transitori da quelli permanenti...

Quota delle sofferenze bancarie sul totale dei prestiti erogati					
	Crisi negli anni ottanta		1990	1994	1995 ²
	Anni ¹	Media			
India				23,6	19,5
Altri paesi dell'Asia					
Corea	1986	6,7 ³	2,1	1,0	0,9
Hong Kong				3,1	2,9
Taiwan ⁴	1986	5,5	1,2	2,0	3,1
Indonesia			4,5	12,0	10,4
Malaysia	1988	32,9	20,6	10,2	6,1
Thailandia	1983-88	15,0	9,7	7,5	7,7
America latina					
Argentina	1985	30,3	16,0	8,6	12,3
Brasile			4,7	3,9	7,9
Cile	1983	15,5	2,1	1,0	1,0
Colombia	1984	25,3	2,2	2,2	2,7
Messico ⁵	1982	4,1	2,3	10,5	19,1
Venezuela	1983	15,4	3,0	24,7	10,6
Stati Uniti	1987	4,1	3,3	1,9	1,3
Giappone				3,3	3,4
Italia			5,2	8,8	10,3
			1992 ⁶		
Finlandia			8,0	4,6	3,9
Norvegia			9,1	5,4	4,5
Svezia			11,0	6,0	4,0

¹ Anni culminanti delle crisi. ² Dati provvisori. ³ Dati ufficiali disponibili solo a partire dal 1986. ⁴ Prestiti scaduti. ⁵ Solo banche commerciali. ⁶ Anno culminante delle crisi bancarie nei paesi nordici dell'Europa. Tabella VII.7

di una perdita di fiducia (quali si possono manifestare, ad esempio, con un ritiro di depositi, una riduzione del credito da parte di altre banche o perfino una chiusura di linee di credito sui mercati interbancari) sono difficilmente pronosticabili e possono risultare enormi nonché, in certa misura, irreversibili.

Tuttavia, il pericolo connesso a una simile argomentazione in favore dell'“indulgenza” è che le banche e altri soggetti potrebbero utilizzare il pretesto delle avverse condizioni cicliche per non portare allo scoperto una perdita *durevole* di valore delle proprie attività o di quelle della loro clientela, come accade di frequente quando scoppia una bolla speculativa nel settore immobiliare. Il debitore e la banca che detiene l'ipoteca a titolo di garanzia reale possono avere un interesse comune nel non riconoscere il deprezzamento del bene immobile, ed è verosimile che non desiderino vendere in un mercato cedente. Tuttavia, sottrarre attività al mercato in questo modo non rappresenta una soluzione duratura e spesso prolunga semplicemente il periodo in cui le perdite non realizzate incombono sul mercato.

... e dalla rapidità dell'azione

I ritardi sono dovuti inoltre alla difficoltà di indurre le autorità fiscali ad attribuire un'elevata priorità nei piani di spesa agli interventi in favore delle banche in situazione problematica; per giunta, a causa dell'impopolarità delle banche può essere difficile ottenere il tempestivo sostegno dell'opinione pubblica alla concessione di aiuti fiscali. Infine, complicazioni giuridiche possono parimenti frapporsi a una rapida risoluzione dei problemi. Tuttavia, quanto più sarà differita l'azione, tanto maggiore potrà diventare il suo costo. Si avrà inoltre una crescente distorsione nell'allocazione delle risorse qualora la spinta a concedere prestiti ai mutuatari in maggiori difficoltà dovesse tradursi in un graduale spiazzamento dei clienti più solvibili. Un aspetto tipico delle crisi bancarie degli anni ottanta in Asia e in America latina è stato che le banche continuavano, ben dopo che la crisi era scoppiata, a rifinanziare il servizio di debiti che la clientela non riusciva più a onorare.

I dirigenti delle banche a rischio di insolvenza possono avere la tentazione di “giocare il tutto per tutto”, pagando tassi superiori a quelli di mercato per attrarre fondi (sottraendo depositi alle banche in buona salute), per impiegarli in nuovi prestiti altamente rischiosi e remunerativi. Può accadere che le banche più deboli seguano una simile strategia negli anni precedenti una crisi. Ad esempio, nel 1992 in Messico le banche minori (molte delle quali erano probabilmente più a rischio) pagavano interessi notevolmente più elevati di quelli corrisposti dalle banche maggiori per raccogliere fondi, cosicché nel 1993 e 1994 i loro depositi erano cresciuti molto più velocemente. Un'evoluzione analoga è riscontrabile nel sistema bancario venezuelano negli anni anteriori alla crisi del 1994. Pagando alti tassi d'interesse, una banca in difficoltà può sperare di evitare l'insolvenza. Questa tattica è allettante perché consente alle banche di non incrementare le proprie perdite anche nell'eventualità di un fallimento, mentre i costi aggiuntivi dei rischi assunti ricadranno verosimilmente sullo Stato. Un ritardo nell'azione può dunque risolversi in perdite complessive molto più forti del necessario.

Chiare attribuzioni di responsabilità

La tempestività dell'azione dipende da una chiara designazione di quale soggetto abbia la responsabilità primaria di intraprendere le misure correttive. Una struttura di vigilanza frammentata può talvolta essere di ostacolo: ad

esempio, in Venezuela le misure di emergenza sono state adeguatamente coordinate solo dopo la creazione di un apposito comitato finanziario di emergenza nel luglio 1994. L'efficacia dell'azione dipende altresì dai poteri che possono essere esercitati sollecitamente. Un importante aspetto delle riforme attuate di recente in Argentina è rappresentato dai maggiori poteri, conferiti alla banca centrale, di revocare l'autorizzazione alle istituzioni insolventi e di trasferire le attività acquisite da parte di istituzioni finanziarie con problemi di liquidità. Nel corso degli ultimi due anni, circa 76 banche sono state chiuse o incorporate. In vari paesi (Malaysia e, più di recente, Argentina e Brasile) sono stati ampliati i poteri di intervento delle autorità nel fornire sostegno finanziario o altri incentivi al fine di incoraggiare la fusione delle banche in difficoltà con istituzioni più solide. Nel 1995 vi è stato un forte aumento delle fusioni bancarie in America latina e in svariati paesi i prestiti erogati dalla Banca Mondiale e dalla Banca interamericana di sviluppo stanno ora contribuendo alla ristrutturazione del settore bancario.

La prontezza dell'azione può inoltre essere facilitata dalla presenza di un esplicito schema di assicurazione dei depositi che risarcisca delle perdite almeno i piccoli depositanti. Nel passato, in molti paesi asiatici e latino-americani esistevano solo forme implicite di garanzia piuttosto che schemi espliciti (ossia, si presumeva che lo Stato di fatto rifondesse i depositi). Uno dei vantaggi offerti da uno schema di garanzia esplicita è che può essere concepito in modo tale da coprire i costi potenziali mediante contributi commisurati ai depositi, eventualmente modulati in base alla rischiosità della banca, e non facendo ricorso allo Stato. Inoltre, un simile schema rende più facile la liquidazione di una banca evitando dispendiose controversie legali con i piccoli depositanti. Una garanzia esplicita può altresì limitare la copertura assicurativa (ad esempio, i depositi possono essere garantiti solo parzialmente). Nell'aprile 1995 l'Argentina ha introdotto uno schema di garanzia esplicita finanziato dalle banche e limitato a tipi particolari di depositi fino a una determinata soglia. In altri casi (ad esempio a Hong Kong), le autorità hanno ritenuto di poter meglio raggiungere tale obiettivo concedendo ai piccoli depositanti un diritto di prelazione in caso di liquidazione della banca.

Un secondo prerequisito consiste nel ripristinare o mantenere la fiducia sia nel valore della moneta nazionale sia nell'impegno ufficiale al perseguimento di politiche finanziarie orientate al mercato. Negli anni ottanta, e in precedenza, molti Governi alle prese con sistemi bancari insolventi avevano adottato l'espediente di rilassare la politica monetaria tanto da generare alta inflazione, tassi d'interesse reali negativi e una svalutazione del cambio. Una simile tattica, che erode il valore reale dei crediti in sofferenza delle banche, può sembrare pagante; ma, di regola, essa provoca una fuga di capitali, con l'effetto di ridurre la base interna di depositi delle banche, siano esse solide o meno. Inoltre, il ricordo dell'esproprio attraverso l'inflazione perdura molto tempo dopo l'inversione di rotta delle politiche macroeconomiche. Tale effetto contribuisce a spiegare la drastica perdita di depositi subita dalle banche argentine all'indomani della crisi messicana. In netto contrasto con i precedenti episodi di crisi, allorché tale perdita si era protratta nel tempo, a partire dalla metà dello scorso anno vi è stato un forte recupero dei depositi presso queste banche, in gran parte grazie al processo di ristrutturazione, tuttora in corso in un contesto di perdurante bassa

Assicurazione dei depositi

Esigenza di salvaguardare la fiducia nelle politiche sia macroeconomiche...

inflazione, e in virtù del chiaro impegno al mantenimento della stabilità della moneta.

... che micro-
economiche

Anche l'impegno all'attuazione delle riforme finanziarie è stato mantenuto, dal momento che la maggior parte delle recenti crisi bancarie è stata affrontata in modi che non hanno comportato un'inversione dell'orientamento liberale delle politiche. Le autorità si sono sforzate di non ricadere negli errori commessi negli anni ottanta, allorché molti Governi latino-americani avevano affrontato inadeguatamente le crisi del sistema bancario rovesciando la già avviata liberalizzazione dei mercati finanziari. Allora il credito era stato allocato a settori "prioritari" (fra i quali il settore pubblico) ed erano stati reintrodotti i controlli sui tassi bancari. La reimposizione di vincoli aveva inevitabilmente affievolito la fiducia nel sistema bancario, ridotto l'incentivo dei dirigenti bancari a una gestione efficiente degli istituti di credito e provocato una contrazione dei depositi a seguito dello spostamento di fondi all'estero. Con l'eccezione del Venezuela, tuttavia, negli anni novanta nessuno tra i maggiori paesi latino-americani ha reintrodotta i controlli sui tassi d'interesse; e tra le importanti misure di aggiustamento annunciate dal Venezuela nello scorso aprile figurava la deregolamentazione dei tassi d'interesse, che erano stati sottoposti a massimali dopo la crisi bancaria del 1994 e risultavano ampiamente negativi in termini reali.

Un ultimo elemento essenziale di un'azione efficace consiste nel potenziamento della vigilanza prudenziale. L'insorgere di una crisi segnala la necessità di inasprire le normative in questo campo e di rafforzare i sistemi di monitoraggio basati sul mercato. Non ha molto senso ricapitalizzare le banche se non si pone rimedio alle cause di fondo della crisi.

Conseguenze avverse

Una crisi
bancaria...

Pur se gestita in modo appropriato, una crisi bancaria verosimilmente reca danno all'economia di un paese. La ricapitalizzazione delle banche dissestate può aggravare i disavanzi di bilancio, talvolta in misura notevole. Un altro retaggio è il forte inasprimento delle condizioni creditizie, spesso maggiore di quanto sarebbe giustificato. È molto probabile che il razionamento del credito colpisca in particolare le piccole o nuove imprese.

... può comportare
pesanti oneri
di bilancio...

L'entità del costo finale per l'Erario dipenderà dal futuro contesto macroeconomico: più a lungo persiste l'instabilità, maggiore sarà il conto da pagare. Il sostegno ufficiale a volte è stato concesso in cambio di strumenti finanziari – disponibilità di titoli pubblici (Brasile) o capitale azionario proprio (Messico) – ceduti o dati in garanzia da una banca commerciale, che peraltro continuava ad amministrare il proprio portafoglio prestiti. Il costo di tale sostegno dipende dal valore di mercato delle attività finanziarie cedute (in genere le banche ottengono più di quanto potrebbero realizzare sul mercato aperto) e dalla capacità o meno della banca di rimborsare infine i prestiti ufficiali. Le autorità inoltre hanno erogato aiuti in cambio della titolarità di prestiti in sofferenza, a volte con annesso obbligo di riacquisto. Per esempio, il Cile ha obbligato le banche colpite dalla crisi negli anni ottanta a riacquistare i propri crediti in sofferenza dalla banca centrale secondo un piano decennale; la libertà operativa delle banche rimaneva limitata fintantoché sussistevano tali debiti. In Thailandia il sostegno ufficiale è stato fornito come contropartita di un'opzione in favore della

banca centrale di rilevare in un secondo momento il capitale azionario dell'istituto sovvenzionato. Quindi, il costo finale della ricapitalizzazione dipende dai seguenti fattori: la natura delle misure specifiche poste in atto; il valore di realizzo della garanzia acquisita in sede di liquidazione; e l'esito dei crediti in sofferenza nell'eventualità in cui le imprese debtrici continuino a operare.

Inoltre, non di rado il costo fiscale della ricapitalizzazione dovrà essere sopportato in un periodo più breve nei paesi con mercati finanziari relativamente poco sviluppati. Nei paesi industriali esso può essere ripartito nel tempo attraverso l'emissione di titoli di Stato a lungo termine; le perdite trovano così espressione monetaria solo all'atto dei pagamenti in conto capitale e interessi. In pochi PVS i mercati obbligazionari sono abbastanza forti da consentire il finanziamento di siffatte operazioni.

Una conseguenza alquanto duratura di una crisi bancaria può consistere in un forte inasprimento del credito, che spesso assume la forma di un pronunciato ampliamento dei margini di interesse. I costi di un siffatto processo di aggiustamento ricadono in definitiva sui clienti delle banche e possono produrre un effetto distorsivo sulle decisioni economiche. Laddove i depositanti percepiscano interessi più bassi vi potrebbe essere una dislocazione di fondi all'estero. I tassi più elevati sui prestiti bancari scoraggiano gli investimenti e possono condurre al fallimento mutuatari che in condizioni normali rimarrebbero solvibili. Si avrebbe, poi, il rischio di una selezione avversa, poiché proprio i mutuatari meno affidabili sono quelli che in tale situazione accrescono la propria quota sul credito totale. Infine, i tassi d'interesse elevati possono indurre le imprese maggiori e più affidabili a indebitarsi all'estero oppure a contrarre prestiti in valuta, aumentando in tal modo la propria vulnerabilità agli effetti di cambio.

In pratica, molti mutuatari non sono in grado di assolvere al servizio del debito allorché i tassi d'interesse raggiungono livelli nuovi e molto più elevati, il che non di rado sollecita un intervento ufficiale in favore di determinati debitori. Nel 1995 il Messico ha introdotto varie importanti misure per aiutare i mutuatari a far fronte al massiccio incremento dei tassi d'interesse bancari conseguente alla crisi del peso. Dal momento che le condizioni del credito in essere (basate su tassi d'interesse nominali variabili) avrebbero implicato un rimborso *reale* assai più rapido dei prestiti, le autorità hanno aiutato le banche a ristrutturarne una parte significativa in prestiti indicizzati a tasso fisso. Tra le altre misure figuravano consistenti sgravi sugli interessi per i piccoli debitori e, per le grandi imprese, la sostituzione delle loro passività verso le banche messicane con titoli di Stato a lungo termine. I nuovi prestiti hanno subito una forte contrazione.

I danni prodotti dalle crisi bancarie inducono naturalmente a riflettere sul ruolo del settore nel medio termine. Il Capitolo V analizza il clima di crescente competizione che sta spingendo le banche del mondo industriale a un processo di ristrutturazione e consolidamento. È necessario che anche le banche dei mercati emergenti si adattino a tale nuovo contesto. Nell'affrontare le recenti crisi bancarie, le autorità in Asia e in America latina hanno cercato di evitare sia politiche inflazionistiche sia misure che indebolissero i meccanismi di mercato. Ciò ha creato un ambiente più sano per le istituzioni finanziarie, ponendole in grado di raccogliere la sfida competitiva dei moderni mercati dei capitali. Per molte banche tale sfida implicherà una vera e propria trasformazione delle

... e un forte inasprimento delle condizioni creditizie

Prospettive future:

più concorrenza;

consolidamento;

pratiche operative. Un processo di consolidamento è ben avviato in numerosi paesi.

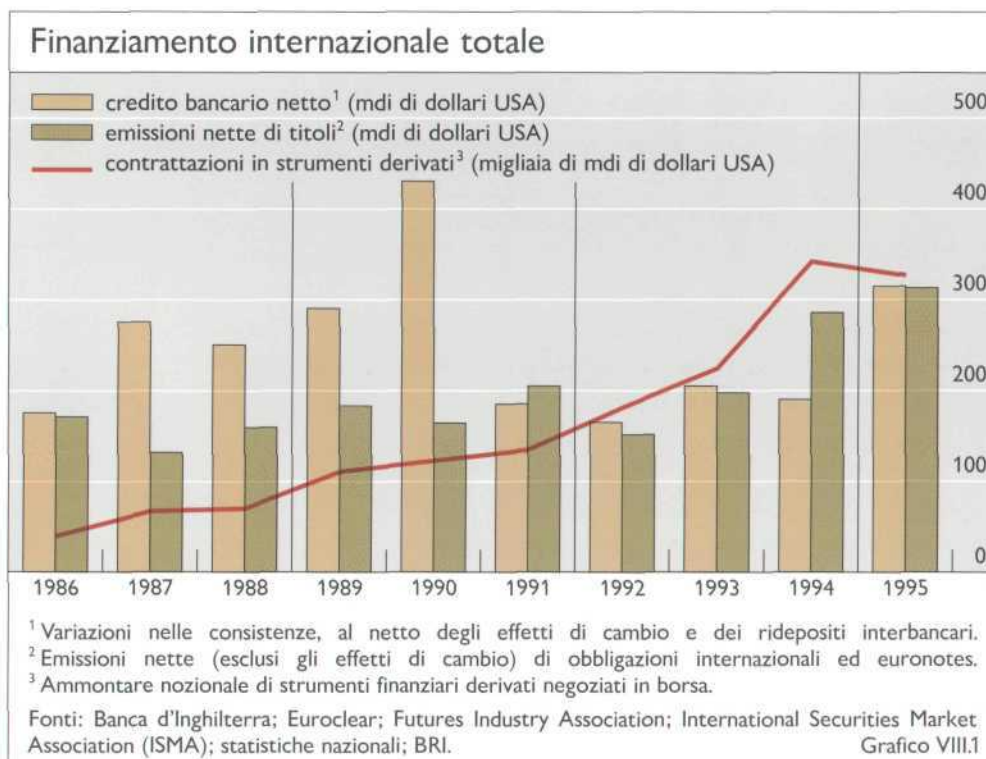
e internazio-
nalizzazione

L'internazionalizzazione del settore può essere d'aiuto, non solo perché lo sprone della concorrenza estera tende a stimolare la produttività interna (segnatamente nei mercati oligopolistici), ma anche perché l'opportunità di acquisire attività estere offre alle banche locali maggiori occasioni di diversificazione del rischio. Una concentrazione delle attività bancarie su economie piccole o instabili è di per sé pericolosa, e le accresciute opportunità di investire all'estero possono contribuire a ridurre tali rischi. Verosimilmente altri PVS seguiranno l'esempio del Cile, la cui nuova legge bancaria consente agli istituti nazionali ben capitalizzati di investire in filiali all'estero. Vari paesi nutrono l'ambizione di affermarsi come centri finanziari importanti, quanto meno a livello regionale. Queste tendenze costituiranno una sfida impegnativa per le autorità locali di sorveglianza e per un'efficace cooperazione internazionale nel campo della vigilanza prudenziale.

VIII. I mercati internazionali dei capitali

Aspetti salienti

Nel 1995 è stato emesso un volume senza precedenti di titoli di debito internazionali e anche l'erogazione di credito bancario internazionale ha registrato una forte ripresa. L'accentuarsi della crisi messicana nei primi mesi dell'anno, le turbolenze valutarie, la perdurante volatilità dei tassi d'interesse in alcuni mercati-chiave degli strumenti debitori e l'emergere in estate di un premio di rischio sull'indebitamento internazionale delle banche giapponesi non hanno potuto neutralizzare l'impatto ampiamente positivo del calo dei tassi d'interesse di riferimento sull'attività complessiva del mercato. Il nuovo finanziamento con titoli ha tratto impulso dalla diversificazione internazionale delle fonti di raccolta degli intermediari finanziari. Al tempo stesso, gli investitori internazionali hanno mostrato un rinnovato interesse per strumenti a più alto rendimento, a vantaggio di una più ampia gamma di mutuatari e di strutture di finanziamento. È rimasta tuttavia acuta la percezione dei rischi di mercato e di credito. Si è assistito inoltre a un forte aumento delle transazioni sul mercato secondario, a seguito degli ingenti acquisti internazionali di titoli di Stato nazionali, finanziati in parte con prestiti (Capitolo V). Ciò ha intensificato il ricorso al credito bancario internazionale, su cui ha agito in senso espansivo anche il vigore dell'attività in Asia.



Finanziamento netto stimato sui mercati internazionali ¹							
Componenti del finanziamento internazionale netto	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Consistenze a fine 1995
	in miliardi di dollari USA						
Totale attività esterne delle banche dichiaranti ²	614,7	- 48,0	185,5	318,3	276,9	657,4	7 925,8
Attività sull'interno in valuta estera	130,2	- 61,4	- 39,8	- 0,9	- 4,0	- 5,7	1 297,9
<i>meno: ridepositi interbancari</i>	314,8	- 294,4	- 19,4	112,4	82,9	336,7	4 578,6
A = Credito bancario internazionale netto ³	430,0	185,0	165,0	205,0	190,0	315,0	4 645,0
B = Collocamenti netti di euronotes	33,0	34,9	40,4	72,1	140,2	192,4	593,8
Totale emissioni obbligazionarie internazionali perfezionate ⁴	239,8	319,7	334,7	432,4	373,6	359,9	
<i>meno: rimborsi e riacquisti⁴</i>	108,8	150,0	223,7	307,0	228,1	239,2	
C = Finanziamento netto mediante obbligazioni internazionali ⁴	131,1	169,8	111,1	125,4	145,5	120,8	2 209,6
D = A + B + C = Totale finanziamento internazionale	594,1	389,7	316,5	402,6	475,7	628,2	7 448,3
<i>meno: duplicazioni⁵</i>	79,1	34,7	71,5	122,6	65,7	118,2	1 008,3
E = Totale finanziamento internazionale netto	515,0	355,0	245,0	280,0	410,0	510,0	6 440,0

¹ I dati sulle posizioni bancarie e sui collocamenti in euronotes si riferiscono a variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio; i dati sul finanziamento obbligazionario si riferiscono a flussi. 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 Escluse le obbligazioni emesse nel quadro di programmi EMTN, le quali sono comprese nella posta B. ⁵ Obbligazioni internazionali acquisite o emesse dalle banche dichiaranti, nella misura in cui figurano nelle statistiche bancarie come crediti verso non residenti.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Euroclear; ISMA; BRI. Tabella VIII.1

I mercati degli strumenti derivati hanno fornito segnali contrastanti, con un calo della domanda dei principali strumenti negoziati in borsa cui si contrappone un'ulteriore espansione delle operazioni sui mercati fuori borsa (OTC). In effetti, dall'indagine delle banche centrali sull'attività dei mercati derivati, condotta nella primavera del 1995, risulta che l'operatività fuori borsa in strumenti derivati eclissa quella dei mercati organizzati, in gran parte per la flessibilità e le dimensioni all'ingrosso dei prodotti OTC. È ormai ampiamente riconosciuto che gli strumenti derivati danno un importante contributo all'efficienza economica globale, e ciò spiega in parte perché lo scorso anno si siano moderate le richieste di un'azione restrittiva. Con una gestione dell'attivo e del passivo condotta in misura crescente su base globale, è intenso il ricorso a tecniche abbinata a strumenti derivati per modificare in via continuativa il profilo di rischio delle posizioni. Tuttavia, creando legami sempre più stretti tra strumenti e funzioni, questa gestione del rischio altamente sofisticata pone nuovi problemi. Nel momento in cui la stabilità finanziaria dipende in misura crescente dall'adeguatezza dei sistemi di controllo interni e della pubblicità dell'informazione, un onere maggiore grava sulla gestione a livello di impresa nell'assicurare la correttezza delle pratiche di mercato e sul settore ufficiale nel mantenere un contesto finanziario stabile.

Il mercato bancario internazionale

Nel 1995 l'attività bancaria internazionale ha segnato un forte recupero, in termini sia lordi che netti. Quattro fattori hanno influito principalmente sul volume, la composizione e i termini di prezzo dei prestiti. Anzitutto, il "premio Giappone", emerso in estate a seguito dei tagli nelle linee creditizie a favore delle banche giapponesi, ha condotto a un ridimensionamento della presenza all'estero di queste ultime e a un consistente deflusso di fondi per il tramite del sistema bancario giapponese. In secondo luogo, è nuovamente aumentato il finanziamento bancario collegato all'attività in titoli, con un certo ritorno alle transazioni a elevato grado di leva, sebbene su scala minore che agli inizi del 1994. In terzo luogo, nonostante il temporaneo ristagno registrato sulla scia della crisi messicana, il rapido ritmo di espansione del credito all'Asia e un certo incremento delle operazioni a favore dell'America latina hanno fatto sì che il volume totale dei fondi bancari affluiti all'area in via di sviluppo abbia raggiunto un record assoluto. Infine, vi sono state continue indicazioni di abbondante liquidità, come mostrano i margini ristretti e l'allentamento delle clausole contrattuali di salvaguardia per i prestiti consorziali annunciati. Questi sviluppi hanno dato adito a crescenti timori circa la sostenibilità della forte ripresa dei mercati mobiliari, l'instabilità degli ingenti flussi bancari a breve, e l'estendersi a una più ampia cerchia di partecipanti della segmentazione del mercato sperimentata dalle banche giapponesi.

Forte ripresa dell'attività bancaria dovuta...

... al volume record di crediti all'Asia...

Andamenti per valute, centri di mercato e nazionalità delle banche dichiaranti

Lo scorso anno si è avuta una netta ripresa delle transazioni interbancarie all'interno dell'Europa e tra l'Europa e il Giappone. Mentre agli inizi del 1994 la liquidazione di posizioni con elevato grado di leva assunte sui mercati valutari e mobiliari europei aveva comportato massicci rimborsi di crediti bancari, nel 1995 la domanda di copertura e speculativa ha dato impulso alle transazioni nelle valute europee soggette a fasi periodiche di debolezza nei confronti del marco tedesco (come il franco francese e la lira). Nello stesso tempo, il premio di rischio sulle passività internazionali delle banche giapponesi ha dato luogo a ingenti trasferimenti di fondi in yen e in dollari dalle sedi nazionali agli stabilimenti esteri di banche giapponesi. A ciò si è accompagnata una riduzione della presenza di queste ultime nei principali centri, che cela un'aumentata attività creditizia internazionale di gruppi bancari europei. Vi sono state altresì indicazioni, nella seconda metà dell'anno, di una sostenuta domanda di fondi in yen da parte della clientela di eurobanche, che potrebbe essere stata impiegata per acquisire titoli in dollari su base non coperta. Nell'insieme, lo yen ha concorso per il 30% al totale del credito disaggregato per valute, seguito dal dollaro (23%), dal franco francese (10%) e dalla lira (8%). È invece diminuita l'attività creditizia sull'estero in marchi, a causa dei ridotti flussi circolari di fondi tra l'euromercato e il mercato interno. Le incertezze sulla futura moneta unica europea hanno contribuito a un'ulteriore contrazione del mercato bancario dell'ECU (-\$ 20,6 miliardi).

... alla domanda di fondi a fini speculativi e di copertura...

... e ai finanziamenti delle banche giapponesi alle loro affiliate

Nel 1994 la liquidazione di precedenti posizioni, assunte con elevato grado di leva nell'aspettativa di un generale andamento al ribasso dei tassi d'interesse e

Aspetti principali dell'attività bancaria internazionale ¹							
Impieghi e raccolta del credito bancario internazionale	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Consistenze a fine 1995
	in miliardi di dollari USA						
A = Attività verso paesi esterni all'area dichiarante	-12,1	6,8	66,0	11,6	36,6	108,0	994,3
B = Attività verso paesi interni all'area dichiarante	705,0	-116,6	80,4	253,2	226,2	521,8	7 987,4
1) Attività verso soggetti non bancari	289,0	100,8	89,7	127,2	-48,6	201,1	2 326,3
2) Impiego di fondi internazionali per crediti sull'interno	101,2	77,0	10,0	13,6	191,8	-16,0	1 082,4
3) Ridepositi interbancari	314,8	-294,4	-19,4	112,4	82,9	336,7	4 578,6
C = Partite non classificate	52,0	0,4	-0,8	52,7	10,2	21,9	242,0
D = A + B + C = Credito bancario internazionale lordo	744,8	-109,4	145,6	317,4	272,9	651,7	9 223,6
E = D - B 3) = Credito bancario internazionale netto	430,0	185,0	165,0	205,0	190,0	315,0	4 645,0
A = Passività verso paesi esterni all'area dichiarante	92,2	-11,7	13,2	-14,8	74,6	92,3	895,8
B = Passività verso paesi interni all'area dichiarante	633,1	-208,8	91,2	114,1	539,1	320,6	7 546,5
1) Passività verso soggetti non bancari	175,3	15,2	104,4	87,7	132,6	138,5	1 716,4
2) Raccolta di fondi interni per impieghi internazionali	101,7	117,7	40,7	88,3	-64,2	-11,9	1 337,6
3) Ridepositi interbancari	356,2	-341,7	-53,9	-62,0	470,7	194,0	4 492,6
C = Partite non classificate	60,9	63,9	6,7	43,8	47,0	96,1	695,3
D = A + B + C = Indebitamento internazionale lordo	786,2	-156,7	111,1	143,0	660,7	509,0	9 137,6
Per memoria: prestiti consorziali ²	159,2	136,7	221,4	220,9	252,0	320,2	

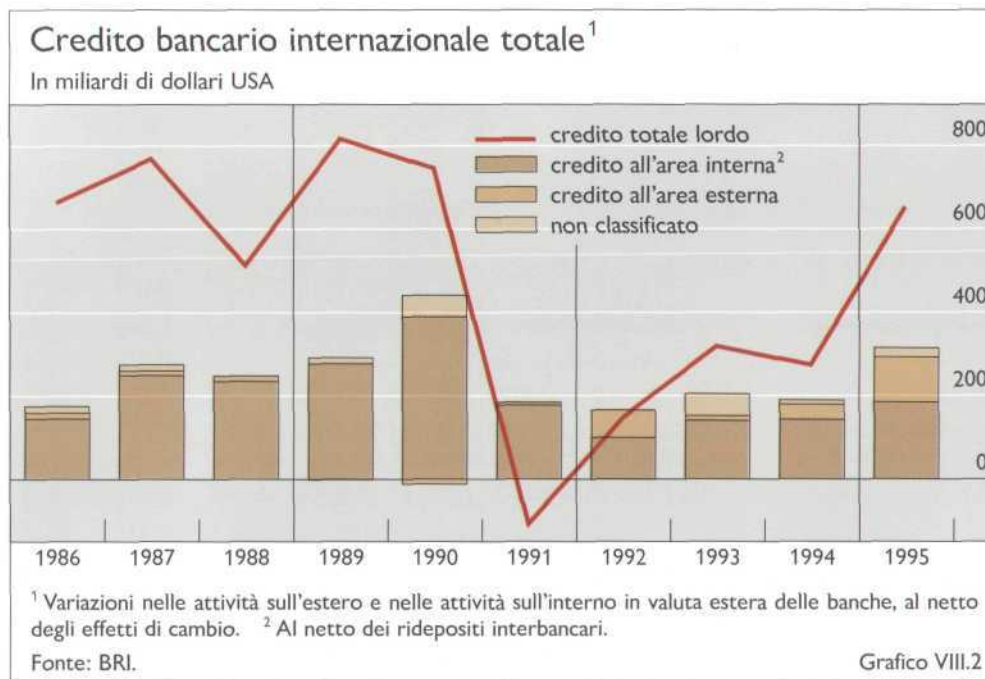
¹ Variazioni nelle consistenze, al netto degli effetti di cambio. ² Nuovi prestiti annunciati, esclusi i crediti "non spontanei" a medio termine e i prestiti rinegoziati con la sola modifica degli spreads.

Fonti: Banca d'Inghilterra; BRI.

Tabella VIII.2

Indicazioni di una ripresa dell'attività speculativa su valute e titoli

di una stabilità dei cambi in Europa, si era tradotta in rimborsi di crediti sull'estero concessi a soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante. Il nuovo aumento delle posizioni creditorie delle banche nei confronti di questo gruppo (nella misura del 10% nel 1995) sta a indicare un ritorno a simili strategie operative, tanto più in quanto tale espansione è stata in parte controbilanciata da un ulteriore rimborso di debiti in valuta da parte del settore delle imprese, specie in Italia e in Giappone. Negli ultimi anni si è gradualmente attenuata la distinzione fra transazioni puramente interbancarie e operazioni condotte da istituzioni finanziarie non bancarie nei mercati all'ingrosso. A questo riguardo, è importante aver presente che il diverso trattamento contabile delle operazioni pronti contro termine, nonché le varie forme giuridiche che queste assumono (in quanto le transazioni a esse collegate possono configurarsi come prestiti collateralizzati senza trasferimento di proprietà dei titoli sottostanti, ovvero come



acquisti di titoli e quindi come crediti nei confronti dell'emittente), possono creare significative distorsioni nelle posizioni creditorie effettive.

Mentre la debole dinamica dei crediti in ECU e in marchi ha frenato l'espansione dell'attività in Lussemburgo, le operazioni valutarie e collegate a titoli, insieme agli effetti del "premio Giappone", hanno dato impulso alle operazioni creditizie internazionali in Giappone, Regno Unito e Francia. In quest'ultimo paese, l'impatto negativo della ridotta attività delle affiliate di banche giapponesi è stato più che compensato dalle esportazioni di franchi francesi da parte delle banche interne in risposta alla domanda estera di questa moneta a fini di copertura e speculativi. Il ruolo-chiave di Londra sull'euromercato ha consentito al Regno Unito di mantenere la sua posizione preminente nell'attività bancaria internazionale, in quanto il ridimensionamento delle banche giapponesi è stato controbilanciato dall'accresciuta presenza di altri gruppi, e in particolare delle banche tedesche. A Hong Kong e Singapore l'attività è stata indirettamente rallentata dai problemi incontrati dal sistema bancario giapponese, nonché dalla crescente concorrenza di nuovi centri offshore in quest'area.

Londra mantiene il primato

Operazioni con paesi esterni all'area dichiarante

Il volume senza precedenti dei finanziamenti all'Asia è il principale fattore che lo scorso anno ha contribuito alla sostenuta dinamica del credito ai paesi esterni all'area. Al tempo stesso, la forte domanda di fondi proveniente dai paesi industriali minori, dall'Europa orientale e, dopo una temporanea flessione nel primo trimestre, dall'America latina è stata soddisfatta solo selettivamente. L'ammontare record di crediti all'Asia (\$84,3 miliardi) fa ritenere che l'impatto della crisi messicana in quest'area sia stato tutt'al più marginale. Oltre alle sue stesse dimensioni, quattro aspetti hanno caratterizzato il credito bancario ai paesi asiatici nel 1995. In primo luogo, i due terzi del totale sono rappresentati da linee interbancarie a breve, che sono servite in parte per lucrare i differenziali

Massicci finanziamenti a breve ai paesi asiatici ...

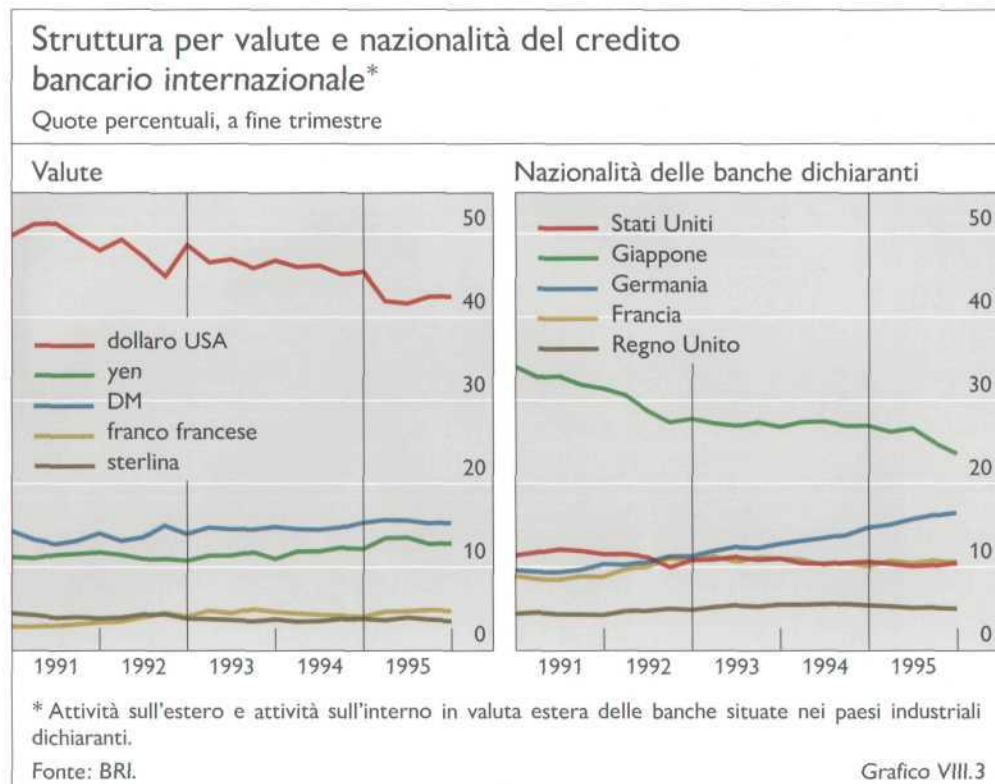
di interesse tra mercati interni e internazionali, ma anche per finanziare lo sviluppo di centri finanziari locali o regionali. Insieme agli ingenti prestiti connessi all'interscambio, ciò ha comportato che a metà 1995 il 64% delle attività in essere verso questa regione avesse una scadenza inferiore all'anno. In secondo luogo, Thailandia e Corea hanno ottenuto nuovi fondi rispettivamente per \$ 36,3 e 22,3 miliardi, e a fine anno il primo paese era diventato il maggiore mutuuario nell'area in via di sviluppo, precedendo Corea, Messico e Brasile (tabella VIII.3). Fattori specifici, come una dislocazione del finanziamento a favore dei centri offshore locali istituiti nel 1993 e la concorrenza tra le banche estere per ottenere licenze all'esercizio dell'attività bancaria, hanno incrementato le linee di credito a favore di questo paese. Nondimeno, l'entità degli afflussi in Thailandia e l'elevata quota della componente a breve (71% delle attività in essere delle banche dichiaranti verso questo paese a metà 1995) hanno indotto le autorità a introdurre misure restrittive. In terzo luogo, la maggior parte dei fondi mutuati all'Asia è provenuta dal Giappone. Infine, in considerazione della base ristretta dei mercati azionari e a reddito fisso della regione nonché delle residue restrizioni all'accesso di residenti ai mercati mobiliari internazionali, i flussi di capitale sono stati principalmente intermediati dalle banche. Di conseguenza, le emissioni internazionali nette dei mutuatari nei paesi in via di sviluppo dell'Asia, per \$ 13 miliardi, hanno continuato a rappresentare una parte solo modesta del loro indebitamento bancario internazionale, mentre le favorevoli condizioni ottenibili sul mercato bancario hanno a loro volta contribuito alla forte propensione a favore di quest'ultimo.

Per contro, i mutuatari nell'America latina hanno continuato a fare maggiore ricorso alle emissioni di titoli (\$ 17,9 miliardi) che ai prestiti bancari (\$ 6,9 miliardi).

... e in particolare alla Thailandia...

... ma modesta attività di emissione in quest'area...

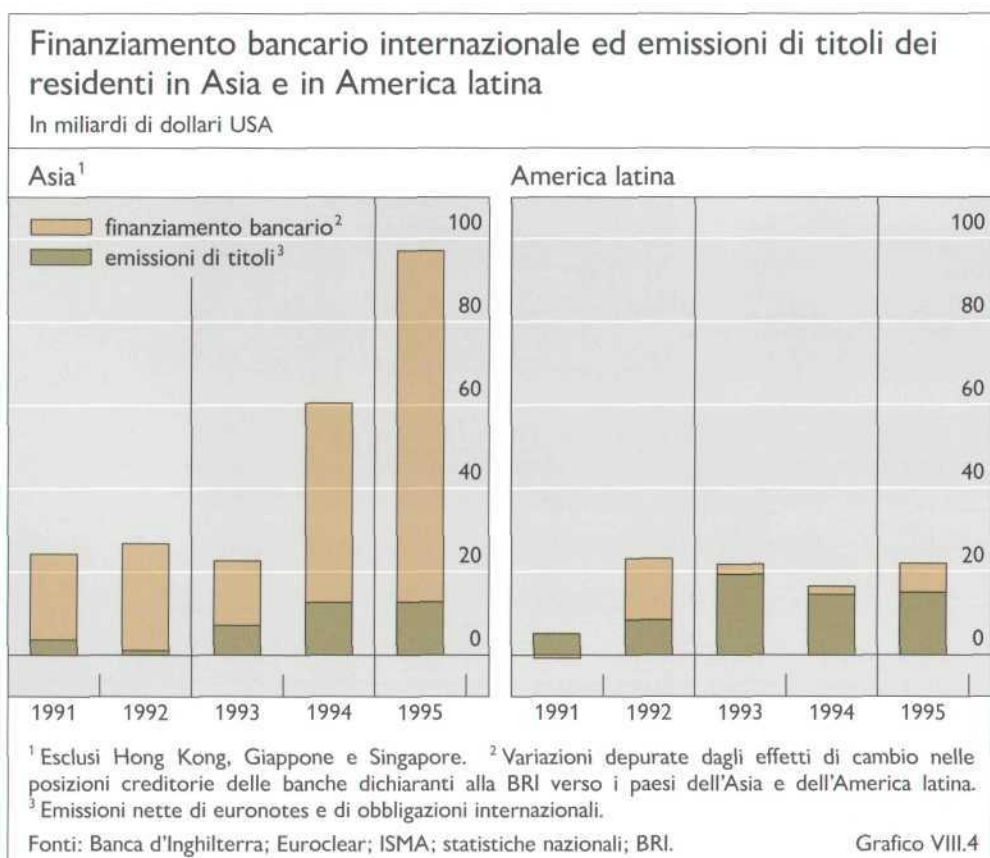
... contrariamente all'America latina...



Operazioni delle banche con paesi esterni all'area dichiarante*								
Posizioni delle banche verso	Attività			Passività			Consistenze a fine 1995	
	1993	1994	1995	1993	1994	1995	Attività	Passività
	in miliardi di dollari USA							
Totale area esterna	11,6	36,6	108,0	-14,8	74,6	92,3	994,3	895,8
Paesi industriali	5,0	-1,3	23,6	10,5	22,4	22,8	189,0	176,9
Europa orientale	-3,8	-13,0	2,9	2,6	2,0	9,1	87,4	47,2
Paesi in via di sviluppo	10,4	50,9	81,5	-28,0	50,1	60,4	717,9	671,7
America latina	2,4	2,0	6,9	-3,8	21,0	34,7	237,4	193,6
Brasile	4,6	-6,8	6,8	-0,9	9,9	22,0	68,5	58,1
Messico	2,3	6,6	-6,5	-0,6	0,1	4,2	70,9	30,3
Medio Oriente	-5,4	3,1	-6,7	-20,3	2,9	8,5	74,6	204,1
Africa	-2,0	-2,0	-3,1	0,4	3,3	-1,0	37,8	41,5
Asia	15,5	47,8	84,3	-4,1	22,9	18,2	368,1	232,4
Corea	2,4	15,1	22,3	-0,4	4,9	3,3	83,3	23,9
Thailandia	7,1	19,4	36,3	-0,2	2,0	4,2	89,5	11,3

* Variazioni nelle consistenze, al netto degli effetti di cambio.
Fonte: BRI. Tabella VIII.3

Il rinnovato accesso al mercato euroobbligazionario dopo il primo trimestre dello scorso anno ha riguardato essenzialmente gli emittenti sovrani e non è stato accompagnato da un apprezzabile ritorno al finanziamento bancario. Invero, in parte a causa della tendenza a una più netta differenziazione dei paesi in base alla



... dove il credito bancario pare essere stato più selettivo ...

... e si è accompagnato a un certo deflusso di capitale

Elevato volume di fondi in cerca di collocamento ...

... con effetti benefici per i mutuatari

Le negoziazioni di mercato dei prestiti e altre caratteristiche ...

valutazione del rischio di credito, le attività in essere verso il Messico hanno continuato a diminuire dopo il primo trimestre, portando a \$6,5 miliardi la contrazione per l'insieme dell'anno, mentre il grosso del nuovo finanziamento bancario è affluito al Brasile e, in minor misura, all'Argentina (\$2,3 miliardi), al Cile (\$1,9 miliardi) e alla Colombia (\$1,8 miliardi). Dal lato dei depositi, il fattore di gran lunga più importante all'origine dell'espansione di \$34,7 miliardi nelle disponibilità di residenti dell'America latina è il rideposito di riserve ufficiali del Brasile presso le banche commerciali dopo che erano state risolte le incertezze giuridiche che gravavano sul debito estero di questo paese. Tuttavia, l'aumento di \$6,6 miliardi nelle passività delle banche verso soggetti non bancari in America latina sta anche a indicare un certo deflusso di capitale da questa regione.

Prestiti consorziali internazionali

Il settore dei prestiti consorziali si è caratterizzato anche lo scorso anno per il suo grande dinamismo, avendo fatto registrare un volume record di \$320,2 miliardi di nuove facilitazioni contro \$252 miliardi nel 1994. Mentre una quota più ampia rispetto a quell'anno è stata impiegata per operazioni di rifinanziamento a più basso costo, hanno contribuito all'espansione del mercato anche la raccolta di mutuatari sovrani, un elevato numero di crediti di prefinanziamento e linee di back-up, numerose operazioni collegate a progetti e, soprattutto, ingenti schemi di finanziamento destinati a fusioni e acquisizioni. Una serie di fattori che caratterizzano i prestiti consorziali – flessibilità, rapidità di esecuzione, discrezione e capacità di adattarsi a schemi ampi e complessi – rende questo strumento particolarmente idoneo al finanziamento di progetti e fusioni societarie. Tuttavia, pur tenendo conto dell'aumento dei rimborsi, l'elevato ammontare nominale delle nuove facilitazioni (prevalentemente per società statunitensi e britanniche) fornisce scarse indicazioni sui flussi netti effettivi, in quanto le linee di credito comprendono una molteplicità di schemi in appoggio a emissioni di titoli internazionali. Più significativa è l'evoluzione delle condizioni presenti sul mercato. L'abbondante liquidità delle banche nordamericane ed europee e la concorrenza derivante dall'ingresso nel mercato di nuovi partecipanti si sono dimostrate proficue per i mutuatari. I soggetti sovrani e societari con elevato merito di credito hanno ottenuto finanziamenti con spreads minimi sui tassi di riferimento, e si è altresì manifestata la propensione ad allungare le scadenze e ad allentare ulteriormente le clausole di salvaguardia, come quelle in materia di deterioramento sostanziale della situazione economico-patrimoniale e di garanzia negativa ("negative pledge"). I potenziali rischi a livello di mercato impliciti nei margini ristretti e nelle clausole più permissive hanno dato adito a moniti ufficiali contro il pericolo di un ritorno agli standard creditizi eccessivamente laschi della fine degli anni ottanta.

Gli sviluppi nel corso del 1995 hanno fornito un'ulteriore conferma del progressivo attenuarsi delle caratteristiche distintive dei prestiti bancari, da un lato, e dei titoli e strumenti derivati, dall'altro. Il maggior impiego di tecniche di gestione attiva del portafoglio, i progressi nella standardizzazione dei documenti e l'ulteriore ingresso di nuove categorie di intermediari a livello di capofila (come le banche di investimento) o di partecipanti (società di assicurazione vita, fondi pensione e fondi istituiti ad hoc) hanno stimolato lo sviluppo della negoziazione di mercato dei prestiti. Inoltre, l'ampliarsi della base di investitori ha

indotto le principali agenzie di rating a introdurre notazioni qualitative per tali prestiti. Consentendo agli investitori di valutare con maggiore accuratezza i loro portafogli, l'introduzione dei rating dovrebbe accrescere la trasparenza del mercato. Nello stesso tempo, gli intermediari bancari e non bancari hanno continuato a sviluppare strutture di tipo derivato che consentono di dissociare le varie componenti di rischio dei prestiti; in particolare, diversi schemi prevedono il trasferimento agli investitori del rischio di credito di prestiti non di prim'ordine (senza che abbia luogo uno scambio di attività). Il diffondersi di tali strumenti consentirà agli operatori del mercato di aggirare in misura crescente gli ostacoli strutturali che si frappongono a una più efficiente attività di negoziazione, adeguando il mercato dei prestiti alle pratiche di arbitraggio e di contrattazione che già collegano strettamente i mercati mobiliari e quelli derivati.

... attenuano la demarcazione tra i vari segmenti del mercato

I mercati mobiliari internazionali

Il finanziamento netto totale sotto forma di euronotes e di obbligazioni internazionali ha toccato un nuovo record assoluto di \$ 313,2 miliardi nel 1995. Ciò rappresenta un aumento del 13% nello stock in essere, paragonabile a quello del 1994, ma decisamente superiore alla crescita dell'8% registrata lo scorso anno nei mercati nazionali dei titoli di debito dei paesi OCSE. La debole domanda di finanziamento dei mutuatari sovrani è stata più che compensata dall'ingente richiesta di fondi delle istituzioni finanziarie e da una leggera ripresa dell'indebitamento delle società non finanziarie. Le euronotes sono diventate il canale di emissione preferito anche per le euroobbligazioni tradizionali, mentre lo yen ha rappresentato la moneta di denominazione di gran lunga più diffusa. Il basso livello dei tassi d'interesse nei maggiori paesi, e in particolare in Giappone, ha aumentato l'attrattiva degli investimenti in titoli di minore qualità e in strutture a maggiore potenziale di rendimento con caratteristiche simili a quelle degli strumenti derivati. Tuttavia, essendo ancora vivo nella memoria degli investitori internazionali il ricordo del mercato al ribasso del 1994 e della crisi messicana, la percezione dei rischi di credito e di mercato è rimasta acuta. Rispetto al periodo anteriore all'inversione di tendenza avutasi agli inizi del 1994, le emissioni obbligazionarie hanno presentato in genere dimensioni minori e scadenze più brevi, mentre i premi di rischio sui titoli emessi da prenditori dell'area in via di sviluppo e di alcuni paesi industriali con ampi disavanzi di bilancio o esterni sono aumentati rispetto a quelli applicati prima della crisi messicana. Hanno raggiunto un volume senza precedenti anche le emissioni assistite in qualche forma da attività. Questa molteplicità di strumenti, insieme all'intenso impiego di swaps, ha indotto gli investitori a considerare con maggiore attenzione le caratteristiche tecniche delle emissioni, i rischi di natura giuridica a esse connessi, nonché la relazione tra rischi di credito e rischi di mercato.

Dinamica sostenuta delle nuove emissioni...

Sul mercato secondario, il volume annuo delle contrattazioni in titoli, notificato dalle stanze di compensazione internazionali, è aumentato del 21% rispetto al 1994 (portandosi a \$ 32 400 miliardi); gli scambi hanno raggiunto livelli record nel quarto trimestre in concomitanza con le perturbazioni sui mercati mobiliari dell'Europa continentale. La crescita sull'intero anno è stata ancora una volta più pronunciata per i titoli nazionali (che hanno concorso ai due terzi delle

... e delle contrattazioni sul mercato secondario

contrattazioni complessive) che per quelli eurovalutari. Tra i fattori di fondo che hanno contribuito a questo andamento vanno citati il clima di incertezza sui mercati mondiali dei capitali, l'ulteriore sviluppo della gestione delle garanzie, la maggiore apertura dei mercati del debito nazionali, i nuovi collegamenti con i sistemi nazionali di regolamento delle transazioni in titoli e, soprattutto, il crescente impiego delle operazioni pronti contro termine. La rapida espansione delle transazioni internazionali in valori mobiliari sta accrescendo l'interconnessione tra strumenti e mercati, e ciò può spiegare le recenti iniziative tese a ridurre i rischi di controparte, di mercato e sistemici. A questo riguardo, va menzionato che il 1° giugno 1995 la International Securities Market Association (ISMA) ha ridotto a tre giorni operativi il periodo di regolamento per gli euro titoli, in linea con iniziative analoghe prese da diverse autorità nazionali.

Tipologia e paese di residenza degli emittenti

Un importante aspetto dell'attività di emissione nel 1995 è l'ulteriore aumento nella partecipazione delle istituzioni finanziarie. La necessità per le banche di

Ingente raccolta delle istituzioni finanziarie ...

Aspetti principali delle emissioni internazionali di titoli ¹							
Paese di residenza, valuta e categoria di emittenti	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Consistenze a fine 1995
	in miliardi di dollari USA						
Totale emissioni nette	164,1	204,7	151,5	197,6	285,7	313,2	2 803,3
Obbligazioni internazionali ²	131,1	169,8	111,1	125,4	145,5	120,8	2 209,6
Euronotes	33,0	34,9	40,4	72,2	140,2	192,4	593,8
Paesi industriali	130,3	159,1	115,5	129,7	210,0	233,0	2 149,7
Europa ³	90,4	88,3	93,7	142,5	167,1	172,2	1 306,4
Giappone	28,7	39,6	-3,4	-44,7	-26,9	-26,7	238,4
Stati Uniti	2,0	13,8	16,9	11,2	41,7	64,2	313,7
Canada	4,9	15,9	10,7	19,1	18,2	10,8	181,3
Centri offshore	9,9	3,9	-0,1	5,6	37,1	36,9	187,9
Altri paesi	3,9	16,0	12,8	25,8	28,7	27,3	156,9
Istituzioni internazionali	20,0	25,7	23,2	36,5	9,9	15,8	308,7
Dollaro USA	56,0	54,9	58,9	31,5	73,7	74,9	984,9
Yen	28,9	21,1	9,2	33,8	106,8	108,3	496,8
Marco	9,4	12,6	24,6	31,2	27,5	55,9	319,7
Altre valute	69,8	116,0	58,7	101,1	77,6	74,0	1 001,9
Istituzioni finanziarie ⁴	58,5	42,6	44,3	52,6	154,0	186,5	1 038,6
Settore pubblico ⁵	52,5	79,4	82,3	131,8	109,5	87,0	986,7
Emittenti societari	53,1	82,6	24,9	13,2	22,2	39,6	778,1
Per memoria:							
obbligazioni internazionali annunciate ²	241,7	317,7	334,1	446,5	361,6	358,7	
euronotes annunciate	71,3	95,9	113,2	109,8	194,0	271,6	

¹ Obbligazioni internazionali ed euronotes. Per le obbligazioni internazionali, dati di flusso; per le euronotes, variazioni nelle consistenze, al netto degli effetti di cambio. ² Escluse le obbligazioni collocate nel quadro di facilitazioni in appoggio all'emissione di euronotes. ³ Esclusa l'Europa orientale. ⁴ Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie. ⁵ Governi, enti pubblici e istituzioni internazionali.

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

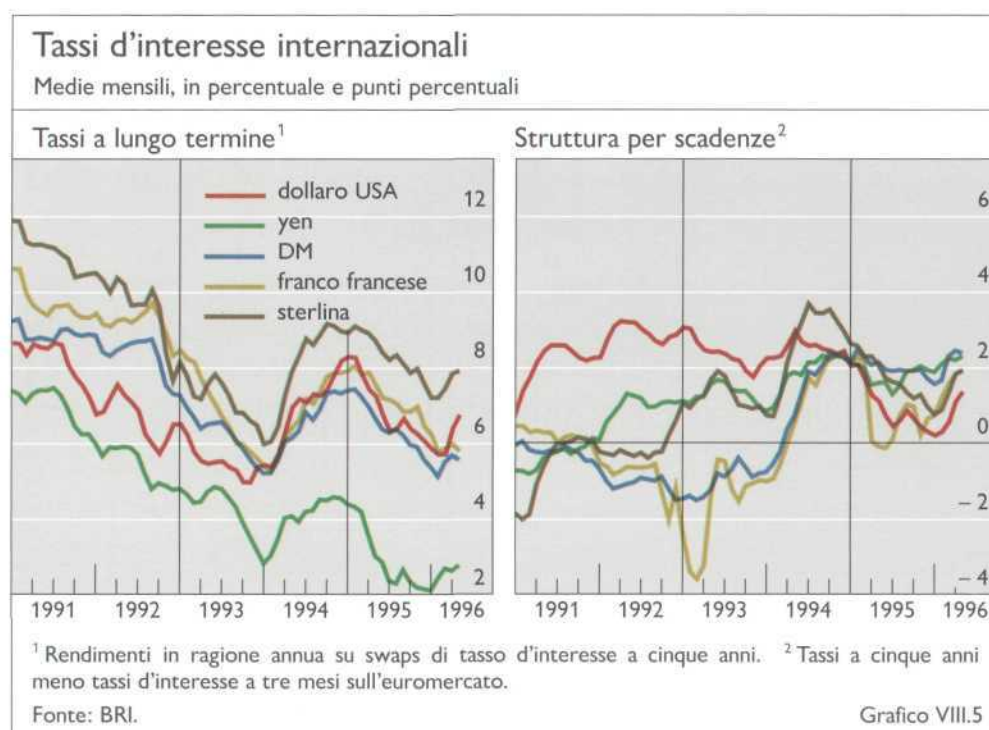
Tabella VIII.4

finanziare la rinnovata espansione del credito internazionale (in particolare l'ondata di fusioni e acquisizioni a livello mondiale) e il diffuso processo di ristrutturazione dei bilanci a favore delle passività internazionali sono stati i principali fattori propulsivi. Particolarmente dinamiche si sono rivelate le istituzioni finanziarie a capitale tedesco, in quanto le banche hanno potuto beneficiare della solidità intrinseca del loro merito di credito e gli istituti di credito speciale di varie forme di sostegno statale. Importanti agenzie di finanziamento di emanazione governativa negli Stati Uniti, le quali tradizionalmente effettuano la maggior parte della loro raccolta sui mercati interni, hanno parimenti intrapreso un processo di diversificazione internazionale, principalmente attraverso emissioni globali con opzione di rimborso anticipato. Per contro, l'azione di risanamento della finanza pubblica si è tradotta in una flessione dell'indebitamento dei mutuatari sovrani. Nello stesso tempo, le ingenti risorse liquide delle società non finanziarie nell'area industriale e i continui rimborsi di titoli collegati ad azioni emessi verso la fine degli anni ottanta da residenti giapponesi hanno moderato il finanziamento totale netto delle imprese, nonostante una ripresa dell'attività di emissione da parte di società non finanziarie statunitensi e britanniche.

... specie in Germania

Il basso livello dei tassi d'interesse nei maggiori paesi industriali è andato a vantaggio dei prenditori nei paesi in via di sviluppo e in transizione, le cui emissioni hanno pressoché uguagliato, in termini sia lordi che netti, i volumi dell'anno precedente. La crisi finanziaria messicana non ha quindi avuto un impatto duraturo sulla raccolta complessiva di fondi. Tuttavia, il credito ai mutuatari latino-americani, aumentato leggermente (a \$ 17,9 miliardi), si è concentrato su Argentina e Brasile, mentre sono pressoché cessati i flussi di finanziamento al Messico. Per i prenditori di quest'area le condizioni nel complesso sono rimaste decisamente meno favorevoli di quelle anteriori all'inversione di tendenza nei mercati obbligazionari agli inizi del 1994 e, fatta eccezione per le banche in

Impatto differenziato della crisi messicana



Finanziamento sui mercati mobiliari per settore e paese di residenza dell'emittente										
Settori e paesi di residenza	Emissioni interne ¹				Emissioni internazionali ²				Consistenze a fine 1995	
	1992	1993	1994	1995	1992	1993	1994	1995	Interne ¹	Internazionali ²
	in miliardi di dollari USA									
Finanziamento totale netto ³	1 428,8	1 604,4	1 474,4	1 680,3	151,5	197,6	285,7	313,2	24 110,0	2 803,3
Settore privato	423,2	440,1	310,2	639,5	69,1	65,7	176,2	226,1	8 776,7	1 816,6
Stati Uniti	156,2	226,5	237,4	419,4	14,2	7,5	38,6	56,1	4 028,2	300,8
Giappone	55,3	46,6	11,4	80,5	-5,2	-47,8	-28,0	-27,8	1 530,2	217,3
Germania	70,9	72,1	39,8	92,3	6,7	14,1	30,5	36,8	1 023,3	103,9
Francia	62,7	1,0	-25,3	-21,8	18,7	20,4	15,1	6,8	601,4	183,7
Regno Unito	0,6	14,9	27,5	18,4	10,2	16,5	33,0	41,9	186,5	251,7
Italia	41,6	39,7	12,3	27,7	-1,3	-1,3	-1,9	0,5	362,8	13,1
Paesi Bassi	3,1	1,1	2,0	2,4	10,1	24,3	30,7	37,5	72,1	225,1
Svezia	11,5	8,7	-6,7	-0,9	5,0	9,6	3,2	-0,4	156,3	25,4
Australia	2,0	-3,5	4,9	1,2	-1,4	1,6	0,5	6,1	46,6	51,6
Canada	-1,6	3,5	2,3	4,3	-1,6	-0,1	-1,1	2,5	52,1	44,1
Altri	20,9	29,7	4,6	16,0	13,8	21,0	55,5	66,2	717,2	400,0
Settore pubblico	1 005,6	1 164,3	1 164,2	1 040,9	82,3	131,8	109,5	87,0	15 333,4	986,7
Istituzioni internazionali					23,2	36,5	9,9	15,8		308,7
Canada	32,7	23,4	18,7	22,6	12,3	19,2	19,3	8,3	451,2	137,2
Svezia	3,6	12,0	22,1	7,7	4,2	13,9	20,3	11,9	144,9	86,9
Altri	969,3	1 129,0	1 123,4	1 010,6	42,6	62,2	60,0	51,0	14 737,3	453,9

¹ Emissioni di residenti e (per le notes) di non residenti in moneta nazionale sul mercato interno; solo paesi OCSE.
² Emissioni di residenti sui mercati esteri e in valuta estera sul mercato interno; per le euronotes, escluse le emissioni in moneta nazionale sui mercati esteri. ³ Variazioni nelle consistenze a tassi di cambio costanti; dati di flusso per le obbligazioni internazionali.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Euroclear; ISMA; autorità nazionali; BRI. Tabella VIII.5

Brasile e Argentina, sono praticamente scomparsi dal mercato gli emittenti del settore privato di quest'area. L'attività di raccolta dei paesi in via di sviluppo dell'Asia ha subito un certo rallentamento, che potrebbe essere dovuto alle restrizioni locali poste all'indebitamento all'estero piuttosto che alla crisi messicana. La contrazione complessiva nell'attività di emissione dei residenti asiatici è stata in parte mitigata dall'intenso ricorso al mercato dei prenditori della Corea (\$8,6 miliardi su un totale di \$13 miliardi per l'Asia), dopo la parziale liberalizzazione delle emissioni delle banche locali. Hanno fatto il loro ingresso nel mercato diversi nuovi mutuatari sovrani (come Lituania e Slovacchia), mentre altri (ad esempio il Brasile) vi hanno fatto ritorno per la prima volta dopo la crisi debitoria dei PVS agli inizi degli anni ottanta.

Composizione per valute delle emissioni

Le ulteriori misure di liberalizzazione in Giappone (si veda pagina 168), insieme alla sostenuta domanda di titoli denominati in yen da parte di investitori

giapponesi che intendevano evitare rischi di cambio, hanno fatto sì che per il terzo anno consecutivo lo yen abbia rappresentato la moneta di maggiore impiego. La facilità con cui le emissioni in yen hanno potuto essere lanciate sui mercati istituzionali e su quelli al dettaglio ha favorito alcuni collocamenti di grosso ammontare, come l'emissione multi-tranche per ¥ 550 miliardi per conto dell'Italia, la più grande finora effettuata sull'euromercato. I timori circa le implicazioni finanziarie per gli Stati Uniti connesse al pacchetto di salvataggio allestito per il Messico hanno innescato in un primo momento una fuga dalle attività in dollari USA verso le tradizionali monete forti europee, ma in seguito le emissioni nella moneta statunitense hanno riguadagnato terreno, cosicché la quota del dollaro sul finanziamento netto per l'intero anno è rimasta stabile.

Attività di emissione prevalentemente denominata in yen ...

... dollari ...

Il marco ha confermato la sua posizione di terza più importante moneta di emissione, grazie al ruolo di ancora svolto in Europa, alle favorevoli opportunità di swaps, all'attiva raccolta delle istituzioni finanziarie tedesche e a una certa diversificazione da parte dei mutuatari dei paesi emergenti e in transizione. Mentre verso la fine dell'anno le crescenti preoccupazioni connesse all'Unione monetaria europea hanno scoraggiato le emissioni a più lungo termine in marchi, ne ha tratto vantaggio il settore del franco svizzero, dove le emissioni nette si sono quasi raddoppiate. Per contro, le incertezze di natura politica ed economica hanno provocato un netto calo delle nuove emissioni denominate in sterline, franchi francesi, lire e dollari canadesi. Nel complesso, l'attività netta ha continuato a concentrarsi principalmente su tre valute, yen (35%), dollaro USA (24%) e marco (18%). Queste quote di mercato vanno tuttavia interpretate con cautela in considerazione del crescente impiego di swaps valutari nelle emissioni primarie, del peso degli investitori del paese di origine nei singoli settori eurovalutari (particolarmente significativo lo scorso anno per yen e lira) e dell'impatto delle misure di liberalizzazione introdotte negli ultimi anni (specie in Giappone e Germania).

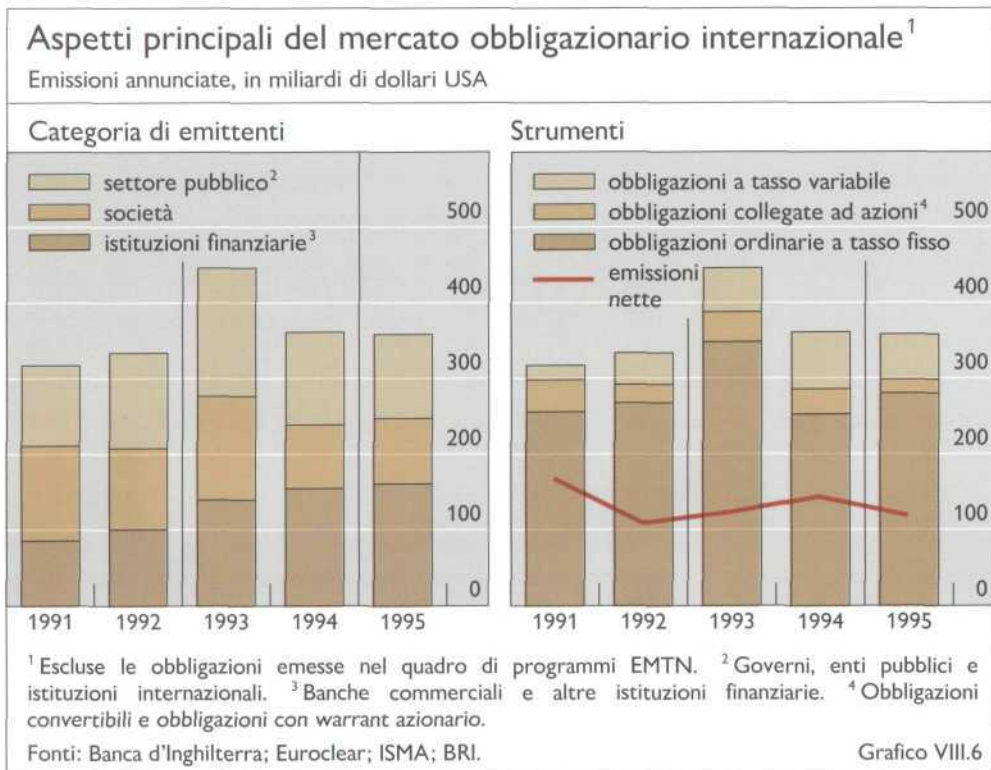
... e marchi

Tipologia degli strumenti

Le facilitazioni annunciate per l'emissione di *euronotes* sono ammontate a \$ 271,6 miliardi nel 1995, portando a quasi \$ 1 200 miliardi il totale cumulativo dei programmi lanciati dall'istituzione di questo mercato. Nello stesso tempo, i nuovi collocamenti nel quadro delle linee esistenti si sono accresciuti del 37% (salendo a \$ 192,4 miliardi), e a fine anno le *euronotes* rappresentavano il 21% di tutti i titoli internazionali in essere (contro il 7% a fine 1990). L'attività è stata fiacca nel settore dell'*euro-commercial paper* (ECP), in linea con il ristagno o la contrazione in atto dal 1991 nella maggior parte dei mercati interni della carta commerciale (fatta eccezione per gli Stati Uniti, dove dal 1993 ha avuto inizio una rapida ripresa). Questo andamento si spiega in parte con una diversificazione a scapito dell'indebitamento a breve e con la disponibilità di strumenti a breve nel quadro dei programmi per l'emissione di notes a medio termine. Può aver diminuito l'interesse degli investitori per l'ECP anche una serie di insolvenze emerse alla fine degli anni ottanta e agli inizi degli anni novanta.

Le *euronotes* si affermano come principale canale di finanziamento ...

Per contro, il ritmo di espansione del mercato delle *euro-medium-term notes* (EMTN) ha continuato a essere più rapido di quello dell'omologo mercato USA. Il finanziamento mediante EMTN viene realizzato sempre più spesso



mediante consorzi di sottoscrizione (in alternativa al metodo di collocamento su base "best efforts" degli operatori primari), e ciò implica che un crescente volume di questi strumenti differisce assai poco dalle euroobbligazioni tradizionali. Al tempo stesso, data la percentuale significativa di emissioni singole di modesto importo e/o di collocamenti privati, è diminuita ulteriormente la trasparenza del mercato. Secondo fonti private, l'atteggiamento di cautela degli investitori si è tradotto in una riduzione del taglio e della scadenza media delle notes, nonché in un'avversione a effettuare transazioni con impiego di strumenti derivati per accrescere la leva finanziaria. Ciò premesso, gli investitori hanno mostrato crescente familiarità con i titoli aventi caratteristiche di strumenti derivati, e sono entrate ormai nell'uso comune emissioni considerate "esotiche" solo alcuni anni fa.

... a scapito della trasparenza di mercato

Mercato obbligazionario caratterizzato da...

Nonostante la crescente concorrenza dei prestiti consorziali e delle euronotes, il totale delle emissioni lorde annunciate di *obbligazioni internazionali* (\$ 358,7 miliardi, escludendo l'ammontare record di \$ 69,5 miliardi di obbligazioni lanciate nel quadro delle facilitazioni EMTN) è paragonabile a quello del 1994. Tuttavia, essendo aumentati i rimborsi, il finanziamento netto è diminuito del 17%, scendendo a \$ 120,8 miliardi. Hanno contribuito ai nuovi collocamenti il consistente volume di titoli garantiti da attività, le obbligazioni estere (specie negli Stati Uniti e in Giappone) e le emissioni globali, sebbene alcuni osservatori contestino la natura globale di tali strumenti, data la loro limitata distribuzione al di fuori degli Stati Uniti. La cautela degli investitori internazionali è evidenziata dalle ridotte dimensioni e dalla più breve durata media delle emissioni a tasso fisso rispetto a quanto osservato nel mercato rialzista degli inizi degli anni novanta. Nello stesso tempo, i bassi margini sulle sottoscrizioni hanno promosso iniziative volte a ripristinare la redditività, come l'occasionale abbandono della

... cautela degli investitori...

clausola di ricollocamento a prezzo fisso, la formazione di consorzi più piccoli e persino, in alcuni casi, l'assunzione in blocco dell'intera emissione da parte di un'unica istituzione. Tra gli intermediari è emersa anche una tendenza a ridimensionare l'attività o a riallocare le risorse a favore di nicchie di mercato più remunerative, come quelle rappresentate dai titoli di paesi in via di sviluppo e dagli swaps di attività. Taluni operatori considerano ormai le euroobbligazioni come "prodotto-civetta" che consente loro di generare entrate in altre aree connesse, come le negoziazioni sul mercato secondario, e quelle in strumenti valutari e derivati. L'incapacità di offrire simili servizi accessori costituisce ormai un impedimento a una più generale partecipazione al mercato obbligazionario.

... e limitata redditività degli intermediari

Nel settore delle *obbligazioni ordinarie a tasso fisso*, ha influito sul netto aumento delle emissioni in dollari nel 1995 soprattutto l'espansione delle emissioni estere sul mercato USA. Questa domanda ha tratto sostegno dalla minore incidenza delle considerazioni di cambio in quel mercato, dalla limitata offerta di titoli societari interni e dalla migliore accoglienza data ai prenditori non di prim'ordine. La perdurante riluttanza degli investitori giapponesi ad assumere esposizioni in valuta estera, insieme alle recenti misure di liberalizzazione, ha determinato un aumento delle emissioni in euroyen e Samurai, anche se le condizioni meno favorevoli del mercato delle obbligazioni e degli swaps (in parte connesse al "premio Giappone") hanno causato un certo rallentamento dell'attività verso la fine dell'anno. La sostenuta domanda di attività in marchi degli investitori esteri e le attraenti opportunità di swaps hanno impartito un forte impulso alle emissioni di obbligazioni a tasso fisso in marchi, specie nella fascia intermedia del ventaglio di scadenze.

Emissioni a tasso fisso stimolate dalla domanda per investimenti negli Stati Uniti e in Giappone

Le ricorrenti fasi di incertezza a riguardo della direzione futura dei tassi d'interesse hanno sorretto la domanda di emissioni in *floating rate notes* (FRN). Tuttavia, per l'effetto congiunto del ridotto fabbisogno di finanziamento e delle migliori condizioni ottenibili sul mercato dei prestiti consorziali, è diminuita rispetto al 1994 l'offerta di emissioni di mutuatari sovrani di prim'ordine. Le istituzioni finanziarie hanno continuato quindi a rappresentare il principale fattore propulsivo dell'attività in FRN. I margini ristretti sulle emissioni di buona qualità hanno incoraggiato gli investitori a spostarsi verso strumenti con rendimento più elevato, come i prestiti bancari subordinati, le obbligazioni riscattabili e i titoli garantiti da attività. Infine, il mercato primario delle *obbligazioni collegate ad azioni* si è ulteriormente contratto, scendendo al livello più basso dal 1986. Ha ostacolato l'attività la generale debolezza dei mercati azionari su cui si sono concentrate le emissioni (specie in Asia). Sebbene i rimborsi siano calati ancora rispetto alla punta massima del 1993, il modesto volume delle nuove emissioni ha comportato un'ulteriore flessione nella consistenza dei titoli in essere.

Le istituzioni finanziarie si confermano come principali emittenti di FRN...

... mentre continuano a diminuire le emissioni collegate ad azioni

Aspetti normativi

Lo scorso anno il Giappone ha introdotto il programma di liberalizzazione più vasto, con l'annuncio in agosto di un pacchetto di misure destinate a promuovere gli investimenti e la raccolta all'estero. Tra queste figuravano: l'abolizione di gran parte delle restrizioni residue alla vendita in Giappone di obbligazioni in euroyen; un trattamento contabile più flessibile per le disponibilità in obbligazioni estere detenute da investitori istituzionali; e l'incoraggiamento agli investimenti in

Nuove misure di liberalizzazione in Giappone...

obbligazioni estere da parte di istituzioni ufficiali interne. Anche l'emissione di euronotes è stata liberalizzata lo scorso anno; in aprile gli emittenti giapponesi di obbligazioni estere (e gli emittenti esteri di obbligazioni in yen) sono stati autorizzati ad allestire programmi MTN e in ottobre è stato abolito il periodo sospensivo per le vendite di carta commerciale in euroyen. Tra gli altri provvedimenti che hanno interessato il mercato euroobbligazionario rientra l'abolizione in Italia delle residue restrizioni alla partecipazione delle banche estere in qualità di capofila nelle emissioni in eurolire. Diversi paesi in via di sviluppo e in transizione hanno inoltre introdotto riforme tese a sviluppare i rispettivi mercati mobiliari interni e a liberalizzare le emissioni di titoli in valuta da parte di residenti. Tuttavia, la crisi messicana li ha messi in guardia contro la potenziale instabilità insita nei flussi di capitale ingenti e altamente volatili, inducendo alcuni di questi paesi (segnatamente Brasile, Cile, Corea e Thailandia) a introdurre temporaneamente misure restrittive, fra cui la tassazione dell'indebitamento estero e degli investimenti interni di non residenti, nonché vincoli di riserva addizionali. Oltre a limitare gli afflussi, alcuni paesi hanno agevolato i deflussi di capitale. Ad esempio, il Cile ha abolito il periodo di "attesa" per il rimpatrio di capitali investiti mediante conversioni di titoli di debito in azioni. In alcuni casi, le risposte sul piano normativo hanno compreso restrizioni all'impiego di "nuovi" strumenti finanziari come gli "american depositary receipts" in Cile e i derivati in Brasile.

... e in Italia ...

... ma restrizioni introdotte temporaneamente in altri paesi

Un importante evento è stata l'entrata in vigore, il 1° gennaio 1996, della Direttiva dell'Unione europea relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (DSI). Essa consente alle società di intermediazione mobiliare di operare in qualsiasi Stato membro della UE a condizione che siano soggette a un'autorizzazione rilasciata da almeno uno di questi Stati. Un altro elemento di rilievo della DSI è che i mercati azionari e derivati potranno commercializzare i loro prodotti e servizi in qualsiasi paese della UE, e ciò consentirà alle società di avere accesso diretto a una borsa UE e di negoziare titoli per via elettronica senza dover ricorrere ad agenti o intermediari locali. Tuttavia, ci vorrà tempo prima che la DSI espliciti tutto il suo impatto competitivo, anche perché la maggior parte dei paesi della UE deve ancora recepire le disposizioni della DSI nella propria legislazione. Oltre a ciò, le direttive generali consentono un elevato grado di flessibilità nella loro interpretazione locale. La DSI è stata accompagnata dalla Direttiva UE sull'adeguatezza patrimoniale, che prescrive alle banche e alle società di investimento di allocare sufficiente capitale a copertura dei rischi di mercato.

Inizia ad avere applicazione la DSI europea

Il mercato degli strumenti derivati

Una leggera contrazione nell'ammontare nozionale delle contrattazioni di borsa rispetto al livello record del 1994 (tabella VIII.7) e un pronunciato aumento delle operazioni fuori borsa (OTC) hanno caratterizzato gli sviluppi sui mercati derivati globali nel 1995. Poste di fronte a un calo di operatività e a forti pressioni competitive, le borse hanno adottato iniziative tese ad allargare la base degli utilizzatori, istituendo collegamenti bilaterali e introducendo nuovi prodotti e servizi. L'indagine delle banche centrali sull'attività dei mercati derivati, condotta nella primavera del 1995, ha rivelato che le dimensioni del mercato

Flessione delle operazioni di borsa ma netta espansione del mercato OTC

Mercati di alcuni strumenti finanziari derivati						
Strumenti	Ammontare nozionale in essere					
	1990	1991	1992	1993	1994	1995
	in miliardi di dollari USA					
Strumenti negoziati in borsa	2 290,4	3 519,3	4 634,4	7 771,1	8 862,5	9 185,3
Futures di tasso d'interesse	1 454,5	2 156,7	2 913,0	4 958,7	5 777,6	5 863,4
Opzioni di tasso d'interesse ¹	599,5	1 072,6	1 385,4	2 362,4	2 623,6	2 741,7
Futures su valute	17,0	18,3	26,5	34,7	40,1	37,9
Opzioni su valute ¹	56,5	62,9	71,1	75,6	55,6	43,2
Futures su indici azionari	69,1	76,0	79,8	110,0	127,3	172,2
Opzioni su indici azionari ¹	93,7	132,8	158,6	229,7	238,3	326,9
Strumenti negoziati fuori borsa ²	3 450,3	4 449,4	5 345,7	8 474,6	11 303,2	17 990,0
Swaps di tasso d'interesse	2 311,5	3 065,1	3 850,8	6 177,3	8 815,6	..
Swaps di valuta ³	577,5	807,2	860,4	899,6	914,8	..
Altri strumenti derivati collegati a swaps ⁴	561,3	577,2	634,5	1 397,6	1 572,8	..

¹ Calls e puts. ² Solo dati rilevati dalla 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 valuta. ⁴ Caps, collars, floors e swaptions.

Fonti: Futures Industry Association; varie borse che trattano futures e opzioni; ISDA; elaborazioni BRI. Tabella VIII.6

OTC sono di gran lunga maggiori di quanto inizialmente stimato. Mentre la maggior parte delle transazioni collegate a valute continua a essere effettuata al di fuori dei mercati organizzati, anche le posizioni aperte in strumenti OTC di tasso d'interesse superano di un ampio margine quelle costituite nelle borse. Sebbene in alcuni paesi un'ampia quota delle transazioni in determinati tipi di contratti vada attribuita a un numero relativamente esiguo di operatori, la natura globale dell'operatività e le indicazioni in base a cui l'identità dei maggiori intermediari è alquanto diversa a seconda delle varie categorie di prodotti hanno contribuito ad attenuare i timori circa una concentrazione eccessiva del mercato. Inoltre, il crescente riconoscimento dei vantaggi economici dei mercati derivati, insieme a una migliore conoscenza e a un impiego più prudente di tali strumenti, ha fatto diminuire le richieste di un'azione regolamentativa nell'area dei mercati derivati. Le iniziative ufficiali hanno continuato a essere indirizzate principalmente a migliorare gli standard di pubblicità dell'informazione e a promuovere una più stretta collaborazione e una maggiore responsabilità dei quadri direttivi nel controllo dei rischi.

Strumenti trattati nei mercati organizzati

La flessione nel volume delle contrattazioni in strumenti finanziari derivati negoziati in borsa è in sintonia con l'attenuarsi della volatilità sui mercati finanziari europei in corso d'anno e con la maggiore cautela mostrata dagli utilizzatori non finanziari. Tuttavia, il fatto che il calo sia stato più pronunciato per i contratti su valute, settore in cui la volatilità è rimasta a livelli storicamente elevati, segnala altresì un certo esodo dell'attività verso il mercato OTC e/o una decrescente liquidità. Tra gli strumenti di tasso d'interesse, la contrazione è stata maggiore per i contratti a lungo termine. Invero, alcuni strumenti a breve, come il future sul PIBOR, hanno persino registrato un consistente aumento delle

Rallentamento nei mercati organizzati ...

... più pronunciato per gli strumenti a lunga che per quelli a breve ...

contrattazioni. All'origine di ciò vi sono diversi fattori, fra cui i movimenti dei tassi d'interesse a breve in risposta alle tensioni sui mercati dei cambi, il diffondersi di strumenti di recente introduzione e l'attività indotta dal forte dinamismo delle transazioni a pronti e OTC. Nel segmento a lungo termine del mercato, il contratto future sull'obbligazione di Stato francese, utilizzato intensamente in passato per l'assunzione di posizioni da parte di operatori esteri, ha subito una delle contrazioni più forti (33%). Viceversa, il future sull'obbligazione di Stato giapponese ha dato segni di ripresa. Oltre alla minore volatilità dei mercati obbligazionari in Europa, possono aver influito sulle contrattazioni in strumenti a lungo termine anche la crescente preferenza dei maggiori operatori per strategie di negoziazione basate sul mercato a pronti (come le operazioni pronti contro termine). Tra gli strumenti di capitale, è ulteriormente aumentato il valore delle

Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse organizzate							
Strumenti	Volume delle contrattazioni in base all'ammontare nozionale						Ammontare nozionale in essere a fine 1995
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	
in migliaia di miliardi di dollari USA							
Futures di tasso d'interesse	92,8	99,6	141,0	175,0	273,3	258,9	5,9
Su strumenti a breve termine	67,6	75,2	113,3	137,2	223,2	212,3	5,5
di cui: eurodollaro a tre mesi ¹	39,4	41,7	66,9	70,2	113,6	104,1	2,5
euroyen a tre mesi ²	11,3	12,9	14,0	24,1	44,4	41,7	1,4
euromarco a tre mesi ³	2,1	3,2	7,5	12,4	19,1	18,0	0,7
PIBOR a tre mesi	1,9	2,9	5,8	10,1	12,3	15,8	0,2
Su strumenti a lungo termine	25,2	24,3	27,7	37,8	50,1	46,6	0,4
di cui: obbligazioni del Tesoro USA ⁴	7,8	6,9	7,1	8,0	10,1	8,7	0,0
obbligazioni di Stato giapponesi ⁵	12,2	10,3	9,7	13,9	13,9	14,6	0,2
obbligazioni di Stato tedesche ⁶	1,6	2,0	2,9	4,0	8,3	7,8	0,1
obbligazioni di Stato francesi ⁷	1,6	2,0	2,8	3,1	4,7	3,4	0,0
Opzioni su tassi d'interesse ⁸	15,2	17,3	25,5	32,5	47,0	43,0	2,7
Futures su valute	2,7	2,7	2,3	2,7	3,3	3,2	0,0
Opzioni su valute ⁸	1,2	1,5	1,4	1,3	1,4	1,0	0,0
Futures su indici azionari	5,6	7,8	6,0	7,2	9,4	11,4	0,2
Opzioni su indici azionari ⁸	5,8	6,4	5,7	6,4	8,1	10,1	0,3
Totale	123,4	135,2	181,9	225,1	342,5	327,6	9,2
in Nord America	65,7	70,8	102,1	113,1	176,1	162,2	4,8
in Europa	21,4	26,7	42,8	59,7	85,7	86,6	2,2
in Asia ⁹	36,2	37,7	36,9	52,0	78,3	74,5	2,0
Altri	0,0	0,0	0,1	0,3	2,4	4,2	0,1

¹ Negoziato presso le seguenti borse: Chicago Mercantile Exchange – International Monetary Market (CME-IMM), Singapore International Monetary 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 Chicago Board of Trade (CBOT), MIDAM, LIFFE, New York Futures Exchange (NYFE) e Tokyo Stock Exchange (TSE). ⁵ Negoziato presso TSE, LIFFE, CBOT e SIMEX. ⁶ Negoziato presso LIFFE e Deutsche Terminbörse (DTB). ⁷ Negoziato presso il MATIF. ⁸ Calls e puts. ⁹ Compresa Australia e Nuova Zelanda.

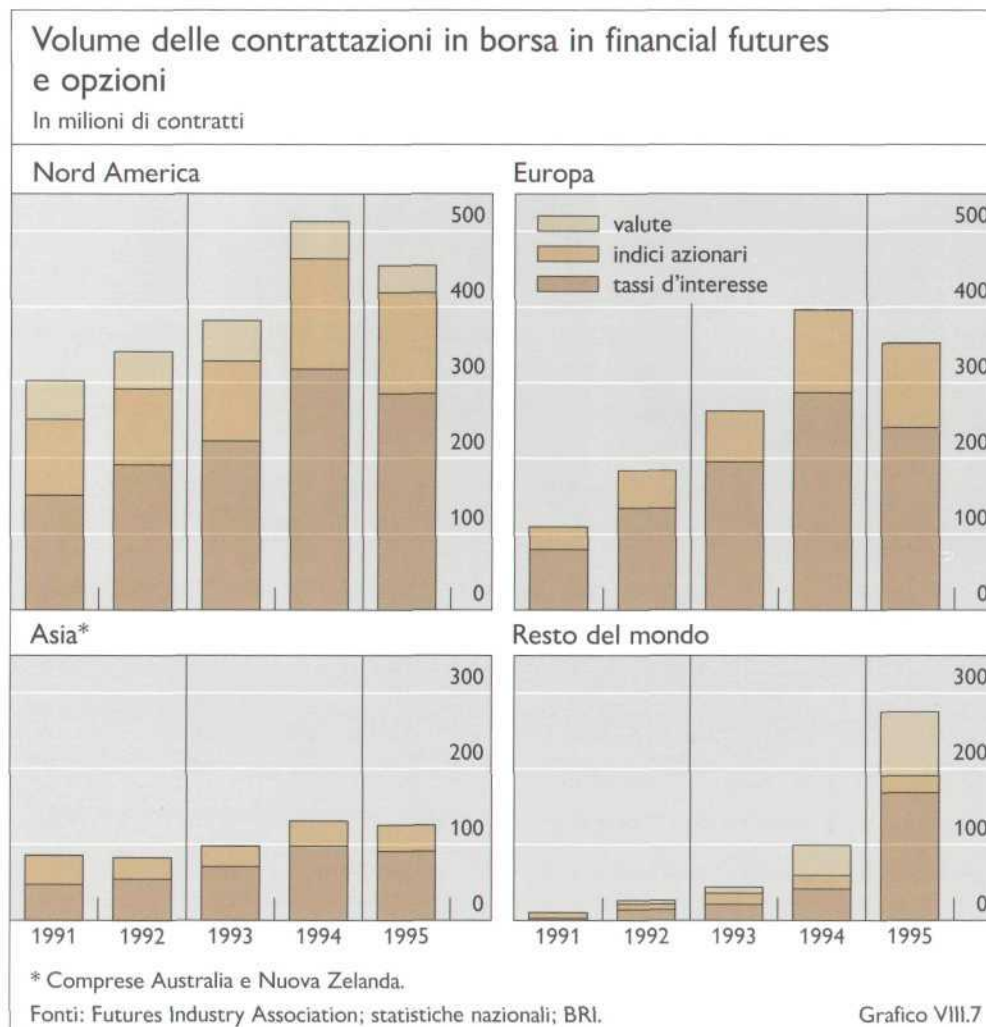
Fonti: Futures Industry Association; varie borse che trattano futures e opzioni; elaborazioni BRI. Tabella VIII.7

transazioni in futures e opzioni su indici azionari. Le contrattazioni in tali strumenti hanno avuto una rapida espansione negli ultimi anni, in seguito al loro crescente impiego nelle gestioni di portafoglio interne e internazionali. Per giunta, ove le opzioni su azioni singole fossero incluse nelle segnalazioni, ne risulterebbe una crescita ancor maggiore di questo segmento del mercato.

L'intensa attività nei contratti su merci al Chicago Board of Trade (CBOT) ha consentito a questa borsa di mantenere la sua posizione preminente nel Nord America, precedendo il Chicago Mercantile Exchange (CME) e il Chicago Board Options Exchange (CBOE). Nello stesso tempo, il London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) ha conservato il suo primato in Europa, grazie soprattutto all'offerta di un'ampia gamma di prodotti su tassi d'interesse internazionali. Nonostante la netta espansione del turnover in termini di numero dei contratti in Brasile (grafico VIII.7), il taglio più piccolo dei singoli strumenti fa sì che l'attività effettiva delle borse locali continui a essere considerevolmente inferiore a quella dei maggiori centri finanziari. Diverse borse sono state istituite lo scorso anno nei paesi in via di sviluppo e in quelli in transizione. Tuttavia, l'assenza di un mercato mobiliare sufficientemente ampio ed efficiente, nonché di un quadro giuridico e normativo adeguato, continua a ostacolare lo sviluppo delle contrattazioni in tali borse.

...mentre prosegue l'espansione dei contratti collegati ad azioni

Modesta attività nei mercati emergenti, tranne che in Brasile



Strategie perse-
guite dalle borse
sotto la spinta della
concorrenza:

... diversificazione ...

Il ristagno complessivo dell'attività ha accentuato la concorrenza tra le borse. Le limitate possibilità di introdurre nuovi contratti di tasso d'interesse hanno spinto le borse ad adottare strategie competitive su più fronti, fra cui l'introduzione di *nuovi strumenti e servizi specializzati*, la *razionalizzazione* delle attività esistenti e l'istituzione di *nuovi collegamenti tra mercati*. Per quanto concerne *gli strumenti*, le novità apparse in borsa si sono concentrate su indici azionari settoriali, parità valutarie incrociate e contratti su merci. Vi è stata anche un'ulteriore diffusione di strumenti "personalizzati" (che assommano almeno in parte la flessibilità dei prodotti OTC e i vantaggi di garanzia e trasparenza di prezzo delle borse), con l'ammissione al listino di nuovi tipi di contratti su azioni e valute. Inoltre, la diversificazione si è indirizzata verso aree relativamente "nuove", come le attività finanziarie di mercati emergenti, il rischio di credito, le assicurazioni, le proprietà immobiliari e l'inquinamento.

... offerta di nuovi
servizi ...

Un secondo aspetto delle strategie perseguite è il maggiore rilievo dato all'offerta di servizi collaterali sia per gli strumenti OTC che per quelli negoziati in borsa. Ad esempio, mentre le maggiori borse statunitensi stavano apportando gli ultimi ritocchi ai loro servizi di gestione delle garanzie e dei margini, Meff Renta Fija in Spagna ha annunciato il lancio di uno schema di compensazione per swaps ordinari di tasso d'interesse denominati in pesetas. Alcune borse hanno adottato anche misure per offrire agli operatori crescenti opportunità di arbitraggio tra mercati e una maggiore flessibilità nella gestione dei rischi finanziari. Fra queste figurano varie opportunità di negoziazione degli spreads (che consentono transazioni basate su differenziali di prezzo tra strumenti a pronti e a termine o tra diversi futures), l'introduzione di ulteriori mesi di consegna, l'accelerazione delle procedure di consegna dei contratti, modifiche ai limiti di prezzo e di posizione e l'introduzione di dispositivi per il riscontro elettronico di ordini di rilevante importo trattati nei recinti di borsa. Queste iniziative dovrebbero migliorare la liquidità degli strumenti a pronti e derivati e rafforzare i collegamenti tra i vari segmenti del mercato.

... maggiore flessi-
bilità ...

... razionalizza-
zione ...

Per quanto concerne la razionalizzazione delle attività esistenti, l'assottigliarsi dei proventi sia degli intermediari che delle borse ha incoraggiato iniziative volte a ridurre i costi operativi. Fra queste si possono annoverare le fusioni tra borse, come quella tra il LIFFE e il London Commodities Exchange, e l'abbandono di prodotti che, in difetto di un solido ancoraggio nei sottostanti mercati nazionali o di una sufficiente liquidità, non offrivano vantaggi competitivi. Ciò spiega, ad esempio, la cancellazione dal listino del LIFFE dei contratti sull'eurodollaro a tre mesi e sull'obbligazione a medio termine tedesca.

... e nuovi collega-
menti tra mercati

È altresì aumentato l'interesse per varie forme di collegamenti tra borse. Gli schemi bilaterali hanno continuato a rappresentare la soluzione preferita, consentendo alle borse di fronteggiare la perdita potenziale di operatività derivante dall'introduzione di prodotti alternativi altrove. Sebbene le pressioni dal lato dei costi abbiano accresciuto l'attrattiva dei sistemi di contrattazione elettronica, alcuni nuovi collegamenti hanno riguardato borse che mantengono un sistema di negoziazione alle grida, e ciò ha riproposto il dibattito sui vantaggi relativi di questi due sistemi. Ad esempio, la possibilità considerata da alcune borse di passare a sistemi telematici ha dato adito al timore che borse concorrenti potessero introdurre le negoziazioni alle grida per contratti analoghi. Gli

Dibattito sui
vantaggi relativi dei
sistemi di contrat-
tazione alle grida
rispetto a quelli
telematici

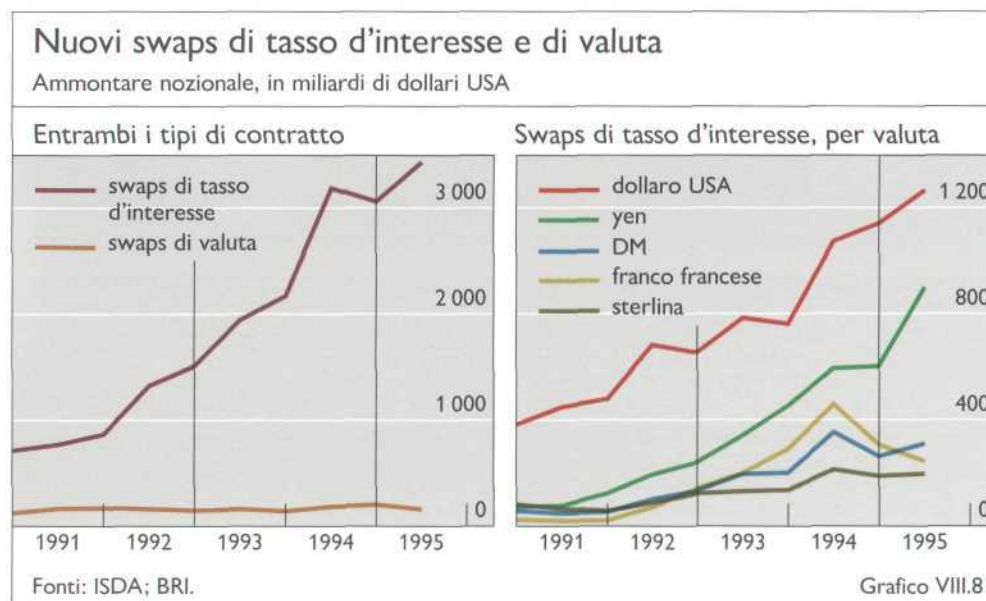
agenti "locali", che svolgono un'importante funzione di arbitraggio nei sistemi tradizionali, hanno manifestato altresì il timore che lo sviluppo dei collegamenti elettronici possa minacciare la loro posizione. Tali preoccupazioni spiegano in parte l'abbandono del collegamento elettronico tra il *Marché à Terme International de France* (MATIF) e la *Deutsche Terminbörse* (DTB). Gli schemi bilaterali pongono anche nuovi problemi per quanto concerne la sorveglianza sull'accesso remoto. Infine è importante notare che, se si prescinde dai periodi di eccezionale turbolenza sui mercati, pochi strumenti hanno finora registrato una forte domanda al di fuori dell'orario operativo locale. I collegamenti annunciati lo scorso anno potrebbero costituire un nuovo banco di prova relativamente a tale domanda.

Strumenti trattati nei mercati fuori borsa (OTC)

I dati preliminari forniti dalla *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) indicano che l'ammontare nozionale delle posizioni in swaps e collegate a swaps ha compiuto un balzo del 59% lo scorso anno, dopo l'aumento del 33% registrato nel 1994. In base alle statistiche più dettagliate disponibili solo per il primo semestre 1995, gran parte dell'espansione è intervenuta nel settore dei tassi d'interesse, mentre l'attività in swaps di valute ha continuato a essere debole. L'aumento degli swaps di tasso d'interesse ha riguardato principalmente il comparto dello yen, dove la volatilità dei tassi d'interesse è rimasta elevata per molta parte dell'anno e dove l'iniezione di liquidità da parte della Banca del Giappone ha contribuito ad accentuare la curva dei rendimenti. Nello stesso tempo, gli intermediari hanno continuato a introdurre warrants su una vasta gamma di attività sottostanti, in particolare azioni singole, indici azionari e valute.

Le perdite subite da utilizzatori finali nel 1994-95 hanno indotto molte imprese a riconsiderare il loro impiego di strumenti derivati e a migliorare le pratiche di gestione del rischio. Ciò ha incoraggiato a sua volta gli intermediari a potenziare i servizi di consulenza, come strategia mirante a rafforzare i legami a lungo termine con la clientela. Il mercato ha continuato a essere caratterizzato

L'attività sul mercato OTC non dà segni di cedimento ...



... ma cambiano le strategie operative

da una forte spinta innovativa, che peraltro ha assunto direzioni diverse. Anzitutto, è diminuito in certa misura l'interesse per le transazioni direzionali a elevato grado di leva a favore di strutture meno rischiose basate su spreads e con forme di protezione del capitale. In secondo luogo, gli intermediari hanno offerto agli investitori e ai mutuatari alternative di copertura meno costose, ma al tempo stesso con un grado di protezione minore. Ciò è particolarmente evidente per i derivati valutari, dove le ampie oscillazioni nei principali tassi di cambio e l'elevata volatilità hanno fatto salire il prezzo degli strumenti di copertura, accrescendo l'offerta di una varietà di strutture "esotiche" (come le opzioni "barrier"). Al tempo stesso, si è avuto un certo deterioramento della redditività tra gli intermediari, in quanto la crescente disponibilità di specializzazione e tecnologia, richieste per la progettazione e la valutazione di prodotti complessi, ha intensificato la concorrenza, comprimendo i margini a livello di allestimento e di negoziazione.

L'indagine sugli strumenti derivati rivela che ...

L'indagine delle banche centrali sull'attività dei mercati derivati

Nella primavera del 1995, le banche centrali e le autorità monetarie di ventisei paesi hanno condotto un'indagine sull'attività dei mercati degli strumenti derivati in connessione con la rassegna triennale sui mercati dei cambi coordinata dalla BRI (i cui principali risultati sono riportati in sintesi nel Capitolo VI). L'indagine mirava ad ampliare le conoscenze su dimensione e struttura dei mercati globali OTC, a riguardo dei quali le informazioni erano in precedenza alquanto limitate. Tuttavia, essa non aveva lo scopo di valutare l'esposizione al rischio dei singoli operatori, il che avrebbe richiesto un numero molto maggiore di informazioni dettagliate sul complesso della loro attività finanziaria. I dati raccolti riguardano sia il volume delle contrattazioni durante il mese di aprile 1995, sia gli importi nozionali e il valore di mercato delle posizioni in essere al 31 marzo 1995, e hanno avuto come oggetto le quattro principali categorie di rischio di mercato: tassi di cambio, tassi d'interesse, valori azionari e merci. Si stima che l'indagine copra il 90% circa degli intermediari che operano in strumenti derivati. Sono state inoltre raccolte informazioni sulle transazioni degli operatori in strumenti derivati presso le borse organizzate; a differenza di quelli relativi ai mercati OTC, questi dati non sono depurati delle duplicazioni e risultano pertanto non perfettamente confrontabili.

... il mercato OTC è più vasto di quanto finora stimato ...

Dall'indagine risulta che, al netto delle duplicazioni derivanti dalle transazioni locali e internazionali fra le istituzioni dichiaranti, gli importi nozionali giornalieri dei contratti negoziati fuori borsa ammontavano a \$ 839 miliardi nell'aprile 1995, mentre il valore delle posizioni in essere raggiungeva \$ 40 600 miliardi a fine marzo. Quest'ultima cifra è notevolmente più elevata delle stime parziali fornite fino a oggi da altri organismi. Ad esempio, l'ISDA aveva valutato a \$ 11 300 miliardi l'ammontare delle operazioni in swaps e in opzioni di tasso d'interesse collegate a swaps a fine 1994. Essa, inoltre, sopravanza di un ampio margine quella relativa alle posizioni in derivati notificate a livello mondiale dalle borse organizzate (tabella VIII.7). Occorre tuttavia ricordare che le negoziazioni OTC in genere comportano un accumulo di posizioni poiché la chiusura o la modifica di quelle esistenti implica la stipula di nuovi contratti (e dunque la creazione di ulteriori relazioni di controparte), mentre la maggior parte delle posizioni negoziate in borsa viene liquidata prima della scadenza del contratto.

Mercato fuori borsa degli strumenti derivati, a fine marzo 1995 ¹					
Categoria di rischio di mercato e tipologia di strumento	Ammontare nozionale in essere		Valore lordo di mercato		Valore lordo di mercato in rapporto all'ammontare nozionale in essere
	in miliardi di dollari USA	quota percentuale ²	in miliardi di dollari USA	quota percentuale ²	
Valute	13 095	100	1 048	100	8
Contratti a termine e riporti in cambi ³	8 699	72	622	71	7
Swaps di valuta ⁴	1 957	11	346	22	18
Opzioni ⁵	2 379	17	71	7	3
Altri strumenti	61	0	10	0	16
Tassi d'interesse	26 645	100	647	100	2
Forward rate agreements	4 597	17	18	3	0
Swaps	18 283	69	562	87	3
Opzioni	3 548	13	60	9	2
Altri prodotti	216	1	7	1	3
Azioni e indici azionari	579	100	50	100	9
Contratti a termine e swaps	52	9	7	14	13
Opzioni	527	91	43	86	8
Merci	318	100	28	100	9
Contratti a termine e swaps	208	66	21	78	10
Opzioni	109	34	6	22	6
Totale	40 637		1 773		4

¹ Al netto delle duplicazioni tra posizioni sul mercato locale e internazionale. ² Per consentire un raffronto tra le quote attribuibili ai diversi strumenti valutari, le percentuali sono state calcolate sulla base di dati che escludono le cifre relative agli swaps e alle opzioni in valuta segnalati da intermediari operanti nel Regno Unito. ³ I dati sono incompleti perché non comprendono le posizioni in contratti a termine e riporti in cambi di operatori nel Regno Unito. ⁴ Escludendo i dati segnalati dagli intermediari nel Regno Unito, l'ammontare nozionale è di \$1 307 miliardi. ⁵ Escludendo i dati segnalati dagli intermediari nel Regno Unito, l'ammontare nozionale è di \$1 995 miliardi.

Fonte: BRI. Tabella VIII.8

L'indagine ha evidenziato che, sebbene i prodotti di tasso d'interesse rappresentino la componente di gran lunga più importante sia nelle borse che nei mercati OTC, le prime risultano dipendere da questo tipo di contratto molto più dei secondi (le quote sull'ammontare nozionale in essere sono, rispettivamente, il 96 e il 66%). Un altro risultato degno di nota riguarda la limitata dimensione dei mercati dei prodotti derivati collegati ad azioni e merci, il che può in parte rispecchiare la minore copertura statistica degli intermediari che operano in questi mercati. I dealers hanno concorso per il 57% al totale delle posizioni in essere su valute e tassi d'interesse. Ciò indicherebbe che sul mercato continuano a prevalere gli operatori finanziari, ma potrebbe altresì segnalare che gli intermediari non riescono a pareggiare internamente la totalità delle proprie esposizioni verso la clientela. Il carattere globale del mercato è messo in risalto dall'elevata quota di contratti con controparti estere (55% sul totale degli strumenti su tassi d'interesse e valute), fenomeno questo sempre più evidente anche nei mercati organizzati, dato il rapido moltiplicarsi dei collegamenti operativi tra le borse. Infine, l'inchiesta ha confermato che il dollaro USA è

... e predomina sulle borse sia nei prodotti di tasso d'interesse ...

predominante nell'ambito delle operazioni OTC su tassi di cambio (figura infatti da un lato del contratto nell'82% dei casi), mentre è molto meno utilizzato nei contratti di tasso d'interesse (35%).

Il fatto che l'ammontare nozionale in essere dei *contratti di tasso d'interesse* sia più elevato nel mercato OTC (\$ 26 600 miliardi a fine marzo 1995) che nelle borse (\$ 8 900 miliardi a fine 1994) può essere dovuto non soltanto alle differenze intrinseche nei modi in cui il rischio viene negoziato (come si è detto dianzi), ma anche ai numerosi vantaggi offerti dagli strumenti OTC. Per la loro natura di prodotti "personalizzati" essi possono essere strutturati in modo da soddisfare un'ampia gamma di esigenze in termini di scadenze e di esposizione. Al tempo stesso, il progressivo sviluppo di tecniche di riduzione del rischio (come schemi di garanzia collaterale) e la standardizzazione delle pratiche di mercato (ad esempio, per ciò che riguarda l'informazione e la documentazione) hanno rafforzato il vantaggio competitivo dei mercati OTC, già insito nel loro carattere all'ingrosso. In particolare, grazie alla loro versatilità gli swaps di tasso d'interesse hanno incontrato crescente favore presso gli utilizzatori sia finanziari che non finanziari (con una quota del 69% sullo stock di strumenti di tasso d'interesse a fine marzo 1995). Le istituzioni finanziarie hanno fatto largo ricorso agli swaps a fini di copertura e di negoziazione, fornendo in tal modo al mercato un elevato grado di liquidità. Gli swaps soddisfano inoltre le esigenze di una più vasta cerchia di utilizzatori per ciò che concerne le strategie complessive di gestione dell'attivo/passivo, grazie al taglio maggiore dei contratti, alle scadenze più lunghe e al maggior numero di tassi di riferimento rispetto agli strumenti negoziati in borsa (come mostra la più ampia dispersione fra valute degli swaps di tasso d'interesse rispetto ai futures di tasso d'interesse a breve). In particolare, per quanto riguarda gli utilizzatori non finanziari, gli swaps presentano il vantaggio di minori oneri amministrativi rispetto alle operazioni di borsa. Infine, la liquidità dell'ormai ben affermato mercato dei "forward rate agreements" (FRA) (che incidono nella misura del 17% sul totale dei contratti di tasso d'interesse) e la disponibilità di un ampio ventaglio di strategie di copertura per il tramite del mercato dei depositi interbancari hanno in genere favorito, nell'ambito del segmento a breve termine, le operazioni a pronti e OTC a discapito degli strumenti negoziati in borsa.

Malgrado i ripetuti tentativi di introdurre *contratti su valuta*, le borse non sembrano finora essere riuscite a competere con successo con i mercati OTC in questo comparto. Ciò può essere spiegato dal fatto che il ben consolidato mercato interbancario internazionale offre una vasta gamma di strumenti di copertura a breve termine, sia a pronti che derivati, su un ampio ventaglio di esposizioni in valuta. La maggiore rischiosità e i più elevati costi di capitale dei prodotti che implicano uno scambio dell'ammontare sottostante possono aver contribuito alla scarsa incidenza degli swaps sul totale dei contratti su valute in essere (15%).

L'evidente primato del mercato OTC, tuttavia, non ne preclude la complementarità con le borse organizzate. Ad esempio, i futures di tasso d'interesse e gli swaps a più breve termine rimangono in larga misura prodotti sostitutivi, le cui discrepanze di prezzo sono rapidamente eliminate da operazioni di arbitraggio. Tuttavia, la crescita di ingenti portafogli di strumenti derivati con esposizioni

... che presentano dimensioni per lo più all'ingrosso ...

... sia nei prodotti valutari ormai ampiamente affermati

simmetriche indica che le borse sono sempre più utilizzate al margine per coprire le posizioni nette residue degli intermediari. A tale fattore, che si somma a quelli già menzionati a proposito dei prodotti negoziati in borsa, va in parte ascritta la più lenta crescita registrata lo scorso anno dai mercati organizzati rispetto ai mercati OTC.

L'importo nozionale in essere è un parametro utile per raffrontare l'attività in derivati con i mercati sottostanti. Tuttavia, una misura economica più significativa dei contratti stipulati fuori borsa è il loro valore lordo di mercato, inteso come costo di sostituzione dei contratti in essere ai prezzi correnti il 31 marzo 1995. A tale data, il valore lordo di mercato dei contratti OTC ammontava a \$1800 miliardi, ossia il 4% dell'importo nozionale notificato. Va sottolineato che questa cifra comporta una forte sovrastima delle esposizioni creditorie effettive a causa del crescente impiego di schemi di compensazione e garanzia. I contratti valutari contribuiscono per il 59% al totale del valore lordo di mercato, i contratti di tasso d'interesse per il 36% e quelli su azioni e merci rispettivamente per il 3 e 2%. Tuttavia, fra le diverse categorie di rischio di mercato sono rilevabili ampie differenze nel rapporto tra valore di mercato e valore nozionale. Tale rapporto risulta notevolmente inferiore per i contratti di tasso d'interesse (2%) che per le altre categorie di rischio (8-9%), in parte a causa della minore volatilità delle attività sottostanti per il primo gruppo di prodotti. Vi sono inoltre significative disparità a livello dei singoli strumenti; si passa, così, da valori minimi per i FRA (data la natura a breve dell'esposizione) fino al 18% per gli swaps su valute (a causa sia della loro più lunga durata sia dello scambio di capitale alla scadenza del contratto). Conviene ricordare che i valori di mercato dipendono in larga misura dal clima prevalente nei mercati finanziari. Il periodo preso in esame è stato contraddistinto da un grado di volatilità alquanto elevato sui mercati valutari e da una temporanea pausa nella oscillazione dei tassi d'interesse, fattori che possono aver accentuato le differenze nei costi di sostituzione tra le due categorie di prodotti.

Un'interessante conclusione dell'indagine è che il valore netto di mercato (la differenza tra i valori lordi positivi e negativi) del settore degli intermediari rispetto a quello della clientela è in favore del primo per un ammontare equivalente all'1% soltanto del valore lordo di mercato dei contratti intermediari/clientela. Ciò indicherebbe che la clientela è ben rappresentata da entrambi i lati del mercato e che i dealers svolgono un ruolo essenzialmente di intermediazione nella negoziazione dei rischi di prezzo con la clientela, il che dovrebbe attenuare i timori di potenziali rischi sistemici connessi alla loro attività nei mercati derivati. Tuttavia, le statistiche aggregate non indicano se la distribuzione dei rischi all'interno della categoria degli intermediari sia altrettanto equilibrata, né apportano ulteriori conoscenze sul loro profilo di rischio complessivo (dal momento che non sono stati raccolti dati circa le posizioni sui mercati a pronti). I dati a livello nazionale mostrano altresì l'esistenza di un certo squilibrio tra le varie categorie di rischio e una concentrazione dell'attività su determinati tipi di strumenti, ma l'identità degli intermediari maggiori risulta notevolmente diversa a seconda delle varie categorie di prodotti.

Tuttavia i valori di mercato rappresentano solo il 4% dell'ammontare nozionale...

... con pronunciate differenze tra strumenti...

... e un relativo equilibrio nelle posizioni degli intermediari

Crescente attenzione delle autorità per la gestione interna dei rischi...

Strumenti derivati, regolamentazione e gestione dei rischi

Il crescente riconoscimento dei vantaggi offerti dagli strumenti derivati e un loro più cauto utilizzo hanno ridotto lo scorso anno gli appelli per una regolamentazione restrittiva. Le iniziative ufficiali hanno continuato a essere indirizzate principalmente a incoraggiare il miglioramento della *gestione interna dei rischi*, della *trasparenza* e della *infrastruttura dei mercati*. Gli sforzi volti a sollecitare una maggiore responsabilità nella gestione interna dei rischi sono esemplificati dall'approvazione ufficiale, in dicembre, delle proposte intese a emendare l'Accordo sui coefficienti patrimoniali minimi del luglio 1988 per incorporarvi i rischi di mercato. Frutto di tre anni di consultazioni, l'Accordo così emendato consentirà alle banche in possesso di determinati requisiti di impiegare propri modelli interni per misurare il "valore a rischio" ai fini degli adempimenti patrimoniali, a condizione che tali modelli siano validati e sottoposti a prove di stress (si veda p. 194).

... la trasparenza esterna...

Nel contempo, sono state intraprese da parte delle autorità nuove iniziative intese a promuovere la trasparenza a livello sia micro che macro. A seguito di raccomandazioni formulate separatamente nel 1994 dall'Institute of International Finance e dalle banche centrali del G-10 circa la pubblicità delle informazioni sui rischi di mercato e di credito, nel novembre dello scorso anno il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) hanno pubblicato congiuntamente i risultati di un'indagine da cui emergeva che numerosi intermediari finanziari avevano migliorato l'informativa di bilancio sull'attività di negoziazione in strumenti derivati. Il rapporto inoltre auspicava ulteriori progressi in questo ambito. In aggiunta, alla luce dei risultati dell'indagine delle banche centrali sui mercati derivati, il Comitato permanente per l'euromercato del G-10 sta considerando la messa a punto di un sistema di segnalazione a scadenze regolari e globalmente coerente sull'operatività in strumenti derivati OTC. Questa iniziativa fa riferimento allo schema minimo comune di informazione pubblicato congiuntamente dal Comitato di Basilea e dallo IOSCO nel maggio 1995 (si veda p. 194).

... e il rafforzamento delle infrastrutture di mercato...

All'indomani del dissesto della Barings, nel febbraio 1995, sono stati inoltre compiuti passi concreti per rafforzare le infrastrutture di mercato. Nella "Dichiarazione di Windsor" del maggio 1995 gli organi di controllo delle maggiori borse mondiali hanno affrontato i temi della cooperazione fra le autorità di mercato, della protezione dei fondi della clientela, delle procedure previste in caso di insolvenze e del coordinamento delle normative per le situazioni di emergenza. Vi è stata poi un'analoga iniziativa della Futures Industry Association, cui ha fatto seguito un'intesa generale raggiunta nel marzo 1996 sullo scambio di informazioni sia fra le borse, circa gli operatori attivi nei mercati rilevanti e con esposizioni giudicate eccessive o potenzialmente tali, sia fra le autorità di vigilanza. Tra le altre iniziative intraprese lo scorso anno figura anche la parziale attuazione di una serie di proposte avanzate nel marzo 1995 da un comitato congiunto di rappresentanti ufficiali degli Stati Uniti e alcune banche di investimento (il "Derivatives Policy Group") allo scopo di fornire informazioni sia sull'attività delle banche in strumenti derivati OTC che sulle loro relazioni di controparte.

Tali iniziative, ufficiali e private, sono sintomatiche della consapevolezza che in un sistema finanziario complesso e in rapida evoluzione le regole quantitative

standardizzate e il monitoraggio meccanico dei dati sulle operazioni di e fuori bilancio non costituiscono più una protezione adeguata contro i rischi potenziali o effettivi. La crescente complessità delle pratiche di mercato richiede una cooperazione sempre più stretta tra i vari protagonisti e un'intensa attività di sorveglianza da parte dei quadri direttivi delle imprese riguardo all'impiego dei moderni sistemi interni di gestione del rischio. Inoltre, essa rende necessario il proseguimento degli sforzi compiuti dalle autorità di controllo per migliorare l'interazione fra i diversi paesi e segmenti del mercato. Gli sviluppi intervenuti finora nell'area del rischio di mercato danno un'indicazione della sfida che ciò comporta.

... in un sistema
finanziario sempre
più complesso

IX. Conclusioni: promuovere la stabilità in un mondo che cambia

Nonostante l'inflazione generalmente bassa, la rapida espansione delle esportazioni verso i paesi emergenti e, in molti casi, il ritmo sostenuto degli investimenti interni, nel 1995 e nei primi mesi di quest'anno il fattore fiducia è stato manifestamente assente nella maggior parte dei paesi industriali. Ciò è dipeso anche dal fatto che l'attività economica nel mondo industrializzato appariva più debole di quanto ci si attendesse. La dinamica del prodotto nell'Europa continentale è rallentata considerevolmente, accentuando il già elevato grado di insicurezza dell'occupazione. Anche negli Stati Uniti sono state presenti per un certo tempo inquietudini analoghe a riguardo dell'evoluzione congiunturale, ma i più recenti indicatori in questo paese e nel Giappone appaiono più in linea, rispettivamente, con una prosecuzione della crescita e con una ripresa dell'economia.

Una causa forse più importante all'origine di questa perdurante inquietudine è la consapevolezza che vari fattori fondamentali, alcuni dei quali di lunga data, stanno ora poderosamente interagendo in modi che con l'andare del tempo creeranno di certo nuova ricchezza, ma che a breve termine possono minacciare la sicurezza del posto di lavoro. Si fanno ancora sentire, benché in misura decrescente, i postumi degli eccessi negli anni settanta e ottanta: in alcuni paesi industriali non sono ancora state del tutto riassorbite le ripercussioni del drastico calo dei prezzi immobiliari, e il ristabilimento di posizioni fiscali sostenibili è lungi dall'essere compiuto. Al tempo stesso, la maggiore libertà nel commercio con l'estero e i rapidi progressi della tecnologia hanno esercitato una continua pressione al ribasso sul prezzo relativo di molti beni oggetto di interscambio, il che implica nei paesi industriali uno spostamento di risorse produttive verso altri settori. Sfortunatamente, ciò avviene in un momento in cui progressi tecnologici analoghi e una crescente concorrenza in molti comparti del terziario – segnatamente in quelli dei servizi finanziari e delle telecomunicazioni – sembrano per ora determinare una minore, e non maggiore, crescita dei posti di lavoro. Infine, il declino generale del costo relativo del capitale ha indotto un processo di sostituzione a scapito della manodopera, specie nei paesi con mercati del lavoro poco flessibili e fortemente protetti.

Di fronte a tali forze di fondo, gli strumenti a disposizione dei responsabili delle politiche economiche nei paesi industriali possono apparire inadeguati: la politica monetaria, ad esempio, non può contrastare un aumento della disoccupazione dovuto a fattori strutturali senza incorrere in rischi inflazionistici. Pur tuttavia, non mancano del tutto le prescrizioni di politica economica, posto che le autorità riconoscano fin dall'inizio i limiti che incontra il loro operare in un mondo incerto e concentrino gli sforzi nell'impedire esiti particolarmente deleteri, piuttosto che nel perseguire obiettivi tanto pregevoli quanto impossibili. Ciò significa chiaramente evitare deviazioni persistenti dalla stabilità dei

prezzi, posizioni fiscali insostenibili e tassi di cambio non realistici, tutti squilibri la cui correzione comporta oneri estremamente elevati. Significa anche prestare maggiore attenzione alla solidità del sistema finanziario, data la crescente importanza e complessità del ruolo che esso svolge in una moderna economia retta dal mercato. Insita in queste sfide è la necessità di promuovere una maggiore cooperazione internazionale, e ciò non soltanto fra i paesi industriali, ma altresì con i paesi le cui economie e i cui sistemi finanziari si stanno espandendo con grande rapidità.

Il mantenimento della stabilità dei prezzi

Alla luce dell'esperienza inflazionistica vissuta dai paesi industriali negli ultimi tre decenni, non sorprende che l'espressione "stabilità dei prezzi" sia generalmente intesa nel senso di un livello molto basso di inflazione. In questa accezione, la stabilità dei prezzi è stata raggiunta, o quasi, in un ampio numero di paesi, sia nel mondo industrializzato che in quello in via di sviluppo. Inoltre, l'inflazione è in molti casi diminuita più di quanto ci si potesse attendere sulla base delle correlazioni storiche, forse anche a causa dell'interazione fra commercio, tecnologia e concorrenza di cui si è detto in precedenza. Queste forze disinflazionistiche continueranno a farsi sentire, e così pure gli effetti dell'eccesso di capacità produttiva che tuttora caratterizza molti dei paesi industriali al di fuori degli Stati Uniti.

Con ciò non si vuole negare che persista una minaccia inflazionistica. L'economia statunitense continua a procedere al limite della capacità produttiva. Di recente i prezzi dei cereali sono fortemente saliti, e altrettanto è avvenuto per i prezzi della benzina nell'America del Nord. Qualora il tasso di disoccupazione strutturale in Europa non dovesse diminuire, con il pericolo di tensioni sociali che ciò comporta, potrebbero sorgere pressioni per una soluzione inflazionistica. Numerosi paesi in via di sviluppo hanno ancora alti tassi di inflazione e le loro economie stanno premendo contro i limiti della capacità produttiva. Inoltre, ove si consentisse all'inflazione di riprendere nuovamente quota, le aspettative inflazionistiche potrebbero essere corrette al rialzo con straordinaria rapidità.

Ma è pur vero che le forze influenti sul livello dei prezzi appaiono oggi più equilibrate di quanto non lo siano state da alcuni decenni. Pertanto, è questo forse il momento storico appropriato per ricordare il consiglio formulato da Keynes e Wicksell nei primi anni venti. Reagendo alle aleatorietà del "gold standard" che consentiva al livello dei prezzi di andare alla deriva per lunghi periodi in entrambe le direzioni, essi conclusero che era ad un tempo opportuno e fattibile che le banche centrali contrastassero sia l'inflazione che la deflazione. In un'epoca di rapidi cambiamenti sociali ed economici, con tutte le connesse implicazioni in termini di ordine sociale e di prezzi relativi, è ancora più importante che sia perseguita la stabilità dei prezzi in quanto caposaldo per decisioni razionali e orientate al futuro in tutti gli ambiti economici.

Ed è anche vero che i due più importanti problemi macroeconomici presenti nel mondo industrializzato – che vanno affrontati senza indugio – hanno implicazioni disinflazionistiche. Il primo è che quasi ovunque i disavanzi di bilancio sono eccessivamente ampi e che gli attuali livelli delle prestazioni sanitarie e

previdenziali implicano un carico fiscale futuro così gravoso da non essere plausibile. La questione non è se affrontare o meno questi squilibri insostenibili, ma piuttosto come graduare i tempi dell'aggiustamento fiscale, soppesando la crescita a spirale dei costi per il servizio del debito che comporta un atteggiamento dilatorio a fronte degli effetti di breve periodo, spesso indesiderati, prodotti sulla domanda da un'azione sollecita. Retrospectivamente, si può dire che l'errore più comune in molti paesi industriali è stato quello di optare per un ulteriore differimento, quantunque non si possano del tutto ignorare i pericoli insiti nel fatto che un gran numero di paesi agisca simultaneamente in senso restrittivo sulla domanda. Sebbene negli Stati Uniti la posizione fiscale di fondo sia migliore che in molti altri paesi, il saggio di risparmio privato resta molto basso, e le iniziative prese per innalzarlo avranno parimenti ripercussioni sulla domanda aggregata.

Il secondo problema è che nell'area dei mercati del lavoro e dei beni vi è l'esigenza di ulteriori riforme strutturali, specie nell'Europa continentale. Tale esigenza appare soprattutto evidente nel comparto manifatturiero, dove la rigidità degli assetti regolamentativi e gli alti costi salariali ed extrasalariali del lavoro possono più facilmente rendere diseconomico l'impiego di manodopera. Anche nel settore dei servizi vanno create nuove opportunità di lavoro, ma in molti paesi è proprio nel terziario che si ritrova lo zoccolo più spesso di vincoli regolamentari che inibiscono la concorrenza e l'espansione. Sebbene in alcuni paesi siano già stati compiuti importanti progressi, ulteriori misure concernenti i mercati del lavoro fornirebbero più ampio margine e un maggiore incentivo agli individui e alle imprese per adattarsi a un mondo in rapida evoluzione. In Europa, una maggiore flessibilità del mercato del lavoro è altresì necessaria per compensare i più stringenti rapporti di cambio in seno all'Unione europea. E, al pari del consolidamento fiscale, le riforme dovrebbero essere intraprese quanto più rapidamente possibile, in considerazione della loro natura di arma a doppio taglio e del tempo occorrente prima che si manifestino appieno i benefici.

L'aggiustamento alla restrizione fiscale, a una maggiore competitività sui mercati dei beni e a una più bassa disoccupazione strutturale può avere effetti disinflazionistici; tuttavia, una volta realizzati, tali cambiamenti mettono anche in moto forze poderose che agiscono da stimolo sulla domanda. In particolare, il perseguimento di sostenibili politiche macroeconomiche a medio termine dovrebbe far sì che i tassi d'interesse continuino a tendere verso il basso. Un credibile programma pluriennale di consolidamento fiscale basato su restrizioni di spesa, anziché su un aggravio dell'imposizione che potrebbe essere considerato politicamente non difendibile, assume a tale riguardo un ruolo cardinale. Il più basso costo dei fattori migliorerà i profitti in molte aree e aumenterà con il tempo il prodotto, gli investimenti e l'occupazione. È altresì probabile che, con il crescere della produttività e con il ridursi del carico tributario prospettico, si rianimi la fiducia degli operatori economici, determinando così più elevati livelli di domanda. Infine, le banche centrali hanno la capacità di impiegare la politica monetaria per aggiustare la domanda ove questa non crescesse a un ritmo compatibile con la stabilità dei prezzi, ed esse dovranno essere pronte ad agire in tal senso.

Anche le variazioni del cambio possono, in talune circostanze, servire a correggere squilibri macroeconomici. Data la debolezza ciclica dell'Europa e del Giappone rispetto agli Stati Uniti, la tendenza al rafforzamento mostrata lo scorso anno dal dollaro ha opportunamente favorito una diversione di domanda verso le economie che più ne avevano bisogno. Tuttavia, anche questo processo ha i suoi limiti, come evidenziano l'ostinata persistenza del disavanzo esterno corrente degli Stati Uniti e l'ampia eccedenza commerciale dell'Unione europea nel suo insieme, malgrado il perdurante deficit tedesco.

In Europa, nonostante il più stabile clima di mercato valutario, lo scorso anno i tassi di cambio hanno continuato ad essere un tema controverso, alla luce degli accadimenti del 1992 e 1993 nonché delle decisioni che ancora restano da prendere prima di realizzare l'unione economica e monetaria. Date le differenti situazioni economiche, e in particolare le differenti sfide di politica fiscale, verosimilmente non tutti i paesi europei potranno partecipare fin dall'inizio all'unione monetaria. Laddove verrà mantenuta la flessibilità del tasso di cambio, questa dovrà trovare un vincolo stringente nell'impegno ufficiale alla stabilità dei prezzi interni. La flessibilità del cambio non dovrà cioè essere un palliativo all'insufficiente disciplina delle politiche.

Le considerazioni di tasso di cambio hanno parimenti avuto un ruolo preminente nella conduzione della politica macroeconomica in molti paesi in via di sviluppo, spesso – ma non sempre – con buoni risultati. Vari paesi hanno di recente adottato un impegno di cambio per piegare le aspettative inflazionistiche; in Argentina, Brasile e Russia il processo è partito da una situazione di iperinflazione. In alcuni casi sono stati compiuti grandi progressi nel ridurre il tasso d'inflazione, benché spesso a prezzo di un aumento del cambio reale. Negli ultimi anni taluni paesi in via di sviluppo hanno cercato di combinare il perseguimento di obiettivi sia interni che esterni mediante l'impiego di una fascia-obiettivo decrescente per il tasso di cambio. A un livello più fondamentale, tuttavia, affinché una politica di "moneta forte" abbia successo occorre che essa sia fiancheggiata da altre riforme in generale, e da una restrizione di bilancio in particolare. È altresì essenziale che sia preservata la stabilità del sistema finanziario interno, poiché i dubbi a questo riguardo, alimentando il convincimento che le autorità non saranno in grado di reagire adeguatamente alle pressioni sul cambio, possono condurre ad attacchi speculativi contro la moneta. Un certo numero di paesi in via di sviluppo ha cominciato a prestare maggiore attenzione a queste debolezze strutturali, ma verosimilmente essi dovranno perseverare nell'azione di riforma per qualche anno ancora.

In diversi paesi del Sud-Est asiatico – e in assai minor grado nei paesi dell'Europa orientale – il problema del tasso di cambio si pone in termini differenti, ma strettamente connessi. I tassi di cambio reali sono oggetto di spinte al rialzo in un contesto di alti livelli di investimento e di un rapido miglioramento della produttività nel settore dei beni esportabili. Essendo da lunga data perseguita una politica di cambio stabile, per lo più rispetto al dollaro, l'apprezzamento reale si è manifestato nella forma di una più elevata inflazione interna. Una rivalutazione nominale della moneta contribuirebbe, in certi paesi, a ridurre le pressioni inflazionistiche interne, ma non influirebbe sul processo attraverso il quale gli afflussi di capitali conducono a un apprezzamento del cambio reale e a

un connesso disavanzo delle partite correnti. La potenziale vulnerabilità creata da tale situazione richiede una combinazione di politiche che contempli il consolidamento delle finanze pubbliche, la promozione del risparmio interno privato, un adeguato approvvigionamento di riserve, il contenimento del debito a breve termine e la disponibilità a permettere che siano in parte sopportate dal tasso di cambio le pressioni derivanti da un'eventuale inversione dei flussi di capitale.

Il mantenimento della stabilità finanziaria

Il sistema finanziario internazionale continua costantemente a crescere di dimensione, complessità e portata geografica. Il valore delle transazioni internazionali in titoli obbligazionari e azionari fra i paesi del Gruppo dei Sette (escludendo il Regno Unito) è aumentato da circa il 35% del PIL nel 1985 a pressoché il 140% lo scorso anno. L'indagine sui mercati degli strumenti derivati condotta dalle banche centrali nell'aprile 1995 ha accertato che a quella data il valore nozionale dei contratti derivati in essere ammontava, sui soli mercati fuori borsa, a oltre \$40 mila miliardi. Inoltre, le restrizioni poste al diritto di insediamento all'estero delle istituzioni finanziarie sono state praticamente eliminate nei paesi industriali e stanno subendo un deciso ridimensionamento altrove. Questi sviluppi vanno giudicati positivamente. Essi consentono infatti una più efficiente allocazione del capitale a livello sia interno sia internazionale, danno origine a servizi finanziari di più basso costo e offrono nuovi strumenti per proteggersi contro ogni tipologia di rischio.

Tuttavia, tre punti devono essere tenuti presenti. In primo luogo, il fatto che il sistema abbia continuato a funzionare bene malgrado vari shock – la crisi messicana, il fallimento della Barings, le perdite di negoziazione della Daiwa – e malgrado le difficoltà con cui è confrontato il sistema bancario giapponese, non deve indurre a facili compiacimenti. I sistemi bancari sono, o saranno, sottoposti a forti sollecitazioni quasi ovunque, anche se di recente vi è stato un certo miglioramento della redditività. In secondo luogo, i mercati finanziari continuano a essere soggetti ad ampie e imprevedibili fluttuazioni dei prezzi. In terzo luogo, i differenti settori e mercati finanziari stanno interagendo in modi sempre più complessi, che metteranno a duro cimento la capacità sia degli organi di regolamentazione sia degli stessi mercati di esercitare un'efficace disciplina sugli operatori.

Nonostante i soddisfacenti risultati conseguiti in diversi paesi nel 1995, i tassi di profitto delle banche dei paesi industriali sono andati generalmente calando a partire dalla metà degli anni ottanta, e le pressioni al contenimento dei costi paiono destinate a intensificarsi. I depositi subiscono in misura crescente la concorrenza di altri strumenti di risparmio, mentre i tradizionali crediti bancari sono minacciati da forme alternative di intermediazione finanziaria che consentono la disaggregazione e la negoziazione separata dei rischi di prezzo e di credito. La comparsa della banca elettronica "virtuale" insidia direttamente la tradizionale attività bancaria al dettaglio nella sua tipica articolazione territoriale. Questi sviluppi implicano che siano proseguiti gli sforzi di ristrutturazione e consolidamento nel settore.

Affinché il processo di aggiustamento abbia luogo senza bruschi contraccolpi, è necessario che le istituzioni finanziarie diventino maggiormente reattive alle pressioni concorrenziali. Ciò comporta che le autorità segnalino più chiaramente che il destino della singola istituzione è anzitutto nelle sue stesse mani. Perché la disciplina di mercato possa esplicarsi appieno occorre inoltre che sia ulteriormente migliorata l'informativa concernente sia i risultati di gestione sia le connesse esposizioni al rischio. Infine, sarebbe opportuno ridurre le barriere artificiali poste alle operazioni di fusione e acquisizione, specie a livello internazionale, nonché deregolamentare i mercati del lavoro in modo da consentire l'aggiustamento degli organici. I rischi potenziali insiti in un sistema bancario inefficiente dovrebbero fornire un forte incentivo ad assecondare queste iniziative.

I sistemi bancari delle economie in via di sviluppo dovranno prima o poi confrontarsi con lo stesso tipo di pressioni concorrenziali in atto nel mondo industrializzato. Ma in molti casi essi devono anche far fronte a problemi più immediati. La liberalizzazione è spesso avvenuta in un contesto caratterizzato da portafogli fortemente sbilanciati in favore del credito amministrato, un'adeguata diversificazione degli impieghi, strutture di costo inefficienti e un malsano grado di collegamento fra banche e imprese non finanziarie. Inoltre, negli ultimi tempi un certo numero di paesi ha registrato una rapida espansione del credito, spesso strettamente associata alla speculazione immobiliare, con evidenti rischi nel caso di un improvviso sgonfiarsi del boom dei prezzi delle attività. In numerosi paesi le banche potrebbero inoltre essere esposte a una compressione dei margini di intermediazione con il calare dell'inflazione, nonché al pericolo di un deflusso di capitale internazionale qualora venisse meno la fiducia.

La prevenzione ovvero il contenimento delle crisi finanziarie ha pertanto assunto un'importanza cruciale. Per quanto concerne la prevenzione, un'ovvia considerazione è che la deregolamentazione del sistema finanziario, specie riguardo agli influssi internazionali, dovrebbe essere compiuta con gradualità e cautela. L'esperienza di molti paesi industriali negli anni recenti ben evidenzia i pericoli insiti in questo processo. Un'altra considerazione è che la rapida espansione del credito dovrebbe forse essere vista, più spesso di quanto non avvenga, come un segnale di potenziale pericolo, soprattutto laddove i prestiti bancari sono fortemente concentrati in certi settori. A questo proposito, può essere opportuno consentire alle banche interne sufficientemente capitalizzate di diversificare all'estero i loro impieghi. Infine, la ristrutturazione dei sistemi bancari nei paesi in via di sviluppo potrebbe in alcuni casi essere agevolata ove si permettesse alle banche estere di svolgere un ruolo più importante.

Quanto al problema di come gestire le crisi finanziarie allorché si dovessero verificare, si possono trarre validi insegnamenti dall'esperienza sia dei paesi industriali sia delle economie in via di sviluppo. Le difficoltà finanziarie vanno affrontate in modo rapido e deciso, nella consapevolezza che i costi fiscali saranno considerevoli, ma comunque inferiori a quelli che comporta un approccio dilatorio. È inoltre essenziale che le autorità mobilitino gli strumenti atti a preservare la fiducia dei mercati finanziari, affinché sia evitata una corsa speculativa contro la moneta. Poiché ciò potrebbe richiedere provvedimenti draconiani, come quelli adottati recentemente in Messico e in Argentina, è

possibile trarre un'ulteriore conclusione: meglio sarebbe evitare questi problemi fin dall'inizio compiendo tutti i passi possibili per rafforzare la solidità del sistema bancario nazionale. Il ruolo della vigilanza a questo proposito sarà trattato più oltre.

Un secondo motivo di preoccupazione è dato dal fatto che gli sviluppi sui mercati finanziari potrebbero minacciare la stabilità qualora repentine variazioni di prezzo dovessero cogliere di sorpresa importanti operatori causandone il fallimento. Anche se nel 1995 la volatilità di breve periodo non è stata particolarmente elevata, si sono avute cospicue oscillazioni dei corsi obbligazionari e l'intensità dell'inversione di tendenza mostrata in primavera dal valore dello yen è difficilmente conciliabile con l'andamento delle grandezze economiche fondamentali. Una certa inquietudine desta parimenti la rinnovata propensione al rischio mostrata dagli investitori, che pare essere stata indotta dalla generale riduzione dei rendimenti obbligazionari. Essa può aver contribuito alla dinamica sostenuta dei mercati azionari, al calo del differenziale di interesse sui titoli di più bassa qualità e all'ulteriore ampio afflusso di capitale nei paesi in via di sviluppo. Il potenziale destabilizzante di un repentino cambiamento in questa propensione al rischio non va sottovalutato.

Per contro, un aspetto positivo emerso dall'indagine sui mercati derivati dell'aprile 1995 è che, sebbene in certe linee di prodotto i mercati tendano ad essere altamente concentrati, nei vari segmenti predominano in genere operatori differenti. Inoltre, l'esposizione netta (misurata in termini di costi di sostituzione) del settore degli operatori primari nei confronti degli utilizzatori finali risulta limitata. Ciò implica che, in termini aggregati, il settore intermedia rischi di prezzo simmetrici assunti dagli utilizzatori. Questa circostanza fa ritenere improbabile che una forte variazione di prezzo possa di per sé causare danni al settore finanziario nel suo insieme, anche se non esclude la possibilità che specifiche istituzioni siano eccessivamente esposte. Sarebbero utili informazioni più tempestive sull'andamento dei mercati derivati, e in effetti è attualmente allo studio la possibilità che le banche centrali (coordinate tramite la BRI) raccolgano e pubblichino dati aggregati sulla base dei conti consolidati dei principali operatori mondiali in strumenti derivati.

Il terzo aspetto critico, sebbene presente da tempo, è stato posto in particolare risalto dagli sviluppi del 1995. Le distinzioni fra i differenti strumenti di mercato e fra le differenti categorie di operatori continuano a farsi meno nitide, cosicché diventa sempre più difficile determinare chi fa che cosa e perché. Ciò mette a dura prova i poteri disciplinari tanto degli organi di regolamentazione quanto dei mercati. Nei paesi sviluppati le autorità hanno reagito a questi rapidi cambiamenti ponendo maggiore enfasi sulla pubblicità delle informazioni nell'intento di avvalersi della disciplina di mercato come complemento alla tradizionale vigilanza prudenziale. Potranno essere necessari ulteriori sforzi da parte dei poteri pubblici per far sì che un elevato grado di trasparenza delle informazioni diventi una "norma" di buona condotta nel settore privato. Sono altresì necessarie nuove iniziative nell'affrontare il problema della crescente integrazione funzionale fra le differenti categorie di istituzioni finanziarie, sviluppando l'opera realizzata negli ultimi anni dal Comitato di Basilea e dallo IOSCO. Date le tendenze già palesi, che favoriscono la formazione di grandi conglomerati

finanziari internazionali, diventa altamente prioritaria una qualche formalizzazione delle responsabilità per la loro vigilanza consolidata. Meno chiaro è se debba essere adottata la formula di un'autorità referente designata ("lead regulator") oppure se si possano trovare soluzioni migliori per conseguire la stessa finalità.

Nella discussione dei problemi del sistema finanziario nel mondo in via di sviluppo è implicita l'opinione che in vari paesi la vigilanza sia stata inadeguata. Questo giudizio non trae origine dal fallimento di singole banche, accadimento normale in un contesto competitivo, bensì dal fatto che in alcune economie si è consentito che l'intero sistema scivolasse verso una condizione di debolezza, con implicazioni macroeconomiche potenzialmente gravi. A medio termine, molto resta da fare per accrescere l'efficacia delle agenzie di rating e della disciplina di mercato, in particolare ponendo rimedio all'inadeguatezza degli standard contabili e agli altri impedimenti alla trasparenza delle informazioni presenti in molti paesi in via di sviluppo. Nel breve periodo, tuttavia, le autorità non possono affidarsi in via primaria alla disciplina di mercato: anche le pratiche di vigilanza devono essere considerevolmente rafforzate. Sarebbe utile un vasto programma di formazione e addestramento per i supervisori, basato su una piattaforma concordata di criteri di prudente gestione bancaria, così come sarebbero utili misure volte a isolare le banche e gli organi di vigilanza dalle influenze politiche.

Il promovimento della cooperazione finanziaria internazionale

È una triste verità dell'epoca postbellica che le iniziative volte a rafforzare la cooperazione finanziaria internazionale sono state per lo più intraprese sotto la pressione di una qualche crisi finanziaria. Se si prescinde dal dibattito in corso sull'unione economica e monetaria in Europa, così è stato anche nel periodo sotto rassegna. La crisi messicana ha suscitato un appello in occasione del Vertice del G-7 affinché fossero esaminate due aree specifiche in cui si riteneva esservi spazio per un miglioramento. In primo luogo, si sarebbero dovuti considerare i modi per potenziare gli Accordi generali di prestito, cosicché in periodi di crisi potessero essere messi a disposizione del FMI anche fondi provenienti da paesi esterni al Gruppo dei Dieci. In secondo luogo, si sarebbe dovuta valutare la possibilità di adottare più ordinate procedure per risolvere le crisi di liquidità di soggetti sovrani. Mentre sul primo punto sono ancora in corso negoziazioni, in un rapporto che tratta della seconda questione vengono avanzate alcune proposte su come migliorare le pratiche attuali per tenere conto della crescente importanza delle obbligazioni e di altri strumenti debitori che in passato erano stati esclusi dagli schemi di ristrutturazione. Specificatamente, è stato proposto che venga dato sostegno ufficiale alle iniziative del mercato volte a munire gli strumenti debitori sovrani di clausole contrattuali che, in caso di crisi, faciliterebbero la consultazione e la cooperazione fra debitori e creditori, nonché fra i creditori medesimi. Il rapporto afferma per contro che non sarebbe né desiderabile, né di fatto possibile, istituire procedure di risoluzione più formali (di tipo concorsuale) per i mutuatari sovrani fortemente indebitati. La questione particolare dei paesi con un elevato indebitamento verso le istituzioni finanziarie internazionali è oggetto di trattazione diretta.

Infine, un ulteriore effetto secondario della crisi messicana è stato che nel periodo in esame alcuni paesi asiatici hanno convenuto di fornirsi reciprocamente un limitato supporto di liquidità, sotto forma di operazioni pronti contro termine a fronte di riserve ufficiali. Le difficoltà incontrate nell'apprestare il sostegno finanziario in favore del Messico hanno evidentemente incoraggiato una nuova e benaugurata forma di affidamento su se stessi.

Un tema ricorrente in questa Relazione annuale è la globalizzazione dei mercati, specie di quelli finanziari. È necessario che le conseguenze di questo processo siano discusse dai responsabili delle politiche e trovino riflesso in iniziative istituzionali. Lo scorso anno la BRI ha continuato a promuovere il dibattito e la cooperazione fra le banche centrali nelle aree di tradizionale interesse – il perseguimento della stabilità dei prezzi e dei mercati finanziari – ponendo però un' enfasi crescente sugli sviluppi nelle maggiori economie emergenti. Una descrizione più dettagliata di questa e altre iniziative è contenuta nella sezione seguente intitolata "Attività della Banca". La BRI si è inoltre adoperata per potenziare in modo significativo i propri contatti a tutti i livelli con le banche centrali del mondo in via di sviluppo. Tali contatti saranno ulteriormente ampliati, al fine di assicurare un apporto conoscitivo globale nella formulazione delle politiche aventi un impatto globale. Al tempo stesso, sarà ovviamente necessario preservare l'informalità delle procedure che da sempre caratterizza le discussioni presso la BRI. Un'equilibrata combinazione dei necessari cambiamenti con le tradizioni di comprovata validità parrebbe essere la formula migliore per incoraggiare la cooperazione fra le banche centrali negli anni a venire.

Attività della Banca

1. Cooperazione fra banche centrali e 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 la sostenibilità dell'indebitamento e dei disavanzi, l'evolversi della fisionomia del settore bancario, nonché la misurazione, le cause e le conseguenze della volatilità dei mercati finanziari. Nell'ambito della politica monetaria, è stata esaminata in particolare la possibilità di utilizzare indicatori desunti da strumenti finanziari, quali le opzioni, ai fini della conduzione della politica monetaria. Diverse riunioni sono state incentrate sull'analisi dei sistemi finanziari e bancari e sul modo di rafforzarne la solidità. Come esaminato nel Capitolo VII, tali sistemi rappresentano l'interfaccia tra i mercati mondiali dei capitali e le economie dei vari paesi. La capacità del sistema finanziario e bancario di far fronte agevolmente a rapide variazioni nei flussi di capitale, nei tassi d'interesse e nei cambi può essere di vitale importanza per la stabilità interna e internazionale.

La natura globale di queste problematiche e la necessità che la cooperazione tra banche centrali sia estesa a tutti i maggiori protagonisti sui mercati hanno trovato espressione nella crescente partecipazione di banche centrali dei mercati emergenti alle riunioni della BRI. L'integrazione dei mercati mondiali dei capitali ha improntato tale cooperazione anche in un altro modo. L'attenuarsi della demarcazione tra mercati finanziari originariamente distinti ha accresciuto l'esigenza di una maggiore cooperazione fra diversi gruppi di esperti, nonché fra organi di regolamentazione e di vigilanza. Vari esempi di questa azione cooperativa sono esaminati più oltre. Come di consueto, 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 (G-10). Essa ha altresì contribuito ai lavori dei Sostituti dei Ministri e dei Governatori del Gruppo dei Dieci, cui si farà riferimento in seguito. La Banca ha anche assicurato i servizi di Segretariato a vari comitati e gruppi di esperti.

Lo scorso anno il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha preso diverse iniziative per far fronte ai problemi che derivano dai cambiamenti in atto nei mercati finanziari. Inoltre, in seguito all'ulteriore riduzione delle barriere funzionali, istituzionali e geografiche all'attività finanziaria, il Comitato si è adoperato per instaurare più stretti legami con gli organi di regolamentazione del mercato mobiliare, tramite l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), e di quello assicurativo, tramite l'International Association of Insurance Supervisors (IAIS). Esso si è anche impegnato attivamente per intensificare i contatti con le autorità di vigilanza dei paesi esterni al G-10.

Alla fine del 1995, il Comitato ha annunciato un importante emendamento all'Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali al fine di istituire coefficienti patrimoniali espliciti a fronte dei rischi di mercato connessi all'attività di negoziazione e alle posizioni aperte delle banche sui mercati dei cambi e delle merci. È previsto un periodo di transizione di due anni prima dell'introduzione di tali coefficienti alla fine del 1997. L'emendamento consentirà alle banche di impiegare propri modelli interni come base per misurare l'esposizione al rischio di mercato, in alternativa al metodo di misurazione standard. Per poter impiegare propri modelli interni, le banche dovranno non solo osservare una serie di parametri quantitativi, ma anche soddisfare rigorosi criteri qualitativi per assicurare che siano applicati adeguati controlli e sistemi di gestione del rischio. L'aver consentito l'impiego di modelli, con verifica del loro grado di accuratezza mediante test retrospettivi, costituisce un'importante innovazione nei metodi di vigilanza e attesta l'impegno del Comitato volto a ridurre gli oneri normativi e a sviluppare un approccio prudenziale che tenga conto delle pratiche di mercato.

Un'efficace vigilanza si basa altresì sull'integrità delle informazioni segnalate alle autorità competenti e al mercato. Ciò è particolarmente importante per l'attività bancaria di negoziazione e in strumenti derivati, che negli ultimi anni è andata espandendosi con grande rapidità. Nel novembre 1995, il Comitato di Basilea e lo IOSCO hanno pubblicato congiuntamente un documento concernente la "Pubblicità delle informazioni sull'attività di negoziazione e in strumenti derivati delle banche e delle società di intermediazione mobiliare", nel quale si esamina la portata delle informazioni che le maggiori banche e società mobiliari pubblicano sulla loro attività in tale ambito e si raccomandano ulteriori miglioramenti sia qualitativi che quantitativi. Tali raccomandazioni si richiamano allo schema presentato nel documento "A Framework for Supervisory Information about the Derivatives Activities of Banks and Securities Firms", pubblicato nel maggio 1995 dal Comitato di Basilea e dallo IOSCO. L'obiettivo perseguito con questo schema è di migliorare la portata e comparabilità delle segnalazioni per le banche e le società di intermediazione attive a livello internazionale, elevando così gli standard globali dell'informativa sugli strumenti derivati e riducendo in pari tempo l'onere connesso all'adozione di sistemi di segnalazione multipli.

Un fenomeno che negli ultimi anni ha assunto particolare rilevanza ai fini della supervisione bancaria è la comparsa di gruppi societari che offrono una gamma completa di servizi finanziari, ossia bancari, mobiliari e assicurativi. Nel luglio 1995, un Gruppo trilaterale informale costituito da rappresentanti degli organi di regolamentazione dei mercati bancari, mobiliari e assicurativi ha pubblicato un rapporto in cui sono individuati i principali problemi di vigilanza derivanti dalla formazione di grandi gruppi e conglomerati finanziari internazionali. Per portare avanti il lavoro in questo ambito, il Comitato di Basilea, IOSCO e IAIS hanno istituito un nuovo consesso cui partecipano congiuntamente rappresentanti degli organi di vigilanza bancaria, mobiliare e assicurativa.

Un altro importante aspetto dell'attività del Comitato di Basilea ha riguardato il rafforzamento dei rapporti con le autorità di vigilanza bancaria al di fuori dei paesi del G-10. Ciò è stato realizzato soprattutto con la creazione e la promozione di gruppi regionali di supervisori, i quali si riuniscono periodicamente per discutere problemi comuni. Tali gruppi costituiscono un importante

punto di collegamento nell'azione volta a rafforzare i requisiti prudenziali e al tempo stesso consentono al Comitato di Basilea di fornire assistenza, consulenza e formazione su base multilaterale. I presidenti di questi gruppi regionali si incontrano annualmente con il Comitato di Basilea. Queste riunioni, insieme alla partecipazione agli incontri dei gruppi regionali del Presidente del Comitato o di membri del suo Segretariato, assicurano che le autorità di vigilanza dei paesi esterni al G-10 siano tenute al corrente degli sviluppi nell'attività svolta a Basilea, al fine di accrescere il loro contributo al lavoro del Comitato.

Ogni due anni le autorità di vigilanza bancaria di tutto il mondo si incontrano sotto l'egida del Comitato di Basilea. La prossima conferenza, che si svolgerà a Stoccolma l'11-13 giugno 1996 sarà dedicata a due tematiche principali, l'attività bancaria internazionale e l'affinamento delle metodologie di vigilanza. Il principale documento di riferimento sarà il rapporto sulla supervisione dell'attività bancaria internazionale predisposto da un gruppo di lavoro congiunto costituito dal Comitato di Basilea e dall'Offshore Group of Banking Supervisors. Questo gruppo ha elaborato una serie di raccomandazioni che riguardano un'efficace vigilanza su base consolidata, le procedure per condurre ispezioni internazionali e i cambiamenti da apportare alle legislazioni nazionali per rimuovere gli ostacoli alla cooperazione in materia di vigilanza.

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. In particolare, il Comitato ha esaminato gli aspetti connessi alla solidità dei mercati e delle loro infrastrutture alla luce della crisi messicana, del dissesto della Barings e delle tensioni emerse sui mercati dei cambi nella primavera del 1995. Esso ha inoltre analizzato l'evoluzione nel profilo della volatilità dei prezzi delle attività e i fattori di cambiamento nella struttura dei mercati bancari. Il Comitato ha anche passato in rassegna gli sviluppi sui mercati derivati. A questo riguardo, esso ha potuto constatare che sono stati compiuti progressi nella pubblicità dell'informazione da quando nel 1994 era stato diffuso il documento "A Discussion Paper on the Public Disclosure of Market and Credit Risk by Financial Intermediaries". Il Comitato ha altresì esaminato i risultati della prima indagine sull'attività globale dei mercati derivati condotta dalle banche centrali e dalle autorità monetarie di 26 paesi nell'aprile 1995 e ha avviato un programma di lavoro mirante a sviluppare, in concertazione con le autorità di vigilanza bancaria, una serie di proposte per migliorare il monitoraggio statistico delle dimensioni e della struttura dei mercati derivati. Il Comitato ha inoltre seguito gli sviluppi in materia di efficacia giuridica degli schemi di compensazione nazionali e internazionali.

Su mandato del Comitato permanente dell'euromercato, la Banca ha continuato a raccogliere, analizzare e pubblicare dati statistici sull'andamento dell'attività bancaria e dei mercati finanziari internazionali. Il Comitato ha ribadito l'utilità di tali statistiche, in particolare alla luce dell'esigenza individuata dai Sostituti del G-10 di monitorare le posizioni con l'estero e gli spostamenti nei flussi di capitale. A questo proposito, esso ha esaminato la possibilità di migliorare le informazioni statistiche sull'indebitamento esterno dei paesi verso le banche attive a livello internazionale.

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento ha continuato ad analizzare gli sviluppi nei sistemi nazionali e internazionali di pagamento, compensazione e regolamento e il loro impatto potenziale sulla stabilità ed efficienza del sistema finanziario internazionale. Particolare attenzione è stata dedicata lo scorso anno al rischio connesso alle operazioni in cambi. La liberalizzazione finanziaria, l'espansione dei flussi internazionali di capitale e gli importanti progressi realizzati nelle tecnologie di negoziazione hanno determinato sostanziali cambiamenti e una straordinaria crescita dell'attività di contrattazione in cambi nel corso degli ultimi venti anni. Sebbene le banche abbiano progressivamente migliorato la loro capacità operativa di regolare queste transazioni, le attuali pratiche di regolamento espongono generalmente ciascuna banca negoziatrice al rischio di pagare i fondi dovuti a fronte di un contratto senza ricevere dalla controparte i fondi che le spettano. Con un volume giornaliero di operazioni in cambi stimato in circa \$USA 1 200 miliardi, le risultanti ampie esposizioni sono fonte di notevole preoccupazione per le singole banche e il sistema finanziario internazionale nel suo insieme. Quantunque la probabilità di una grave disfunzione nel processo di regolamento valutario sia modesta, in un mercato di tale dimensione e complessità le sue potenziali conseguenze sarebbero rilevanti.

In considerazione di ciò, nel marzo 1996 il Comitato ha pubblicato un rapporto sul "Rischio di regolamento nelle operazioni in cambi". Per ridurre il rischio in questione, il rapporto presenta una strategia, che è stata approvata dai Governatori delle banche centrali del G-10. In particolare, nei prossimi due anni le banche centrali del G-10 attueranno una strategia fondata su tre linee d'azione. La prima è indirizzata alle singole banche, alle quali viene raccomandato di adottare immediate misure per applicare un adeguato processo di controllo dell'affidamento creditizio alle loro esposizioni al rischio di regolamento. Con ciò si riconosce il considerevole margine di cui dispongono le singole banche per affrontare il problema migliorando le loro attuali modalità di misurazione e gestione di tali esposizioni. La seconda linea d'azione riguarda i gruppi del settore, i quali sono incoraggiati a realizzare servizi multivalutari ben strutturati che coadiuverebbero le iniziative delle singole banche volte a ridurre il rischio. Le banche centrali del G-10 sono del parere che tali servizi debbano preferibilmente essere forniti dal settore privato anziché da quello pubblico. La terza linea d'azione considera le iniziative delle banche centrali per promuovere rapidi progressi nel settore privato. Ciascuna banca centrale del G-10 in collaborazione, ove appropriato, con le competenti autorità di vigilanza, sceglierà la via più efficace per indurre il settore privato a intraprendere adeguate iniziative nel proprio mercato interno. Inoltre, ove opportuno e fattibile, le banche centrali cercheranno di realizzare taluni miglioramenti basilari nei sistemi di pagamento nazionali e prenderanno in considerazione ulteriori misure per agevolare gli sforzi del settore privato volti a contenere il rischio. Con ciò si riconosce la probabile esigenza che le autorità incoraggino l'azione delle singole banche e di gruppi del settore e cooperino con tali gruppi al fine di conseguire solleciti progressi a livello di mercato.

Durante lo scorso anno, il Comitato ha esaminato varie altre questioni, tra cui l'impiego di garanzie collaterali per accrescere la sicurezza dei sistemi di pagamento e regolamento, il funzionamento dei sistemi di regolamento lordo in

tempo reale, gli schemi di compensazione e regolamento degli strumenti derivati negoziati in borsa e le recenti tendenze nei sistemi di pagamento al dettaglio. Relativamente a questi ultimi, il Comitato ha preso in esame il recente sviluppo di mezzi di pagamento elettronici e i loro potenziali effetti sotto il profilo della politica monetaria. Il termine "moneta elettronica" è impiegato per una serie di strumenti nuovi o in fase di progettazione, generalmente destinati a operazioni al dettaglio, compresi sia i sistemi basati su carte (cosiddetto "borsellino elettronico" o carta prepagata multiuso) sia quelli basati su rete informatica o software (e, in particolare, le varie proposte di offerta di servizi di pagamento non tradizionali via computer, come Internet). Nel novembre 1995, i Governatori del G-10 hanno commissionato uno studio che investe le implicazioni dell'uso della moneta elettronica per la politica monetaria e signoraggio, la sicurezza dei suddetti schemi e i problemi che potrebbero derivarne sotto il profilo dell'efficacia giuridica, nonché il quadro normativo e contrattuale per lo sviluppo di nuovi servizi e le questioni riguardanti le diverse categorie di fornitori di tali nuovi prodotti. Questo studio è condotto da diversi gruppi di esperti delle banche centrali del G-10.

Come corollario delle pubblicazioni sulla "Consegna contro pagamento nei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli" e sui "Regolamenti internazionali in titoli", è stata avviata un'iniziativa mirante a elaborare uno schema o elenco di informazioni che potrebbero essere utili per migliorare la comprensione e conoscenza del rischio insito nei sistemi di regolamento in titoli. Nell'aprile 1996 è stato creato un gruppo di lavoro composto da rappresentanti del settore pubblico e privato di paesi industriali e di economie emergenti, con l'incarico di redigere un elenco di questioni volto a istituire un protocollo per verificare la funzionalità di un sistema di regolamento e i criteri di allocazione dei rischi diretti e indiretti.

Il Comitato ha preso varie altre iniziative per estendere la cooperazione con le banche centrali di paesi esterni al Gruppo dei Dieci e all'Unione europea. Esso ha organizzato, in collaborazione con la BRI, seminari sui sistemi di pagamento e regolamento con vari gruppi regionali di banche centrali e ha ulteriormente ampliato il campo di copertura geografica delle pubblicazioni sui sistemi di pagamento nazionali (nel febbraio 1996 si è aggiunto alla serie di "Libri rossi" uno studio monografico sull'Arabia Saudita). Infine, è proseguita la cooperazione con il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e con IOSCO.

Il Servizio di coordinamento per banche centrali e organizzazioni internazionali ha continuato a coordinare l'assistenza tecnica e la formazione professionale prestate da numerose banche centrali alle istituzioni omologhe nei paesi dell'Europa orientale, nelle repubbliche della CSI e nelle economie asiatiche in transizione. In considerazione dei progressi già conseguiti nell'Europa centrale e orientale, gli sforzi si sono ora concentrati sullo sviluppo della cooperazione con le banche centrali delle economie asiatiche in transizione e su un migliore coordinamento dell'assistenza tecnica alle repubbliche della CSI. I rappresentanti delle banche centrali dell'Europa centrale e orientale e delle repubbliche della CSI si riuniscono annualmente presso la BRI per uno scambio di vedute.

La Banca ha inoltre partecipato attivamente ai lavori del Joint Vienna Institute (JVI), istituito nel 1992 allo scopo di provvedere alla formazione professionale

dei quadri nei paesi in transizione. A fine 1995 i corsi del JVI erano stati frequentati da 4 500 partecipanti di 31 paesi. La BRI ha organizzato seminari specializzati attinenti ad alcuni aspetti dell'attività di banca centrale, come la politica monetaria, la vigilanza bancaria, i sistemi di pagamento e regolamento, questioni giuridiche e la gestione delle riserve.

Il Gruppo di esperti di informatica ha esaminato l'opportunità – alla luce del rapido spostamento verso sistemi distribuiti – che le banche centrali adattino i loro dipartimenti informatici e istituiscano un nuovo impianto organizzativo per i rapporti tra personale informatico e utenti. Esso ha anche considerato le implicazioni, soprattutto sotto il profilo della sicurezza, del crescente impiego di tecnologie cliente/server e di sistemi Unix. Inoltre il Gruppo ha studiato il modo di garantire la sicurezza dei collegamenti delle banche centrali con Internet, cui viene fatto crescente ricorso per scambi di informazioni, accesso a banche dati esterne e diffusione di dati delle stesse banche centrali. Nell'ambito del summenzionato studio sui mezzi di pagamenti elettronici, condotto dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento, il Gruppo di esperti ha istituito un gruppo di lavoro per esaminare la sicurezza dei sistemi basati sulla moneta elettronica. Questo gruppo ha già condotto un'indagine dettagliata sui principali sistemi a moneta elettronica in Europa e negli Stati Uniti.

Il Gruppo di esperti sulle questioni relative alla banca dei dati monetari ed economici ha esaminato una serie di aspetti strategici e tecnici riguardanti il futuro dei servizi della banca dati della BRI, fra cui le modifiche che dovranno essere apportate ai software in considerazione dell'anno 2000, l'allargamento della base di partecipanti per comprendere i paesi esterni al Gruppo dei Dieci e all'Unione europea e lo sviluppo dei servizi per promuovere un più completo scambio di informazioni tra le banche centrali comprendente sia documenti che serie statistiche. È stato manifestato un grande interesse al mantenimento del ruolo della BRI come punto nevralgico per lo scambio elettronico di informazioni tra banche centrali, ed è stato deciso di creare gruppi di lavoro per esaminare in dettaglio le problematiche di ordine strategico e tecnico connesse all'ampliamento di questo ruolo. Il Gruppo ha inoltre discusso l'attuale utilizzo di computer da parte di economisti e statistici delle banche centrali e gli sviluppi nel settore delle norme di trasmissione elettronica di dati.

Il personale del Dipartimento Monetario ed Economico ha a sua volta condotto ricerche in vari settori di rilevanza per l'attività delle banche centrali, con particolare riguardo a questioni monetarie e finanziarie che hanno un'incidenza sulla conduzione della politica monetaria. Le cause e le conseguenze dei cambiamenti nella volatilità dei prezzi delle attività hanno costituito un aspetto di questa ricerca. Un altro argomento di studio è stato il contenuto di informazione dei prezzi delle attività, e in particolare i tassi d'interesse e i prezzi delle opzioni, nonché la loro utilità in quanto variabili segnaletiche per la politica monetaria.

2. Funzioni di Agente e 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.

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 di 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. Una descrizione della struttura e operatività del sistema di compensazione è contenuta nella cinquantaseiesima Relazione annuale del giugno 1986. Nel periodo in esame, due ulteriori banche hanno ottenuto dall'ABE lo status di banca di compensazione e sono entrate a far parte del sistema agli inizi del 1996. Il numero complessivo delle banche di compensazione dell'ECU è pertanto salito a 47.

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 del giugno 1993 alle pagine 217–218.

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 circa DM 7 milioni ai detentori di obbligazioni alle date di scadenza degli interessi del 3 aprile e 3 ottobre 1995, 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 dall'Amministrazione tedesca del debito federale (Bundesschuldenverwaltung) nella Gazzetta federale.

In merito all'applicazione della clausola di garanzia di cambio per il Prestito Young da parte dell'Amministrazione tedesca del debito federale, la Banca ha reiterato le sue precedenti riserve, riportate nella cinquantesima Relazione annuale del giugno 1980 (alle pagine 171–173), che si estendono anche alle obbligazioni di consolidamento 1990–2010. Gli agenti di cambio/pagamento sono stati invitati a prendere adeguate misure precauzionali al fine di salvaguardare i diritti degli obbligazionisti. Per maggiori dettagli si rimanda a un recente comunicato pubblicato, su richiesta della BRI, nella Gazzetta federale n. 183 del 27 settembre 1995 (alla pagina 10755).

Depositario fiduciario di garanzie per le obbligazioni brasiliane

Ai sensi dei due Contratti di pegno siglati il 15 aprile 1994, la BRI agisce in qualità di Agente depositario fiduciario per la detenzione e l'investimento dei valori costituiti in garanzia a beneficio dei detentori di determinate obbligazioni denominate in dollari USA con scadenza a quindici o trenta anni, emesse dal Brasile nel quadro degli accordi di ristrutturazione del debito esterno conclusi nel novembre 1993.

3. Assistenza finanziaria alle banche centrali

Oltre all'assistenza accordata alle banche centrali su base bilaterale, nell'esercizio sotto rassegna la BRI ha coordinato due programmi di sostegno finanziario internazionale.

Come riferito lo scorso anno, la BRI ha apprestato in favore del Banco de México una facilitazione a breve termine per un ammontare massimo di \$USA 10 miliardi, assistita dalla garanzia di un gruppo di banche centrali partecipanti. La facilitazione è stata resa disponibile il 15 marzo 1995, inizialmente per la durata di circa tre mesi. Essa è stata rinnovata agli inizi di giugno ed è giunta a scadenza il 1° settembre 1995.

Il 28 aprile 1995 la Banca ha inoltre concesso un prestito di prefinanziamento per un ammontare fino a \$USA 1 miliardo a favore del Banco Central de la República Argentina. Questa facilitazione, assistita dalla garanzia di un gruppo di banche centrali partecipanti, è stata resa disponibile in sei tranches distinte per prefinanziare varie erogazioni nel quadro dei prestiti accordati dalla Banca mondiale e dalla Banca interamericana di sviluppo. Essa si è conclusa il 30 settembre 1995.

4. Operazioni del Dipartimento Bancario

Passivo

Capitale e riserve

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%. Di conseguenza, il capitale versato rimane

invariato a FO 295 703 125

Le riserve totali della Banca ammontano a FO 1 655 483 397
prima della ripartizione dell'utile netto di esercizio.

Fondi assunti a prestito

Le risorse finanziarie esterne della BRI ne rispecchiano anzitutto il ruolo di banca delle banche centrali. Essa fornisce facilitazioni alle banche centrali e alle istituzioni finanziarie internazionali, assistendo le prime nella gestione delle loro riserve in valuta. Durante lo scorso esercizio, la Banca ha continuato ad ampliare la sua base di depositanti, che comprende più di cento banche centrali e istituzioni finanziarie internazionali in tutto il mondo.

Al 31 marzo 1996 le banche centrali detenevano depositi in oro e in valuta per un totale di 51 138 milioni di franchi oro, contro 58 012 milioni nell'esercizio precedente. Sebbene anche i movimenti dei tassi di cambio abbiano avuto un effetto negativo sul totale dei depositi, il calo di 6 874 milioni di franchi oro è dovuto soprattutto a un contrazione dei saldi in valuta.

La quota dei depositi delle banche centrali sull'insieme dei fondi ricevuti in prestito è calata leggermente anche nel 1995/96, scendendo al 94,2%, contro il 95% un anno prima e il 96,7% a fine marzo 1994. Corrispondentemente, la quota degli altri depositanti è salita dal 5 al 5,8% nell'esercizio sotto rassegna, raggiungendo un ammontare di 3 133 milioni di franchi oro, a fronte di

3 079 milioni al 31 marzo 1995. Questo incremento è dovuto ai nuovi depositi affluiti da varie organizzazioni internazionali.

Nello scorso esercizio si è avuto in particolare un notevole calo dei depositi in dollari USA e, in minor misura, in ECU, yen e sterline; per contro, sono aumentate per il secondo anno consecutivo le risorse in marchi. Pertanto, al 31 marzo 1996 la quota della moneta tedesca sul totale delle risorse finanziarie esterne si era portata al 32,8% (contro il 22,2% un anno prima), mentre quella del dollaro USA è scesa al 52,3% (dal 61,1%).

Al 31 marzo 1996 i depositi con scadenza fino a tre mesi ammontavano al 95,1% del totale delle risorse in valuta, contro il 98,4% nell'esercizio precedente.

Il totale dei depositi in oro è aumentato ulteriormente, raggiungendo una quota del 7,8% sull'insieme dei fondi ricevuti in prestito al 31 marzo 1996, contro il 6,8 e 6,6% rispettivamente nei due precedenti esercizi finanziari.

Attivo

Conformemente al suo ruolo di banca delle banche centrali, la BRI conduce una politica di investimento mirante ad assicurare il più alto livello di sicurezza e di liquidità. Poiché la maggior parte delle attività di riserva delle banche centrali è detenuta presso la BRI con breve termine di preavviso, nell'impiegare queste risorse uno degli obiettivi primari che la Banca si prefigge è di preservare un elevato grado di liquidità. Parimenti importante è il fatto che essa conduce le sue operazioni secondo criteri improntati alla massima prudenza al fine di salvaguardare la sicurezza dei depositi che le sono stati affidati; i rischi di credito, di trasformazione delle scadenze e di cambio sono soggetti a rigoroso monitoraggio e ridotti al minimo. Una parte dei fondi assunti a prestito è investita sul mercato sotto forma di depositi presso banche primarie commerciali di standing internazionale. Un'altra parte consistente è impiegata per l'acquisto di titoli negoziabili a breve termine, compresi buoni del Tesoro. I fondi propri della Banca sono detenuti in gran parte in oro o investiti in titoli di Stato emessi dai principali paesi industriali.

Con un totale di 53 584 milioni di franchi oro al 31 marzo 1996, le attività in valuta hanno registrato una contrazione di 6 709 milioni sull'anno precedente, che riflette soprattutto la corrispondente flessione nei depositi delle banche centrali durante l'esercizio in esame.

Da qualche anno la Banca fa ricorso ad alcuni strumenti derivati, essenzialmente al fine di gestire i fondi propri in modo più efficiente e di coprire i rischi sui fondi ricevuti in prestito. Questo tipo di attività si concentra principalmente nei derivati della "prima generazione", come futures, forward rate agreements e swaps di valute e tassi d'interesse. La Banca fa un uso solo assai limitato delle opzioni.

5. Utile netto e sua ripartizione

I conti relativi al sessantaseiesimo esercizio, chiuso il 31 marzo 1996, presentano un risultato netto di gestione di 187 937 032 franchi oro, a fronte di 170 539 274 franchi oro per l'esercizio precedente. Un importante fattore all'origine di questa espansione è costituito dai più elevati proventi realizzati sugli impieghi dei fondi propri della Banca. Vi è stato, per contro, un calo dei proventi sulle risorse

finanziarie intermedie, dovuto principalmente alla contrazione nel totale di bilancio in corso di esercizio rispetto ai livelli assai elevati del 1994/95.

Il risultato del presente esercizio è al netto delle spese di amministrazione ammontate a 66 347 998 franchi oro, con un incremento del 13% rispetto all'importo di 58 739 784 dell'esercizio precedente. L'entità dell'aumento riflette il sostanziale apprezzamento del valore medio del franco svizzero in termini di franco oro rispetto all'esercizio precedente. In termini di franchi svizzeri, moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca, l'aumento dei costi è stato inferiore al 2%.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 3 529 792 franchi oro all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e 3 073 940 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 181 333 300 franchi oro, contro 162 408 716 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 181 333 300 franchi oro nel modo seguente:

- 1) un importo di 53 333 300 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 260 franchi svizzeri per azione;
- 2) un importo di 38 400 000 franchi oro al Fondo di riserva generale;
- 3) un importo di 3 000 000 franchi oro al Fondo speciale di riserva per i dividendi; e
- 4) un importo di 86 600 000 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 1996 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1996.

La Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, comprese le relative note, nonché un prospetto riassuntivo delle variazioni nelle riserve della Banca sono riportati alla fine della presente Relazione. I conti della Banca sono stati verificati dai Revisori Price Waterhouse, i quali hanno confermato che la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, unitamente alle Note riportate alle pagine 210–212, forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca al 31 marzo 1996, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a quella data. La relazione dei Revisori dei conti è riportata in calce agli schemi di bilancio.

6. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione

Nel maggio 1996 il Consiglio di amministrazione ha deciso di prolungare al 30 giugno 1997 l'attuale mandato di W.F. Duisenberg in qualità di Presidente del Consiglio di amministrazione e di Presidente della Banca dei Regolamenti Internazionali, che si sarebbe concluso il 31 dicembre 1996.

Alla fine di aprile 1996 Markus Lusser ha lasciato la carica di Presidente della Direzione Generale della Banca Nazionale Svizzera e in pari tempo il suo seggio in seno al Consiglio di amministrazione della BRI. Nella seduta del 15 aprile 1996 il Consiglio ha eletto Hans Meyer, chiamato a succedere a Markus Lusser nella carica di Presidente della Direzione Generale della Banca Nazionale Svizzera, quale membro del Consiglio per la restante durata del mandato di Markus Lusser, ossia fino al 31 marzo 1998. Urban Bäckström è stato rieletto Consigliere per un ulteriore periodo di tre anni che terminerà il 31 marzo 1999.

Lord Kingsdown è stato riconfermato nella carica di Consigliere, in base all'Articolo 27(2) dello Statuto, con decorrenza dal maggio 1996.

Nel gennaio 1996 il mandato di Alan S. Blinder in qualità di membro del Consiglio dei Governatori del Sistema della Riserva federale si è concluso ed egli si è dimesso dalla carica di Sostituto di Alan Greenspan. Nel marzo 1996 Jean-Claude Trichet ha designato Jean-Pierre Patat quale suo Sostituto.

Per quanto concerne la Direzione della Banca, Rémi Gros ha lasciato la carica di Condirettore Generale alla fine del dicembre 1995. André Icard gli è succeduto in tale carica. Jean-Claude Dagassan, Condirettore, ha lasciato la Banca alla fine del maggio 1996.

La Banca ha appreso con profondo cordoglio la notizia della scomparsa di Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, avvenuta il 24 novembre 1995. Lord O'Brien era stato Governatore della Banca d'Inghilterra e membro di diritto del Consiglio della BRI dal luglio 1966 al giugno 1973. Dal giugno 1974 al giugno 1983 aveva ricoperto la carica di Consigliere designato e dal marzo 1979 al giugno 1983 anche quella di Vice Presidente del Consiglio di amministrazione della BRI.

Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite

al 31 marzo 1996

Situazione patrimoniale al 31 marzo 1996

(in franchi oro – si veda la Nota 2a) relativa ai Conti)

1995	Attivo	1996
4 373 392 132	Oro	4 364 194 019
541 851 346	Detenuto in verghe	637 302 466
4 915 243 478	Depositi vincolati e anticipazioni	5 001 496 485
9 758 370	Cassa in contanti e conti a vista presso banche	9 761 421
5 520 274 016	Buoni del Tesoro	4 105 690 444
36 127 056 275	Depositi vincolati e anticipazioni in valute	29 998 320 757
6 351 633 262	Fino a 3 mesi	7 329 811 023
42 478 689 537	A oltre 3 mesi	37 328 131 780
5 947 524 799	Titoli di Stato e altri titoli	3 539 879 228
6 336 795 537	Fino a tre mesi	8 600 477 193
12 284 320 336	A oltre 3 mesi	12 140 356 421
19 235 740	Partite varie	32 771 184
1	Terreno, immobili e arredi	1
65 227 521 478		58 618 207 736

Dopo la
ripartizione dell'utile
netto di esercizio

Prima della
ripartizione dell'utile
netto di esercizio

1995	Passivo	1996	
295 703 125	Capitale versato	295 703 125	295 703 125
1 655 483 397	Riserve	1 655 483 397	1 783 483 397
	Depositi (in oro)		
4 042 312 303	A vista	4 079 409 773	4 079 409 773
63 254 613	Fino a 3 mesi	42 095 720	42 095 720
51 403 302	A oltre 3 mesi	123 463 527	123 463 527
4 156 970 218		4 244 969 020	4 244 969 020
	Depositi (in valute)		
1 471 201 653	A vista	1 129 229 959	1 129 229 959
54 565 114 719	Fino a 3 mesi	46 437 189 005	46 437 189 005
898 141 686	A oltre 3 mesi	2 459 422 087	2 459 422 087
56 934 458 058		50 025 841 051	50 025 841 051
271 008 944	Sistema pensionistico del personale	283 079 270	283 079 270
1 860 489 020	Partite varie	1 931 798 573	1 931 798 573
	Conto profitti e perdite	181 333 300	
53 408 716	Dividendo pagabile il 1° luglio		53 333 300
65 227 521 478		58 618 207 736	58 618 207 736

Conto profitti e perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1996
(in franchi oro)

	1995	1996
Interessi e sconti attivi, e altri proventi di gestione	3 919 399 762	3 692 892 528
Meno: interessi e sconti passivi	3 690 120 704	3 438 607 498
Interessi netti e altri proventi di gestione	229 279 058	254 285 030
Meno: spese di amministrazione		
Consiglio di amministrazione	1 167 611	1 460 882
Direzione e personale	40 207 740	46 568 445
Funzionamento degli uffici e altre spese	17 364 433	18 318 671
	58 739 784	66 347 998
Risultato netto di gestione	170 539 274	187 937 032
Meno: importi trasferiti allo		
Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione	3 389 388	3 529 792
Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature	4 741 170	3 073 940
	8 130 558	6 603 732
Utile netto dell'esercizio finanziario	162 408 716	181 333 300
Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale che l'utile netto dell'esercizio chiuso il 31 marzo 1996 sia ripartito, ai sensi dell'Articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:		
Dividendo: 260 franchi svizzeri per azione su 473 125 azioni (1995: 250 franchi svizzeri)	53 408 716	53 333 300
	109 000 000	128 000 000
Trasferimento al fondo di riserva generale	32 700 000	38 400 000
	76 300 000	89 600 000
Trasferimento al fondo speciale di riserva per i dividendi	3 000 000	3 000 000
	73 300 000	86 600 000
Trasferimento al fondo di riserva libero	73 300 000	86 600 000
	—	—

Variazioni delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1996
(in franchi oro)

I. Evoluzione dei fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1995/96

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero	Totale dei fondi di riserva
Consistenza al 1° aprile 1995, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1994/95	30 070 313	764 916 157	53 530 055	806 966 872	1 655 483 397
Più: accantonamenti dall'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1995/96	—	38 400 000	3 000 000	86 600 000	128 000 000
Consistenza al 31 marzo 1996, come da Situazione patrimoniale	30 070 313	803 316 157	56 530 055	893 566 872	1 783 483 397

II. Il capitale versato e i fondi di riserva al 31 marzo 1996 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:

	Capitale versato	Fondi di riserva	Totale capitale e riserve
Attività nette in Oro	295 703 125	366 179 267	661 882 392
Valute	—	1 417 304 130	1 417 304 130
Consistenza al 31 marzo 1996 come da Situazione patrimoniale	295 703 125	1 783 483 397	2 079 186 522

Note relative ai Conti

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1996

1. Introduzione

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) è un'istituzione finanziaria internazionale costituita in applicazione dell'Accordo dell'Aia del 20 gennaio 1930. La Banca ha sede a Basilea, Svizzera. Gli scopi della BRI, secondo quanto disposto nell'Articolo 3 del suo Statuto, sono: promuovere la cooperazione tra le banche centrali, fornire facilitazioni aggiuntive per le operazioni finanziarie internazionali e operare come mandataria (trustee) o come agente in regolamenti finanziari internazionali. Attualmente trentadue banche centrali sono membri della Banca ed esercitano i diritti di rappresentanza e di voto alle Assemblee generali in proporzione al numero di azioni della BRI emesse nel rispettivo paese. Il Consiglio di amministrazione è formato dai Governatori delle banche centrali di Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti d'America, Svezia e Svizzera, nonché dai consiglieri nominati da sei di questi paesi.

I conti per l'esercizio finanziario 1995/96 sono presentati in una veste diversa, approvata dal Consiglio di amministrazione in conformità all'Articolo 49 dello Statuto della Banca. Le modifiche riguardano unicamente la presentazione e non influiscono sulla comparabilità delle cifre con quelle dell'esercizio precedente.

2. Criteri contabili rilevanti

a) *Unità di conto e conversione delle posizioni in valute*

L'unità di conto della Banca è il franco oro, che è pari a \$USA 1,941 49... . L'Articolo 4 dello Statuto della Banca definisce il franco oro (abbreviato in FO) come equivalente a 0,290 322 58... grammi di oro fino. Le posizioni che rappresentano attività in oro sono convertite in franchi oro sulla base del peso in fino. Le posizioni denominate in dollari USA sono convertite in franchi oro in base al prezzo di \$USA 208 per oncia di oro fino (questo prezzo è stato stabilito dal Consiglio di amministrazione nel 1979 e determina un fattore di conversione di 1 franco oro = \$USA 1,941 49...). Le posizioni denominate in altre valute sono convertite in dollari USA ai tassi di cambio a pronti di mercato alla data di chiusura dei conti, e quindi convertite in franchi oro sulla base della predetta equivalenza.

Le differenze di cambio derivanti dalla conversione di attività e passività in valuta denominate in monete diverse dal dollaro sono portate al fondo oscillazione cambi, che è incluso nelle partite varie passive.

Il saldo netto delle differenze di cambio risultanti dalla conversione di contratti a termine e swaps in valuta è incluso nelle partite varie attive o passive.

b) Base di valutazione e determinazione dell'utile

Se non indicato altrimenti, i conti della Banca sono tenuti ai valori storici, e i costi e ricavi sono registrati su una base di competenza. Gli utili e le perdite sono determinati mensilmente, convertiti in dollari USA al tasso di cambio a pronti di mercato alla fine di ciascun mese e convertiti in franchi oro come dianzi descritto; gli utili mensili così calcolati determinano cumulativamente il risultato dell'esercizio.

Gli utili e le perdite risultanti dalla vendita di titoli del portafoglio di investimento sono iscritti nel fondo oscillazione titoli, che è incluso nelle partite varie passive. I saldi attivi accumulati in questo fondo sono ammortizzati nel Conto profitti e perdite su un periodo di tempo corrispondente alla vita residua media del portafoglio di investimento della Banca; un eventuale saldo netto passivo a fine esercizio sarebbe immediatamente imputato al Conto profitti e perdite.

c) Oro

Le attività e passività in oro sono valutate in base al peso di fino.

d) Buoni del Tesoro; Titoli di Stato e altri titoli

I buoni del Tesoro e i Titoli di Stato e altri titoli acquisiti a fermo sono iscritti al valore di acquisto, più gli eventuali interessi maturati, corretto per l'ammortamento del premio o sconto sul periodo di vita residua; gli interessi e sconti attivi comprendono tali quote di ammortamento.

I titoli ricompresi in una delle due suddette voci acquisiti con operazioni pronti contro termine sono iscritti in base all'ammontare anticipato alla controparte più gli interessi maturati.

e) Depositi vincolati e anticipazioni in valute

I depositi vincolati e le anticipazioni sono iscritti al valore nominale più gli interessi maturati.

f) Terreno, immobili e arredi

Sono iscritti al valore di 1 franco oro. Gli esborsi in conto capitale per terreni, immobili o arredi sono imputati all'Accantonamento per immobili o all'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature.

g) Depositi

I depositi costituiscono attività scritturali nei confronti della Banca e sono iscritti al valore nominale più gli interessi maturati. Alcune di tali attività sono emesse a sconto rispetto al valore pagabile alla scadenza del deposito; in questi casi il trattamento contabile è analogo a quello applicato ai titoli a scadenza determinata detenuti dalla Banca (cfr. voce d) più sopra).

h) Sistema pensionistico del personale

Il Sistema pensionistico del personale rappresenta le obbligazioni della Banca nei confronti dei suoi attuali dipendenti e pensionati, sulla base della raccomandazione annuale del consulente attuariale.

i) Accantonamenti

1) Generale

Il Consiglio di amministrazione destina ogni anno un ammontare all'accantonamento per rischi bancari e altre contingenze; questo accantonamento è incorporato nelle partite varie passive.

2) Specifici

Il Consiglio di amministrazione può destinare parte dei proventi dell'esercizio della Banca ai seguenti fondi:

1. Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione
2. Accantonamento per immobili
3. Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature.

I trasferimenti agli accantonamenti specifici appaiono nel Conto profitti e perdite, e l'ammontare non utilizzato degli accantonamenti è incluso nelle partite varie passive.

j) Posizioni fuori-bilancio

1) Strumenti derivati

Nel normale corso della sua attività, la Banca è controparte in transazioni finanziarie fuori-bilancio, comprendenti contratti in cambi a termine, swaps di valuta e di tasso d'interesse, forward rate agreements, futures e opzioni. Questi strumenti sono impiegati a copertura di esposizioni di tasso d'interesse e di cambio della Banca dal lato dell'attivo e del passivo, e per gestire la durata finanziaria delle sue attività liquide. La Banca applica alle posizioni fuori-bilancio gli stessi criteri di valutazione del rischio di credito adottati per tutte le altre forme di investimento.

2) Operazioni fiduciarie

Le operazioni fiduciarie non compaiono in bilancio, poiché esse sono effettuate per conto e a rischio dei clienti della Banca, sebbene a nome proprio. Le operazioni rientranti in questa categoria comprendono i depositi di oro infungibili, nonché i buoni e altri titoli detenuti in custodia per conto di banche centrali e altri depositanti.

Note relative alla Situazione patrimoniale

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1996

1. Disponibilità in oro

La seguente tabella mostra la composizione delle disponibilità complessive della Banca in oro:

Attivo	1995	1996
Oro in verghe detenuto presso banche centrali	4 373 392 132	4 364 194 019
Depositi in oro a termine:		
Fino a 3 mesi	282 781 538	236 533 897
Oltre 3 mesi	259 069 808	400 768 569
	<u>4 915 243 478</u>	<u>5 001 496 485</u>

Le disponibilità proprie in oro della Banca ammontavano a FO 661 882 392, equivalenti a 192 tonn. di oro fino (1995: FO 661 881 612; 192 tonn.).

L'oro detenuto in custodia per la clientela non è incluso nella Situazione patrimoniale; esso ammontava a FO 982,5 milioni (1995: 1 574,7 milioni).

2. Buoni del Tesoro

La seguente tabella mostra la composizione delle disponibilità della Banca in buoni del Tesoro:

	1995	1996
– Acquisiti a fermo	5 483 050 016	4 105 690 444
– Detenuti per operazioni pronti contro termine	37 224 000	—
	<u>5 520 274 016</u>	<u>4 105 690 444</u>

Il valore di mercato al 31 marzo 1996 dei buoni del Tesoro acquisiti a fermo era di FO 4 105,8 milioni.

3. Titoli di Stato e altri titoli

La seguente tabella mostra la composizione delle disponibilità della Banca in questi titoli:

	1995	1996
– Acquisiti a fermo	9 332 862 549	10 488 115 419
– Detenuti per operazioni pronti contro termine	2 951 457 787	1 652 241 002
	<u>12 284 320 336</u>	<u>12 140 356 421</u>

Il valore di mercato al 31 marzo 1996 dei titoli di Stato e altri titoli acquisiti a fermo era di FO 10 532,7 milioni.

4. Capitale

Il capitale della Banca è composto da:

	1995	1996
Capitale autorizzato: 600 000 azioni, di 2 500 franchi oro ciascuna	1 500 000 000	1 500 000 000
Capitale emesso: 473 125 azioni liberate per il 25%	1 182 812 500 295 703 125	1 182 812 500 295 703 125

5. Riserve

Le riserve della Banca sono composte da:

	1995	1996
Fondo di riserva legale	30 070 313	30 070 313
Fondo di riserva generale	764 916 157	803 316 157
Fondo speciale di riserva per i dividendi	53 530 055	56 530 055
Fondo di riserva libero	806 966 872	893 566 872
	<u>1 655 483 397</u>	<u>1 783 483 397</u>

I trasferimenti annuali ai vari fondi di riserva sono regolati dall'Articolo 51 dello Statuto della Banca. Gli importi trasferiti sono altresì indicati nel prospetto "Variazioni delle riserve della Banca".

6. Depositi

I depositi in oro collocati presso la Banca provengono interamente da banche centrali. La composizione dei depositi di valute collocati presso la Banca era la seguente:

	1995	1996
Banche centrali		
A vista	1 401 930 963	1 060 459 178
Fino a 3 mesi	51 969 341 951	43 770 492 278
Oltre 3 mesi	484 017 087	2 062 276 087
Altri depositanti		
A vista	69 270 690	68 770 781
Fino a 3 mesi	2 595 772 768	2 666 696 727
Oltre 3 mesi	414 124 599	397 146 000
	<u>56 934 458 058</u>	<u>50 025 841 051</u>

Relazione dei Revisori dei conti

Relazione dei Revisori dei conti
al Consiglio di amministrazione e all'Assemblea generale
della Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea

Abbiamo verificato la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, ivi comprese le relative note, della Banca dei Regolamenti Internazionali. La Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite sono stati predisposti dalla Direzione della Banca in conformità con lo Statuto e con i principi di valutazione descritti nei "Criteri contabili rilevanti" delle note esplicative. Il nostro mandato, ai sensi dello Statuto della Banca, è quello di formulare un giudizio sulla Situazione patrimoniale e sul Conto profitti e perdite sulla base della nostra revisione e di riferire tale giudizio al Consiglio e all'Assemblea generale.

La nostra revisione ha compreso l'esame a campione dei riscontri documentali degli importi indicati nella Situazione patrimoniale e nel Conto profitti e perdite e nelle relative note. Abbiamo ricevuto tutte le informazioni e le spiegazioni da noi richieste al fine di accertare che la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite siano esenti da errori sostanziali, e riteniamo che la revisione da noi compiuta fornisca una base adeguata per il nostro giudizio.

A nostro giudizio, la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, comprese le relative note, sono stati redatti in modo appropriato e forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca dei Regolamenti Internazionali al 31 marzo 1996, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data, e sono pertanto conformi allo Statuto della Banca.

Price Waterhouse AG

Ralph R. Reinertsen

Jack W. Flamson

Revisori responsabili

Basilea, 26 aprile 1996

Sommario della Situazione patrimoniale negli ultimi cinque esercizi

(in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1992	1993	1994	1995	1996
Oro					
<i>Detenuto in verghe</i>	4 807,7	4 726,9	4 338,3	4 373,4	4 364,2
<i>Depositi vincolati e anticipazioni</i>	459,9	413,0	579,8	541,8	637,3
	5 267,6	5 139,9	4 918,1	4 915,2	5 001,5
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	12,4	7,5	12,0	9,8	9,8
Buoni del Tesoro	3 623,2	2 175,4	3 510,7	5 520,3	4 105,7
Depositi vincolati e anticipazioni in valute	31 588,0	41 183,9	41 370,4	42 478,7	37 328,1
Titoli di Stato e altri titoli	7 457,9	11 428,3	15 087,9	12 284,3	12 140,3
Partite varie	12,0	31,4	76,6	19,2	32,8
Terreno, immobili e arredi	–	–	–	–	–
Totale attivo	47 961,1	59 966,4	64 975,7	65 227,5	58 618,2
Capitale versato	295,7	295,7	295,7	295,7	295,7
Riserve (dopo la ripartizione dell'utile netto di esercizio)					
<i>Fondo di riserva legale</i>	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1
<i>Fondo di riserva generale</i>	672,8	703,1	732,2	764,9	803,3
<i>Fondo speciale di riserva per i dividendi</i>	42,5	47,5	50,5	53,5	56,5
<i>Fondo di riserva libero</i>	603,1	668,8	733,7	807,0	893,6
	1 348,5	1 449,5	1 546,5	1 655,5	1 783,5
Depositi					
Oro	4 571,2	4 367,3	4 061,1	4 157,0	4 245,0
Valute	40 295,1	52 147,7	57 164,9	56 934,4	50 025,8
	44 866,3	56 515,0	61 226,0	61 091,4	54 270,8
Sistema pensionistico del personale	158,3	172,1	200,2	271,0	283,1
Partite varie	1 259,8	1 495,2	1 666,2	1 860,5	1 931,8
Dividendo	32,5	38,9	41,1	53,4	53,3
Totale passivo	47 961,1	59 966,4	64 975,7	65 227,5	58 618,2

Sommario del Conto profitti e perdite negli ultimi cinque esercizi

(in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1992	1993	1994	1995	1996
Interessi netti e altri proventi di gestione	180,2	211,7	195,7	229,3	254,3
Meno: spese di amministrazione					
<i>Consiglio di amministrazione</i>	0,7	0,8	0,8	1,2	1,5
<i>Direzione e personale</i>	28,3	32,2	34,1	40,2	46,6
<i>Funzionamento degli uffici e altre spese</i>	17,1	16,3	15,5	17,4	18,3
	46,1	49,3	50,4	58,8	66,4
Risultato netto di gestione	134,1	162,4	145,3	170,5	187,9
Meno: importi trasferiti allo					
<i>Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione</i>	3,6	3,3	3,3	3,4	3,5
<i>Accantonamento per immobili</i>	–	–	–	–	–
<i>Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature</i>	11,0	19,2	3,9	4,7	3,1
	14,6	22,5	7,2	8,1	6,6
Utile netto dell'esercizio finanziario	119,5	139,9	138,1	162,4	181,3
Dividendo	32,5	38,9	41,1	53,4	53,3
	87,0	101,0	97,0	109,0	128,0
Trasferimento al fondo di riserva generale	26,1	30,3	29,1	32,7	38,4
	60,9	70,7	67,9	76,3	89,6
Trasferimento al fondo speciale di riserva per i dividendi	3,0	5,0	3,0	3,0	3,0
	57,9	65,7	64,9	73,3	86,6
Trasferimento al fondo di riserva libero	57,9	65,7	64,9	73,3	86,6
	–	–	–	–	–

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
William J. McDonough, New York
Yasuo Matsushita, Tokyo
Hans Meyer, Zurigo
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

Jean-Pierre Patat, oppure
Armand Pujal, Parigi
Ian Plenderleith, oppure
Terry R. Smeeton, Londra
Jean-Jacques Rey, Bruxelles
Carlo Santini, oppure
Stefano Lo Faso, Roma
Helmut Schieber, oppure
Bernd Goos, Francoforte s/M
Edwin M. Truman, Washington

Direzione

Andrew Crockett	Direttore Generale
André Icard	Condirettore Generale
Gunter D. Baer	Segretario Generale, Capo di Dipartimento
Malcolm Gill	Capo del Dipartimento Bancario
William R. White	Consigliere Economico, Capo del Dipartimento Monetario ed Economico
Marten de Boer	Direttore, Contabilità, Budgeting e Compensazione dell'ECU
Renato Filosa	Direttore, Dipartimento Monetario ed Economico
Mario Giovanoli	Consigliere Giuridico, Direttore
Guy Noppen	Direttore, Segretariato Generale
André Bascoul	Direttore Supplente, Dipartimento Monetario ed Economico
Joseph R. Bisignano	Direttore Supplente, Dipartimento Monetario ed Economico
Zenta Nakajima	Direttore Supplente, Dipartimento Monetario ed Economico
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
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

