
BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

67^a RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1996–31 MARZO 1997

BASILEA, 9 GIUGNO 1997

Banca dei Regolamenti Internazionali

67^a Relazione annuale

1° aprile 1996 – 31 marzo 1997 Basilea, 9 giugno 1997

© Banca dei Regolamenti Internazionali, 1997
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 92-9131-497-8

Pubblicata anche in francese, inglese e tedesco.

Indice

	Pagina
Lettera di presentazione	1
I. Introduzione: obiettivi chiari, indicatori ambigui	3
Sviluppi economici e segnali contraddittori	5
Sviluppi finanziari e misure per rafforzare il sistema finanziario	7
II. Gli andamenti nei paesi industriali	10
Aspetti salienti	10
Andamenti nelle tre maggiori economie	11
Andamenti nelle altre maggiori economie europee	13
Andamenti nelle economie europee minori	14
Andamenti in altri paesi industriali	16
Politiche macroeconomiche e altri fattori che agiscono sulla domanda	17
<i>Politiche macroeconomiche</i>	18
<i>Altri fattori che agiscono sulla domanda</i>	19
Recenti tendenze dei salari e dei prezzi	22
Andamenti sul mercato del lavoro	24
<i>Andamenti di occupazione e non occupazione</i>	25
<i>Occupazione, commercio con l'estero e investimenti diretti esteri</i>	26
<i>Occupazione e flessibilità delle retribuzioni relative</i>	29
<i>Considerazioni conclusive</i>	30
Commercio mondiale, partite correnti e investimenti diretti esteri	31
<i>Andamenti dell'interscambio mondiale e dei prezzi</i>	31
<i>Andamenti delle partite correnti</i>	32
<i>Investimenti diretti esteri (IDE)</i>	35
III. Le politiche economiche e gli andamenti nel resto del mondo	39
Aspetti salienti	39
Recenti andamenti in America latina	40
Recenti andamenti in Asia	44
<i>Rallentamento della crescita delle esportazioni</i>	44
<i>Cina e India</i>	47
<i>Altre economie dell'Asia</i>	49
Medio Oriente e Africa	51
Stabilità dei prezzi e competitività nelle economie emergenti	51
Recenti andamenti nelle economie in transizione	57
<i>Regimi di "currency board"</i>	59
IV. Politica monetaria e prezzi delle attività nei paesi industriali	62
Aspetti salienti	62
La politica monetaria nelle tre maggiori economie	62
<i>Stati Uniti</i>	63
<i>Giappone</i>	65
<i>Germania</i>	66

	Pagina
Altri paesi dell'Unione europea	68
<i>Francia e paesi minori aderenti agli AEC</i>	68
<i>Italia, Spagna, Svezia e Portogallo</i>	68
Paesi con obiettivi di inflazione espliciti	70
<i>Tassi di cambio e risposta della politica monetaria</i>	71
Risanamento fiscale e risposta della politica monetaria	73
Evoluzione dei prezzi delle attività	75
<i>Disconnessione dei rendimenti obbligazionari</i>	75
<i>Forte convergenza dei rendimenti obbligazionari in Europa</i>	76
<i>Mercati azionari</i>	78
Prezzi delle attività e politica monetaria	81
 V. Tassi di cambio e flussi di capitale nei paesi industriali	 83
Aspetti salienti	83
Dollaro USA, marco tedesco e yen	84
<i>Il dollaro e gli andamenti congiunturali</i>	84
<i>Volatilità e ciclo del dollaro</i>	88
<i>Andamenti delle riserve e finanziamento delle partite correnti</i>	90
Valute europee e dollaro canadese	91
<i>Correlazioni di cambio</i>	92
<i>Valute europee</i>	95
L'introduzione dell'euro	96
<i>Prospettive di mercato a riguardo dell'Unione monetaria europea</i>	96
<i>L'impatto dell'euro sui mercati valutari</i>	97
<i>L'euro e i movimenti di portafoglio</i>	100
<i>Euro, dollaro e yen come valute ancora</i>	102
Oro	104
 VI. Gli andamenti finanziari nei mercati emergenti	 106
Aspetti salienti	106
Ripresa dei flussi di capitale dopo la crisi messicana	106
Flussi di capitali verso le economie emergenti negli anni novanta	110
Mercati azionari e immobiliari	114
Fragilità finanziaria in Asia	116
<i>Cicli dei prezzi delle attività</i>	119
<i>Mobilità dei capitali</i>	122
<i>Prestiti amministrati</i>	123
<i>Concorrenza e aggiustamento strutturale</i>	124
Miglioramento dell'informativa di bilancio delle banche	124
Il ruolo delle agenzie di rating	126
 VII. I mercati internazionali dei capitali	 129
Aspetti salienti	129
Il mercato bancario internazionale	131
<i>Andamenti per settori, valute e nazionalità delle banche dichiaranti</i>	133
<i>Operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante</i>	134
I mercati mobiliari internazionali	136
<i>Tipologia e paese di residenza degli emittenti</i>	139
<i>Tipologia degli strumenti</i>	139
I mercati derivati globali	142
<i>Strumenti trattati nei mercati organizzati</i>	143
<i>Strumenti trattati nei mercati fuori borsa</i>	147
Sviluppi nelle infrastrutture di mercato	150

VIII. L'evoluzione dell'attività di banca centrale	153
Aspetti salienti	153
Il contesto di fondo, gli obiettivi e i vincoli	153
L'evoluzione concettuale e operativa delle funzioni	156
<i>Ancore e arbitraggio</i>	156
<i>Informazione, incentivi e credibilità</i>	165
I rapporti di interdipendenza fra le funzioni	170
Le sfide future	173
<i>Stabilità monetaria</i>	174
<i>Stabilità finanziaria</i>	175
 IX. Conclusioni: prezzi stabili ma strutture finanziarie in mutamento ...	177
Il perseguimento e il mantenimento della stabilità dei prezzi	179
Il perseguimento e il mantenimento della stabilità finanziaria	183
Attività della Banca	191
Cooperazione monetaria e finanziaria internazionale	191
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	192
<i>Comitato permanente per l'euromercato</i>	195
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i>	197
<i>Servizio di coordinamento per le banche centrali e le organizzazioni internazionali</i> ..	198
<i>Gruppo di esperti di informatica</i>	199
<i>Gruppo di esperti sulle questioni della banca dei dati monetari ed economici</i>	200
Funzioni di Agente e Fiduciario	200
<i>Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ecu privati</i>	200
<i>Fiduciario per i prestiti governativi internazionali</i>	200
<i>Depositario di garanzie per le obbligazioni brasiliane</i>	201
<i>Depositario e Fiduciario di garanzie per le obbligazioni peruviane</i>	201
Assistenza finanziaria alle banche centrali	201
Cooperazione con le commissioni ufficiali nelle ricerche sulle attività nel periodo bellico	201
Operazioni del Dipartimento Bancario	202
<i>Passivo</i>	202
<i>Attivo</i>	203
Utile netto e sua ripartizione	203
Aumento del numero delle banche centrali azioniste	204
Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione	205
 Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1997 ...	207
 Consiglio di amministrazione	222
 Direzione	223

Elenco dei grafici (*) e delle tabelle

	Pagina
Gli andamenti nei paesi industriali	
Crescita del PIL e output gap*	12
Contributi alle variazioni del PIL reale nel 1996	15
Saldi finanziari e debito delle amministrazioni pubbliche	18
Rendimenti azionari e obbligazionari, tasso di risparmio e consumi	20
Prezzi nominali e deflazionati degli immobili	21
Prezzi al consumo e costi unitari del lavoro	23
Tassi di disoccupazione*	24
Occupazione e investimenti diretti esteri	28
Flessibilità dei salari relativi, penetrazione delle importazioni e disoccupazione*	29
Indicatori del commercio mondiale*	31
Saldo delle partite correnti dei paesi industriali	33
Competitività, posizioni cicliche e partite correnti*	34
Diversificazione delle transazioni internazionali	35
Investimenti diretti esteri e output gap nei paesi dell'OCSE*	36
Investimenti diretti esteri	37
Localizzazione e vendite delle affiliate estere statunitensi e giapponesi	38
Le politiche economiche e gli andamenti nel resto del mondo	
Crescita e inflazione	40
Saldi commerciali e produzione industriale in America latina*	41
Inflazione, tassi d'interesse e tassi di cambio in America latina*	42
Bilancia delle partite correnti e commercio estero	45
Stabilità dei tassi di cambio con il dollaro USA, gennaio 1990 – febbraio 1997	46
Inflazione, tassi d'interesse e tassi di cambio in Asia*	48
Inflazione e competitività in Messico*	52
Inflazione e tassi di cambio effettivi reali*	54
Sensibilità stimata dell'inflazione nei principali gruppi di paesi*	55
Sensibilità e andamento storico dell'inflazione*	56
Andamenti reali e finanziari nella Federazione russa*	58
Andamenti nei paesi con regime di "currency board"*	60
Politica monetaria e prezzi delle attività nei paesi industriali	
Stati Uniti*	63
Tassi d'interesse overnight e a termine*	64
Giappone*	66
Germania*	67
Convergenza in determinati paesi della UE*	69
Inflazione in determinati paesi: valori effettivi, previsioni e obiettivi*	71
Condizioni monetarie in determinati paesi*	72
Correlazione dei tassi d'interesse a lungo e a breve termine	76
Rendimenti obbligazionari, inflazione e disavanzo pubblico nei paesi della UE*	77
Corsi azionari*	78
Rapporto prezzo/utigli	79
Output gap e rapporto prezzo/utigli*	80
Utigli reali per azione negli Stati Uniti	81

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*	84
Tassi d'interesse a termine a sei mesi*	85
Flussi di portafoglio dal Giappone verso gli Stati Uniti*	86
Transazioni internazionali in titoli obbligazionari e azionari	86
Dollaro USA: stime della parità del potere d'acquisto e del valore di equilibrio fondamentale	87
Tassi di cambio del dollaro, volatilità implicita e "risk reversals"*	88
Distribuzioni di probabilità del dollaro*	89
Riserve valutarie ufficiali	91
Tassi di cambio di valute europee rispetto al marco tedesco*	92
Reattività ai movimenti del marco tedesco nei confronti del dollaro*	93
Reattività dei tassi di cambio: una spiegazione	94
Differenziali tra i rendimenti a dieci anni e tassi di cambio europei*	95
Variazioni dei cambi a termine rispetto al marco tedesco*	97
Unione monetaria europea e volume delle operazioni in valuta estera	99
Volume di contrattazioni valutarie attraverso l'Electronic Broking Service*	100
Volume di contrattazioni in cambi nelle valute di paesi emergenti	101
Il ruolo internazionale di euro, dollaro e yen*	102
Reattività dei cambi nelle diverse aree geografiche*	103
Volume giornaliero di contrattazioni sul mercato dell'oro nel 1996	104
Reattività dei corsi dell'oro e tasso sui prestiti in oro*	105

Gli andamenti finanziari nei mercati emergenti

Tassi d'interesse nei paesi industriali e prezzi delle attività finanziarie nei mercati emergenti*	107
Flussi di capitale e riserve in Asia e America latina	108
Tassi d'interesse a breve: in termini reali e di dollari USA	109
Differenziali degli strumenti debitori dei mercati emergenti e delle obbligazioni USA ad alto rendimento*	112
Mercati emergenti: scadenze e ratings*	113
Differenziali e ratings: obbligazioni di mercati emergenti e di società USA*	114
Mercati azionari: capitalizzazione, volatilità e andamenti recenti	115
Cicli dei prezzi immobiliari in Asia	116
Quota percentuale dei crediti in sofferenza	117
Espansione del credito bancario al settore privato in rapporto alla crescita del PIL	118
Rigidità del cambio e tassi d'interesse reali: 1995-96*	123
Banche e ratings	126

I mercati internazionali dei capitali

Attività sui mercati finanziari internazionali*	129
Finanziamento netto stimato sui mercati internazionali	130
Aspetti principali dell'attività bancaria internazionale	131
Credito bancario internazionale totale*	132
Struttura per valute e nazionalità del credito bancario internazionale*	134
Operazioni delle banche con paesi esterni all'area dichiarante	135
Finanziamento bancario internazionale ed emissioni di titoli dei residenti in Asia e America latina*	136
Aspetti principali delle emissioni internazionali di titoli	137
Tassi d'interesse internazionali*	138
Aspetti principali del mercato obbligazionario internazionale*	141
Mercati di alcuni strumenti finanziari derivati	143

Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse organizzate	144
Volume delle contrattazioni di borsa in financial futures e opzioni*	146
Nuovi swaps di tasso d'interesse e di valuta*	149

L'evoluzione dell'attività di banca centrale

Principali indicatori macroeconomici per i paesi del Gruppo dei Dieci*	154
Inflazione e disoccupazione: raffronto internazionale*	154
Indicatori di tendenza nel valore dei pagamenti*	155
Tassi di cambio e bilance delle partite correnti*	157
Ancoraggio nominale*	159
Iniziative congiunte delle banche centrali a livello microprudenziale	160
Iniziative congiunte delle banche centrali a livello macroprudenziale	164
Rendimenti obbligazionari e dinamica dell'inflazione*	168
Sviluppi in materia di autonomia delle banche centrali	169
Credito e prezzi delle attività in termini reali*	171

67^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 9 giugno 1997*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la sessantasettesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1996 e terminato il 31 marzo 1997.

Dopo il trasferimento di franchi oro 3 000 000 all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e di franchi oro 6 000 000 all'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature, l'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 194 289 449 a fronte di franchi oro 181 333 300 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 48 780 923 al pagamento di un dividendo di 280 franchi svizzeri per azione. Va notato che il dividendo pagabile sulle 44 000 nuove azioni emesse nella seconda metà dell'esercizio finanziario sarà liquidato pro rata tempore in base alla data di sottoscrizione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 41 018 778 al Fondo di riserva generale, franchi oro 3 000 000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 101 489 748 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1996-97 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1997.

Basilea, 23 maggio 1997

ANDREW CROCKETT
Direttore Generale

I. Introduzione: obiettivi chiari, indicatori ambigui

Sebbene si possano dare spiegazioni plausibili a molti degli sviluppi economici e finanziari del 1996, nondimeno essi appaiono per alcuni aspetti sorprendenti. I mercati azionari in numerosi paesi hanno segnato forti rialzi, spesso in presenza di livelli stagnanti di attività economica e di un'ulteriore bassa inflazione. I differenziali dei rendimenti obbligazionari europei si sono ridotti al crescere dei tassi delle obbligazioni negli Stati Uniti, in netto contrasto con gli andamenti osservati nel 1994 e 1995. Il dollaro si è apprezzato in linea con il continuo vigore dell'economia statunitense, nonostante si sia ampliato il persistente disavanzo della bilancia commerciale. In Giappone e nei principali paesi dell'Europa continentale è mancata la ripresa degli investimenti che normalmente fa seguito a un aumento delle esportazioni. In alcune regioni dell'America latina e dell'Africa sono ora migliorate le prospettive per una crescita duratura, mentre si sono accentuati gli squilibri in talune parti dell'Asia. E i flussi di capitali privati verso i mercati emergenti hanno superato di un ampio margine i precedenti massimi, con un ruolo preminente delle emissioni obbligazionarie internazionali. Ci si può chiedere se questi sorprendenti sviluppi siano il prodotto di forze economiche fondamentali o se, piuttosto, saranno queste forze ad annullarli in futuro.

Quantomeno per alcuni aspetti, una risposta onesta a tale quesito è semplicemente che non lo sappiamo. La rapida trasformazione tecnologica e la deregolamentazione, che oggi permeano ogni aspetto dell'economia mondiale, offuscano sempre più la nostra percezione di ciò che è possibile e ragionevole. Da un lato, esse dischiudono la favorevole prospettiva di una più rapida crescita della produttività, di un tenore di vita più alto e di crescenti profitti. Dall'altro, possono comportare difficoltà transitorie e inattesi effetti collaterali prodotti dall'interazione di molte forze in movimento, reali, finanziarie e perfino sociali. Fasi alterne di eccessivo ottimismo e pessimismo sono tipiche della natura umana e anch'esse potrebbero aver svolto un ruolo nel 1996. Per giunta, la capacità di interpretare e prevedere incontra precisi limiti imposti dalla nostra conoscenza. Vi sono molti processi economici che non comprendiamo appieno, in particolare nella sfera finanziaria.

Vi è però una cosa che sappiamo con certezza. Inflazione, eccessiva espansione monetaria e lassismo fiscale portano a percezioni ingannevoli e a scelte erranee in una molteplicità di forme, tra cui evidentemente l'allocazione distorta delle risorse, che può facilmente determinarsi in un mondo in cui il metro di valore e i prezzi relativi variano in modo eccessivo. Tuttavia, è solo con il regredire dell'inflazione che si palesano con maggior chiarezza gli altri più profondi danni arrecati all'economia. In effetti, alcuni degli sviluppi cui si è accennato in precedenza traggono indubbiamente origine da eccessi di periodi

molto anteriori, dal conseguente accumulo di debito e dal perdurante processo di riequilibrio macroeconomico. Le amministrazioni pubbliche, le banche e i mercati finanziari continuano tutti a risentirne fortemente.

Nei paesi industriali il ruolo stesso dello Stato deve essere oggi riconsiderato sulla scorta di una sana regola monetaria e dei limiti manifesti dell'indebitamento pubblico. I governi di molti paesi, alle prese con i debiti assunti in tempi in cui tutto sembrava sostenibile, hanno dovuto ridurre ulteriormente i disavanzi di bilancio nel 1996, nonostante le condizioni generalmente stagnanti dell'economia e la bassa inflazione. Se viste in tale contesto storico, le esigenze poste dai criteri di Maastricht hanno svolto un ruolo solo secondario, benché chiaramente importante in termini temporali. A un livello più fondamentale, molti governi nei paesi industriali hanno cominciato a chiedersi seriamente se fossero ancora in grado di mantenere tutti i meccanismi e di onorare tutte le promesse fatte in passato a protezione dei lavoratori, dei pensionati e di altri beneficiari del sistema di sicurezza sociale. E il risultante clima di incertezza sia tra i consumatori che tra gli investitori protrae questo processo di risanamento finanziario, frenando la spesa, riducendo il gettito delle imposte e rendendo quindi ancora più necessaria la stretta fiscale per conseguire gli obiettivi di bilancio.

Un altro aspetto divenuto più palese nel 1996 è che alcuni sistemi bancari non si sono ancora del tutto ripresi dai precedenti periodi di eccessiva espansione del credito. Un esempio per tutti: a ben sette anni di distanza dallo scoppio della bolla speculativa dei prezzi in Giappone, diverse istituzioni finanziarie sono state poste sotto amministrazione controllata, il numero e l'entità dei fallimenti sono balzati a livelli record e le azioni bancarie hanno spinto ulteriormente al ribasso le quotazioni di borsa. Sebbene l'economia giapponese abbia dato qualche segno incoraggiante di ripresa nel 1996, resta il timore che "venti di prua" provenienti dal settore finanziario, insieme alla necessaria restrizione fiscale, continueranno a frenare la crescita ancora per un certo tempo. Considerazioni di natura analoga hanno suscitato crescenti preoccupazioni anche per gli sviluppi in atto in alcuni mercati emergenti, dove negli ultimi anni il credito per l'acquisto di titoli e immobili è aumentato a un ritmo molto rapido, non di rado in un contesto di pressioni inflazionistiche e di un ampliamento dei disavanzi commerciali.

Anche i mercati finanziari potrebbero recare tuttora i segni di un periodo di alta inflazione. Una possibilità è che ciò crei "illusione monetaria", per cui gli elevati saggi di rendimento nominali vengono confusi con quelli reali. Così, quando i tassi nominali calano in seguito alla più bassa inflazione, come è avvenuto nel 1995 e 1996, può formarsi l'erroneo convincimento che anche i tassi "reali" siano diminuiti. Una seconda e connessa possibilità è che gli operatori si abituino agli alti rendimenti reali che accompagnano le fasi iniziali di disinflazione. A confronto, i tassi che possono determinarsi quando le banche centrali cercano di rivitalizzare economie stagnanti possono apparire inaccettabilmente bassi.

Quale che sia la ragione, lo scorso anno si è assistito a un deciso sforzo da parte degli operatori per ricostituire i loro livelli di rendimento mediante l'assunzione di più elevati rischi sia di credito che di mercato. Come si è detto in

precedenza, gli afflussi di fondi verso i mercati emergenti hanno raggiunto livelli record, con premi di rischio generalmente decrescenti. I differenziali di rendimento tra le obbligazioni di mutuatari sovrani di qualità più alta e meno alta si sono ridotti drasticamente sia in Europa che nel Nord America, anche per i paesi con un passato solo assai recente di rigore fiscale. E infine, sui mercati mobiliari internazionali gli investitori hanno accettato margini più ristretti, erogato credito a mutuatari finora sconosciuti, allungato le scadenze e sperimentato nuove monete e strumenti sempre più complessi.

Due principali insegnamenti si possono trarre da tutto ciò. Il primo è già generalmente accettato: la stabilità dei prezzi e una situazione di bilancio sostenibile sono obiettivi cui va data massima priorità. Politiche macroeconomiche poco rigorose non solo arrecano danni nell'immediato, ma hanno anche effetti nocivi a lungo termine. Il secondo insegnamento è che la solidità dell'economia e quella del sistema finanziario sono intimamente connesse. L'instabilità macroeconomica, sotto forma di un'espansione del credito e di un'inflazione eccessive, può provocare un indebolimento del sistema finanziario. Viceversa, la debolezza del sistema finanziario, indipendentemente dalla sua causa, può avere implicazioni macroeconomiche.

Quest'ultimo punto è da sempre noto alle autorità monetarie e di vigilanza. Il Capitolo VIII di questa Relazione esamina gli sforzi compiuti dalla comunità ufficiale negli ultimi venticinque anni per definire capisaldi di politica monetaria e meccanismi istituzionali in grado di assicurare ad un tempo la stabilità dei prezzi e la stabilità del sistema finanziario. Il fatto che il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, il Comitato permanente per l'euromercato e il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento siano stati istituiti dai Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci, ai quali continuano a riferire, è anche espressione del convincimento che la fragilità del settore finanziario ha importanti implicazioni per la conduzione della politica monetaria. È tuttavia vero che, alla luce di una riflessione più ponderata sulla crisi messicana, i legami tra stabilità dei prezzi e stabilità del settore finanziario sono stati compresi meglio nel 1996, e lo stesso vale per le interdipendenze tra paesi industriali ed economie emergenti. Questa maggiore consapevolezza costituisce un importante passo avanti nella conduzione delle politiche economiche. Nondimeno, come si dirà nelle Conclusioni di questa Relazione, molti altri passi dovranno essere compiuti prima che tutti i problemi risultanti da queste interdipendenze siano stati affrontati adeguatamente.

Sviluppi economici e segnali contraddittori

Lo scorso anno il tasso medio d'inflazione nei paesi industriali è calato ulteriormente. Questo risultato era prevedibile in paesi in cui permane uno scarto significativo dal PIL potenziale, ma le spinte sui prezzi sono state minori di quanto ci si attendesse anche negli Stati Uniti e in altri paesi dove erano stati toccati i limiti di capacità. In tale contesto, e date le incertezze su quale fosse la risposta più adeguata alla restrizione fiscale, all'impennata dei prezzi delle attività finanziarie e ai movimenti talora ampi dei tassi di cambio, nei maggiori paesi industriali la politica monetaria non è stata sostanzialmente modificata lo scorso anno.

Negli Stati Uniti l'esigenza di soppesare indicatori contrastanti è stata particolarmente forte. Per giunta, il problema della loro interpretazione è stato reso ancor più arduo da un ciclo pronunciato di aggiustamento delle scorte e da un profilo trimestrale di crescita economica che non consentiva di individuare facilmente le tendenze di fondo. Il fatto che il tasso di disoccupazione fosse molto basso, e tendente a diminuire più che ad aumentare, militava a favore di un rialzo dei tassi ufficiali per contrastare incipienti spinte sui prezzi. D'altra parte, poiché simili argomentazioni venivano fatte valere da almeno due anni, senza segni evidenti che l'inflazione stesse accelerando, si è posto il quesito se non fossero intervenuti cambiamenti fondamentali nel processo inflazionistico.

Diversi sviluppi sui mercati finanziari hanno avuto a loro volta implicazioni contrastanti per la politica monetaria negli Stati Uniti. Il continuo aumento di valore del dollaro, con i suoi effetti disinflazionistici, indeboliva le ragioni a favore di un rialzo dei tassi d'interesse, anche se il connesso deterioramento della bilancia commerciale stava a indicare che non si poteva contare indefinitamente su questo fattore di sostegno. Per contro, l'ulteriore ascesa dei corsi azionari statunitensi, che in linea di principio avrebbe dovuto incentivare i consumi e gli investimenti, ha motivato le richieste di un inasprimento della politica monetaria, mentre la svolta ascendente dei tassi obbligazionari agli inizi del 1996 è stata interpretata in parte come se il lavoro della Riserva federale fosse già stato compiuto in vece sua. In conclusione, solo dopo che al volgere dell'anno erano emerse indicazioni di un'attività economica più sostenuta e di crescenti pressioni sul costo del lavoro la Riserva federale ha deciso, nel marzo 1997, di innalzare il tasso sui federal funds.

Problemi analoghi di interpretazione e di ponderazione dei segnali si sono posti nel Regno Unito, dove la crescita accelerava, la disoccupazione era in calo, l'espansione del credito aumentava, i prezzi delle attività salivano, e tuttavia l'inflazione rimaneva relativamente stabile. Una complicazione aggiuntiva per la formulazione della politica monetaria era il pronunciato apprezzamento della sterlina nei confronti del marco tedesco e persino del dollaro. Pur giudicando propizio il suo effetto disinflazionistico immediato, le autorità britanniche non vi hanno attribuito eccessiva importanza come indicatore per la politica monetaria, argomentando che l'aumento di valore della sterlina poteva essere puramente transitorio e non mitigava le crescenti spinte inflazionistiche nel settore interno non esposto alla concorrenza internazionale. Viceversa, il rafforzamento del dollaro canadese per gran parte del 1996 è stato interpretato dalla Banca del Canada – anche se sullo sfondo di un margine di sottoimpiego delle risorse notevolmente maggiore che nel Regno Unito – come un potenziale inasprimento delle condizioni monetarie che giustificava una risposta adeguata.

Nel continente europeo i dilemmi di politica economica nel 1996 hanno avuto una componente sia strutturale che macroeconomica. Solo in alcune economie europee minori erano evidenti pressioni inflazionistiche. Più in generale, la debolezza della domanda nell'Europa continentale è stata accentuata lo scorso anno dall'esigenza di rigore fiscale e dalle incertezze dovute a possibili modifiche di indirizzo nelle politiche e alle prospettive per l'Unione economica e monetaria. Mentre la dinamica delle esportazioni è stata relativamente vivace, la spesa in investimenti non ha reagito come di consueto. Nello stesso tempo,

le economie europee hanno subito notevoli shock dal lato dell'offerta. Il processo di ristrutturazione industriale connesso con la globalizzazione e la trasformazione tecnologica ha assunto un ritmo più celere; in presenza di rigidità sui mercati del lavoro, ciò ha contribuito a far salire la disoccupazione in Francia e in Germania ai più alti livelli del periodo postbellico.

Dati tutti questi influssi e i livelli già bassi dei tassi ufficiali, la politica monetaria in Germania è stata allentata solo di poco a metà 1996. Si è espresso il giudizio che i problemi esistenti erano fondamentalmente strutturali, più che indotti dalla domanda, e che una modesta riduzione dei tassi a breve non avrebbe potuto alleviarli granché. Nondimeno, la crescita della domanda nei paesi dell'Europa continentale ha di fatto ricevuto un certo sostegno dal rafforzamento del dollaro, dai crescenti corsi azionari, dal calo dei tassi a lungo termine nei principali paesi e da flessioni ancor maggiori dei tassi sia a breve che a lunga in altri.

In Asia il significativo apprezzamento del dollaro ha costituito un aspetto importante del conflitto tra gli obiettivi delle politiche in questa regione. Il più basso valore dello yen, con i suoi effetti sulle esportazioni giapponesi, è servito a sostenere la crescita del prodotto, malgrado l'agire di forze negative quali il debole clima di fiducia, la prospettiva di una notevole stretta fiscale nell'arco dei prossimi uno o due anni e la scarsa possibilità di abbassare ancora i tassi a breve. Tuttavia, esso ha anche posto fine alla flessione dell'attivo di parte corrente del Giappone, generando nuovi timori di potenziali tensioni commerciali con gli Stati Uniti. In vari altri paesi dell'Asia il valore effettivo delle monete è aumentato parallelamente a quello del dollaro anche a causa di continui afflussi di capitali. Ciò ne ha deteriorato la competitività in un momento in cui sia il volume sia i prezzi delle esportazioni di prodotti elettronici stavano diminuendo fortemente. Sebbene questi sviluppi abbiano contribuito a ridurre il rischio di surriscaldamento in molti paesi di quest'area, in alcuni casi essi hanno anche posto la questione della sostenibilità di tali disavanzi esterni.

Il rischio di conflitto tra equilibrio interno ed esterno è un fatto relativamente nuovo per molti paesi asiatici, in particolare per quelli che fanno affidamento sulle esportazioni come principale motore della crescita. Questo problema è invece endemico in America latina, dove le politiche antinflazionistiche degli anni novanta avevano fatto spesso uso del tasso di cambio come ancora nominale, il che implicava in genere un suo netto apprezzamento in termini reali, giacché l'inflazione interna reagiva solo dopo un certo lasso di tempo. Ciò si ripercuoteva negativamente sull'equilibrio esterno, esponendo i paesi al pericolo di una potenziale perdita di fiducia sia all'interno che all'estero. Un dilemma analogo si pone anche in alcuni paesi dell'Europa orientale. I possibili modi per attenuare questo tipo di conflitti sono esaminati nelle Conclusioni di questa Relazione.

Sviluppi finanziari e misure per rafforzare il sistema finanziario

Lo scorso anno è stato dato particolare risalto alle implicazioni che un contesto fattosi più competitivo può avere per le istituzioni finanziarie in tutto il mondo. La forte ascesa dei prezzi delle attività e la diffusa ricerca di più alti rendimenti

nei mercati mobiliari internazionali sono state al centro dell'attenzione e hanno suscitato timori per i rischi che potrebbe comportare un improvviso cambiamento di clima sui mercati. Inoltre, alle preoccupazioni di lunga data per la solidità delle banche di alcuni paesi industriali si è aggiunta una crescente consapevolezza dei problemi ancor maggiori che si pongono ai mercati emergenti e in transizione.

Questi sviluppi recenti hanno avuto luogo in un contesto di rapidi cambiamenti tecnologici e di perdurante deregolamentazione che hanno consentito a nuovi operatori (specie non bancari) di lanciare una seria sfida alle istituzioni finanziarie già affermate. Per ragioni analoghe, la linea di demarcazione tra crediti e titoli è divenuta ancor meno nitida, così come la distinzione tra banche e altre categorie di istituzioni finanziarie. L'annuncio nel novembre 1996 di un prossimo "Big Bang" giapponese, l'ulteriore allentamento delle restrizioni della legge Glass-Steagall negli Stati Uniti e gli sforzi compiuti dalle istituzioni finanziarie in Europa per posizionarsi in vista dell'introduzione dell'euro, tutto ciò significa che le pressioni competitive si intensificheranno ancora e che la ristrutturazione finanziaria è lungi dall'essere conclusa.

In tali circostanze, grande considerazione è stata data lo scorso anno al modo in cui accrescere la resilienza di ciascuna delle principali componenti strutturali del sistema finanziario internazionale – operatori istituzionali, mercati e infrastrutture di mercato – nell'intento di limitare gli effetti pregiudizievoli di eventuali shock. Come negli anni precedenti, un contributo significativo a questi sforzi è provenuto dai comitati di esperti nazionali che si riuniscono presso la BRI, ciascuno dei quali si è concentrato su un importante aspetto del sistema finanziario internazionale. Le raccomandazioni formulate da questi comitati hanno un valore morale (più che giuridico) derivante dalla presenza di esperti nazionali dei settori che potrebbero esserne maggiormente interessati. A questo riguardo, un fatto nuovo e lusinghiero nel 1996 è stata la crescente partecipazione di rappresentanti dei mercati emergenti a queste consultazioni e alle decisioni che ne sono scaturite.

Istituzioni finanziarie solide sono il cardine di un sistema finanziario stabile. In considerazione di ciò, lo scorso anno il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha preso una serie di iniziative miranti a perfezionare gli strumenti di vigilanza tradizionali. Inoltre, le banche sono state incoraggiate ad accrescere la pubblicità delle informazioni sulle loro attività in titoli e in strumenti derivati. La premessa fondamentale è che un mercato meglio informato imporrà una disciplina adeguata ai suoi partecipanti. Nel promuovere in tal modo comportamenti prudenti, si confida che le pratiche di vigilanza tradizionali siano sempre più integrate dai meccanismi di mercato.

Un'altra importante realizzazione del periodo in esame è il documento a fini di consultazione, pubblicato nell'aprile 1997, su venticinque Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria, integrato da un Compendio in tre volumi di tutti i principali documenti del Comitato di Basilea apparsi finora. Questi Principi rappresentano una pietra miliare per almeno quattro ragioni: coprono tutti gli aspetti della vigilanza; il loro campo di applicazione si estende a tutte le banche e non solo a quelle attive a livello internazionale; sono stati elaborati in stretta collaborazione con le autorità di vigilanza bancaria di paesi

esterni al G-10; intendono fornire un catalogo di sane pratiche prudenziali come base di riferimento sia per le autorità di vigilanza nazionali sia per altre parti interessate.

Da tempo viene inoltre riconosciuto che le disfunzioni nei sistemi di pagamento e regolamento per le transazioni di grande ammontare costituiscono una fonte potenziale di fragilità sistemica. Nel 1996 il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento ha richiamato l'attenzione sul fatto che le istituzioni finanziarie sono esposte a rischi di cambio molto maggiori di quanto finora si supponesse e ha proposto una strategia per affrontare tale problema. Il Comitato ha anche pubblicato documenti concernenti la sicurezza degli schemi di compensazione per gli strumenti derivati, i sistemi di regolamento lordo in tempo reale e le attuali pratiche di pubblicità dell'informazione nei sistemi di regolamento in titoli. Infine, in collaborazione con altri comitati con sede a Basilea, il Comitato ha completato uno studio sulle implicazioni sistemiche e di altra natura derivanti dall'introduzione della moneta elettronica e si è impegnato a seguire attentamente gli sviluppi globali in quest'area.

Il Comitato permanente per l'euromercato concentra tradizionalmente la sua attenzione sullo sviluppo di nuovi mercati e sulle loro implicazioni per la stabilità macroprudenziale. Oltre ad aver perfezionato la rilevazione dei dati da esso raccolti sull'attività bancaria internazionale, nel 1996 il Comitato ha elaborato uno schema per la sistematica rilevazione di statistiche sui mercati fuori borsa degli strumenti derivati. Tale schema è stato approvato dai Governatori del G-10 nel gennaio 1997 e la sua introduzione è prevista per fine giugno 1998. Infine, due gruppi di studio insediati dal Comitato hanno iniziato ad analizzare gli effetti, in termini di rischio sistemico, dei recenti cambiamenti strutturali intervenuti nei mercati finanziari dei paesi del G-10 e nelle pratiche di gestione dei portafogli. Tali tematiche rientrano senza dubbio nell'ambito più tradizionale del lavoro svolto in passato dal Comitato e, come per il passato, l'intento non è solo quello di individuare problemi, ma anche di proporre possibili soluzioni.

II. Gli andamenti nei paesi industriali

Aspetti salienti

Secondo le previsioni formulate sul finire del 1995, nei paesi tradizionalmente definiti come industriali sia la dinamica del prodotto che l'inflazione avrebbero dovuto convergere lo scorso anno verso un livello medio del 2½%. Di fatto la crescita è risultata più debole, segnatamente nei paesi del Gruppo dei Sette, dove essa è stata in media inferiore al 2%. Anche il tasso d'inflazione è stato più basso di quanto ci si attendeva, a indicazione che le forze disinflazionistiche sono state ovunque più vigorose del previsto. Tale fenomeno è risultato particolarmente evidente sui mercati mondiali dei beni, mentre in numerosi paesi sono stati parzialmente neutralizzati i precedenti ribassi dei costi unitari del lavoro.

La differenza media fra i tassi di crescita attesi e quelli effettivi del 1996 può apparire contenuta, ma essa va vista nel contesto di politiche economiche e condizioni finanziarie generalmente meno restrittive rispetto alle previsioni. Molti paesi hanno beneficiato di una flessione dei tassi d'interesse a breve e a lungo termine, e l'apprezzamento del dollaro USA nei confronti della maggioranza delle altre valute ha in genere contribuito a orientare la domanda globale verso regioni e paesi con capacità eccedente. Sia gli Stati Uniti che il Regno Unito, dove le pressioni inflazionistiche erano più forti, hanno tratto vantaggio da tale processo.

Anche le politiche macroeconomiche hanno influito sul profilo della crescita lo scorso anno. A causa dei tempi diversi con cui le politiche di bilancio e monetaria agiscono sulla domanda, gli sforzi per ridurre gli squilibri fiscali hanno in genere frenato la crescita del prodotto nella prima metà del 1996, mentre le più favorevoli condizioni finanziarie che ne sono derivate si sono ripercosse sulla domanda solo verso la fine dell'anno. Di conseguenza, vi è stato un diffuso decumulo delle scorte nei primi mesi del 1996, ma a fine anno nella maggioranza dei paesi l'aumento degli investimenti fissi delle imprese permaneva su livelli deludenti. Inoltre, la crescita stentata, come pure le perduranti rigidità strutturali, hanno fatto salire il tasso di disoccupazione nell'area continentale dell'Unione europea a oltre il 12%.

A causa del generale indebolimento delle condizioni cicliche, nel 1996 gli scambi fra i paesi industriali sono rallentati in misura notevole. Unitamente a politiche economiche più restrittive in alcuni paesi asiatici, ciò ha dimezzato il tasso di crescita dell'interscambio mondiale di beni e servizi rispetto al 1995. Nondimeno, pare essere proseguita la tendenza alla globalizzazione di produzione e occupazione per il tramite degli investimenti diretti esteri; le vendite delle imprese multinazionali per mezzo delle affiliate estere sopravanzano attualmente gli scambi diretti di beni e servizi, e in genere la crescita dell'occupazione all'estero supera ampiamente quella nel paese di origine.

Andamenti nelle tre maggiori economie

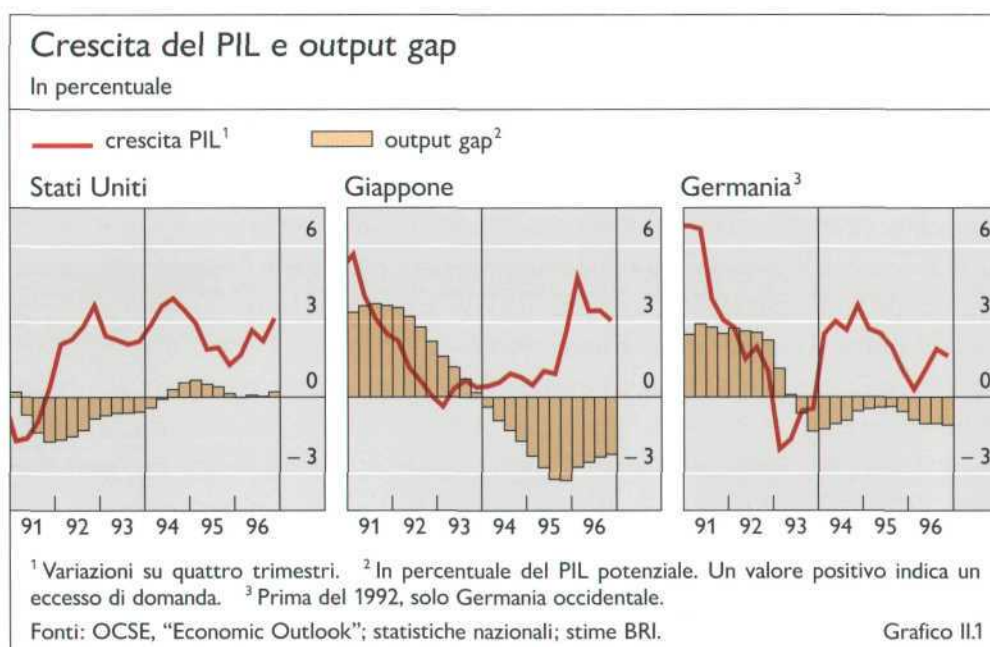
Perdurante
espansione non
inflazionistica
negli Stati Uniti...

... in presenza
di numerosi fattori
di stabilità

Impatto del settore
“high-tech”

Negli *Stati Uniti* l'espansione economica è entrata agli inizi del 1997 nel suo settimo anno consecutivo, mostrando una notevole resilienza se si considera che al suo avvio lo scarto dal PIL potenziale (“output gap”) era relativamente contenuto. Nel 1996 il ritmo di crescita del PIL è stato di fatto più rapido rispetto al 1995, ma si è mantenuto lo scorso anno sostanzialmente in linea con la crescita potenziale (grafico II.1). Solo agli inizi del 1997 è emerso chiaramente un pericolo inflazionistico. Diversi fattori paiono essersi integrati e rafforzati a vicenda nel prevenire l'accumulo di squilibri inflazionistici abitualmente osservato in precedenti fasi espansive di tale durata. In primo luogo, è stato ridotto il disavanzo di bilancio, in gran parte nella sua componente strutturale: il deficit del governo federale si trova attualmente al livello più basso dal 1981. In secondo luogo, il mercato obbligazionario, indotto in misura crescente a ritenere che la Riserva federale avrebbe contrastato le pressioni inflazionistiche, ha agito da importante stabilizzatore automatico. Infatti, i tassi hanno mostrato una tendenza all'aumento in risposta a percezioni di spinte da eccesso di domanda, ma sono poi ridiscesi allorché tali timori si sono affievoliti. Questa reazione ha in parte attenuato la necessità di manovre discrezionali degli strumenti monetari. In terzo luogo, malgrado un certo irrigidimento delle condizioni sul mercato del lavoro, che ha determinato un calo del tasso di disoccupazione a un livello (5¼% verso la fine dell'anno) tradizionalmente associato con un'accelerazione dell'inflazione, vi sono state solo sporadiche indicazioni di pressioni al rialzo sui prezzi. I costi del lavoro sono stati contenuti durante il 1996 dal rallentamento o addirittura dalla riduzione dei benefici extrasalariali, come pure dalle apprensioni dei lavoratori circa le future prospettive d'impiego. In quarto luogo, la serrata concorrenza sui mercati sia interni che mondiali, congiunta con la crescente resistenza dei consumatori agli incrementi di prezzo, ha costretto le imprese ad abbattere i costi. In quinto luogo, data la posizione avanzata degli Stati Uniti nel ciclo economico, le importazioni dai paesi con capacità eccedente hanno contribuito a limitare il rischio di strozzature del sistema produttivo statunitense. Infine, nel corso degli ultimi 12 mesi l'apprezzamento del dollaro ha potenziato le forze disinflazionistiche già presenti.

Alimentata da più elevati redditi reali, la crescita della spesa delle famiglie è accelerata lo scorso anno e gli investimenti fissi delle imprese hanno continuato a essere un fattore propulsivo. Invero, l'aspetto forse più inconsueto dell'espansione è stata l'incidenza del settore “high-tech”, che si stima abbia contribuito per oltre il 25% alla crescita complessiva degli ultimi tre anni rispetto, per esempio, a solo il 4% del comparto automobilistico. Inoltre, i prezzi cedenti dei prodotti “high-tech” e la più rapida crescita della produttività dovuta all'impiego di nuove tecnologie informatiche hanno concorso a mantenere l'inflazione su livelli modesti. Nondimeno, dipendendo fortemente dal continuo sviluppo di nuove tecnologie, il settore “high-tech” non è immune da oscillazioni cicliche o dall'accumulo di squilibri. Come mostra l'esperienza, la produzione in questo comparto è soggetta a una variabilità analoga a quella di molti beni durevoli e le oscillazioni possono accompagnarsi a effetti moltiplicativi ancora più ampi sul resto dell'economia.



Il quadro economico del *Giappone* è parso rischiararsi nel 1996 grazie a una netta accelerazione della crescita produttiva. Tuttavia, le cifre aggregate sono ingannevoli riguardo al vigore della ripresa. Nel corso dell'anno la crescita ha mostrato un andamento molto discontinuo e sostanziali variazioni nel contributo relativo delle principali componenti della domanda, segnalando l'assenza di chiare tendenze di fondo. Malgrado un rafforzamento dell'economia indotto dalle esportazioni sul finire dell'anno, lo slancio dell'attività è in buona parte attribuibile agli sviluppi del primo semestre. Inoltre, quasi un terzo della crescita produttiva durante questo periodo può essere imputato a misure fiscali, le quali sembrano peraltro aver generato effetti moltiplicativi piuttosto deboli: la domanda interna finale è infatti diminuita nel secondo semestre, quando è cominciato a venir meno lo stimolo fiscale. Per contro, il deprezzamento del cambio ha sorretto in misura crescente le esportazioni nette.

È difficile valutare il ruolo svolto dalla politica monetaria e dagli sviluppi del mercato finanziario interno. Da un lato, l'espansione del credito bancario è rimasta debole, non solo perché le grandi imprese hanno coperto il proprio fabbisogno di finanziamento emettendo obbligazioni, ma anche per la riluttanza delle banche a erogare prestiti a imprese di dimensioni medio-piccole, le cui garanzie sono di norma collegate a proprietà immobiliari. Dall'altro, i tassi d'interesse storicamente bassi, unitamente al deprezzamento del cambio, hanno accresciuto gli utili delle grandi imprese, le quali hanno utilizzato parte di questi fondi aggiuntivi per rimborsare i debiti bancari o finanziare un modesto aumento degli investimenti fissi. Il vigore degli investimenti residenziali, e il fatto che le famiglie hanno sostenuto i consumi intaccando il saggio di risparmio, possono essere considerati come riprove dell'effetto di stimolo dei fattori monetari.

Anche in *Germania* la crescita ha avuto un andamento fortemente irregolare nel 1996, specie nel primo semestre, quando fattori climatici hanno notevolmente sfavorito l'attività nel settore delle costruzioni. La crescita,

Ripresa esitante e discontinua in Giappone...

... con effetti incerti delle condizioni finanziarie

Ripresa esitante anche in Germania

sebbene meno pronunciata che in Giappone, è stata sorretta da un allentamento delle politiche monetaria e fiscale e da un deprezzamento del cambio. Tuttavia, in netto contrasto con l'esperienza giapponese, in Germania la dinamica del PIL è rallentata lo scorso anno, per effetto di un'ampia correzione delle scorte e di un calo della spesa in conto capitale nei settori sia privato che pubblico. Inoltre, per effetto della generale decelerazione della crescita produttiva e dei costanti sforzi delle imprese per ridurre i costi, l'occupazione è regredita e il tasso di disoccupazione ha raggiunto al principio di quest'anno il livello massimo dal dopoguerra. Tali sviluppi hanno depresso il reddito delle famiglie e la fiducia dei consumatori, cosicché la crescita dei consumi privati è stata notevolmente inferiore alle previsioni. Nel contempo, in presenza di una flessione dei costi unitari del lavoro che ha potenziato gli effetti di un deprezzamento nominale del tasso di cambio, circa la metà della crescita totale va attribuita alle esportazioni nette.

Andamenti nelle altre maggiori economie europee

La crescita rallenta
anche in Francia...

In *Francia* la decelerazione della crescita produttiva è stata alquanto simile a quella osservata in Germania, come simili sono state alcune delle cause immediate di tale fenomeno; in particolare, l'esigenza di correggere un'ampia eccedenza di scorte e un calo degli investimenti pubblici. La dinamica delle esportazioni nette è accelerata, ma principalmente per effetto della debole domanda di importazioni; in effetti, la crescita delle esportazioni è scesa a un livello lievemente inferiore a quello dei mercati di sbocco. Anche gli investimenti fissi delle imprese sono stati fiacchi, nonostante l'andamento favorevole dei profitti. Ciò può essere dovuto al generale indebolimento della domanda, ma ha altresì riflesso l'esigenza, sia delle banche che delle istituzioni non finanziarie, di portare a bilancio le precedenti perdite in investimenti immobiliari.

... ma l'occupazione
si stabilizza

Per altri aspetti, tuttavia, gli andamenti dello scorso anno in Francia e Germania sono stati difformi. Stimolata da misure fiscali, ma anche grazie a una ripresa dell'attività dopo gli scioperi del quarto trimestre 1995, in Francia la spesa delle famiglie ha rappresentato agli inizi dello scorso anno un fattore primario di crescita. Anche gli sviluppi del mercato del lavoro sono stati diversi nei due paesi, benché la disoccupazione sia aumentata in Francia quasi quanto in Germania. Per effetto di incentivi all'assunzione di lavoratori a basso reddito e di disoccupati di lungo periodo, in Francia l'occupazione si è stabilizzata. Tuttavia, poiché le misure a sostegno dell'occupazione e la moderazione salariale paiono aver indebolito la motivazione delle imprese all'abbattimento dei costi, il ritmo di crescita della produttività è rallentato, e i costi unitari del lavoro sono aumentati più che in Germania.

Flessione ciclica
in Italia...

In presenza di un progressivo indebolimento della domanda di esportazioni, l'economia in *Italia* ha registrato lo scorso anno una flessione ciclica, poiché un'ampia correzione delle scorte nel settore industriale ha provocato un calo assoluto della produzione. Le condizioni monetarie più stringenti e l'azione di riequilibrio del bilancio, con la conseguente diminuzione dei consumi pubblici e del reddito reale delle famiglie, hanno accentuato tale flessione, sebbene gli effetti sui consumi siano stati "ammortizzati" dal calo di un punto percentuale

nel saggio di risparmio delle famiglie. Anche gli investimenti in macchine e attrezzature si sono indeboliti, in parte per effetto dei più ristretti margini di profitto, poiché la rivalutazione della lira ha impedito alle imprese di traslare sui prezzi gli incrementi di costo. Per converso, la spesa per costruzioni residenziali e non residenziali sembra aver ripreso slancio nel corso dell'anno, forse a causa del netto declino dei rendimenti obbligazionari. Inoltre, dato che le importazioni hanno subito un forte calo in seguito all'indebolimento della domanda interna, la crescita delle esportazioni nette è rimasta positiva nonostante l'apprezzamento della valuta.

La lenta crescita che aveva caratterizzato l'economia del *Regno Unito* per gran parte del 1995 è proseguita nella prima metà del 1996. A ciò hanno concorso la caduta delle esportazioni nette, un'ampia correzione delle scorte, ulteriori tagli degli investimenti pubblici e il calo dell'edilizia residenziale. Per contro, gli investimenti fissi delle imprese in macchine e attrezzature sono fortemente aumentati e, combinandosi con altri impulsi espansivi, hanno stimolato la ripresa dell'attività nel secondo semestre. Le esportazioni nette sono tornate su valori positivi e l'edilizia residenziale ha recuperato vigore, essendo stato riassorbito l'eccesso di offerta del comparto abitativo. I soli consumi delle famiglie hanno contribuito per quasi 2½ punti percentuali alla crescita del prodotto, nonostante la perdurante debole crescita dell'occupazione. Sebbene il lavoro a tempo parziale sia nettamente aumentato in risposta a uno spostamento della domanda aggregata verso i servizi, lo scorso anno l'occupazione è cresciuta solo di ¾% ed è possibile che il numero totale di ore lavorate sia rimasto costante. D'altra parte, tale debole aumento dell'occupazione, congiunto a un'espansione del prodotto più rapida di quella della maggior parte delle altre principali economie, si è tradotto in guadagni di produttività relativamente elevati.

... mentre la crescita accelera nel Regno Unito

Andamenti nelle economie europee minori

Lo scorso anno le economie europee minori hanno avuto in media un tasso di crescita del 3%, ossia superiore a quello dei paesi del G-7. Tuttavia, sono emerse notevoli disparità fra le singole nazioni, che sembrano attribuibili principalmente a cause e politiche interne. Il contributo della domanda interna è stato molto maggiore nelle economie con crescita del PIL superiore al 2½% che in gran parte dei paesi con una dinamica del prodotto più moderata (tabella II.1). In aggiunta, i paesi la cui crescita effettiva è stata notevolmente più rapida di quella potenziale hanno mostrato chiari o incipienti segni di squilibri inflazionistici.

Quest'ultimo fenomeno è stato particolarmente pronunciato in *Turchia*, dove la domanda interna è cresciuta a un ritmo insostenibilmente elevato e il finanziamento monetario del disavanzo pubblico (che potrebbe aver raggiunto il 10% del PIL lo scorso anno), combinato con radicate aspettative inflazionistiche, ha mantenuto il tasso di aumento dei prezzi attorno all'80%. Di riflesso alla crescente incertezza del mercato finanziario, i tassi d'interesse reali interni sono saliti a circa il 30% nel 1996, inducendo il governo a emettere titoli denominati in dollari USA. Negli altri paesi a sviluppo sostenuto le autorità monetarie hanno reagito preventivamente al manifestarsi di potenziali squilibri.

Squilibri inflazionistici in Turchia

Politiche preventive in altri paesi

Contributi alle variazioni del PIL reale nel 1996								
In percentuale								
	Crescita > 2½%							
	Turchia	Irlanda	Islanda	Norvegia	Finlandia	Portogallo	Paesi Bassi	Media
Domanda interna	12,1	5,2	7,6	2,0	3,2	3,5	3,4	6,3
Esportazioni nette	-4,6	1,5	-2,1	2,8	0,1	-0,5	-0,7	-1,5
PIL	7,5	6,7	5,5	4,8	3,3	3,0	2,7	4,8
	Crescita ≤ 2½%							
	Grecia	Danimarca	Spagna	Belgio	Svezia	Austria	Svizzera	Media
Domanda interna	4,5	2,1	1,6	1,4	0,0	1,2	-1,0	1,2
Esportazioni nette	-2,0	0,3	0,6	0,0	1,1	-0,1	0,3	0,3
PIL	2,5	2,4	2,2	1,4	1,1	1,1	-0,7	1,5
Fonti: OCSE, "Economic Outlook"; statistiche nazionali.								Tabella II.1

In *Irlanda* i tassi d'interesse a breve sono stati innalzati e si è consentito un apprezzamento del cambio di fronte alla rapida espansione del credito e ai rincari delle abitazioni. Analogamente, in *Norvegia* e *Islanda* le condizioni monetarie sono state inasprite in risposta a indizi di un allentamento delle restrizioni salariali e, nel caso della *Norvegia*, di una politica di bilancio meno stringente rispetto ai programmi originari.

Nei *Paesi Bassi* l'attività ha ripreso slancio lo scorso anno dopo la contrazione relativamente blanda del 1995, cosicché a fine 1996 lo scarto dal PIL potenziale era stato praticamente eliminato. Sebbene un'ulteriore manovra correttiva di bilancio abbia rallentato la crescita del reddito reale disponibile, i consumi privati sono stati il principale fattore propulsivo della ripresa. In presenza di un migliorato clima di fiducia, che forse riflette il successo dei perduranti sforzi di ristrutturazione dell'economia, e grazie a un incremento del valore delle abitazioni, sembra che le famiglie abbiano utilizzato prestiti ipotecari addizionali per finanziare i consumi. Anche l'occupazione è aumentata, essendosi ancora accresciuta la quota del lavoro a tempo parziale (già la più elevata d'Europa). In *Portogallo* la ripresa è iniziata solo nella seconda metà del 1996, data la presenza di scorte eccedentarie e di politiche economiche relativamente stringenti, le quali peraltro hanno contribuito a ridurre l'inflazione al 3%. In *Finlandia* la caduta delle esportazioni di prodotti della silvicoltura ha determinato una marcata decelerazione della crescita. Nondimeno, gli investimenti delle imprese sono aumentati a ritmo sostenuto e la spesa delle famiglie è stata vivace come nel 1995, malgrado un tasso di disoccupazione persistentemente elevato (16-17%).

Nelle altre economie minori dell'Europa gli andamenti del prodotto e dell'occupazione sono stati ancor meno soddisfacenti, benché le pressioni inflazionistiche siano state in genere più contenute. Grazie a un recupero delle esportazioni e al maggiore dinamismo dei consumi privati, l'economia della *Spagna* si è avviata a una modesta ripresa nella prima metà dello scorso anno. Tuttavia, gli investimenti fissi delle imprese sono rallentati nonostante la

Ripresa nei
Paesi Bassi
e in Portogallo;
rallentamento
in Finlandia

Perdurante
restrizione salariale
in Spagna

moderata progressione dei salari reali, e gli investimenti pubblici sono stati a volte decurtati o differiti. Sullo sfondo di una politica monetaria restrittiva, ciò ha mantenuto la disoccupazione a un livello prossimo al 22%, sebbene la crescita dell'occupazione sia stata notevolmente superiore alla media UE. La disoccupazione è rimasta elevata anche in *Grecia* ma, diversamente che in *Spagna*, i salari reali sono aumentati. Benché ciò abbia temporaneamente stimolato i consumi e l'edilizia residenziale, ha tuttavia acuito l'impatto avverso esercitato dall'apprezzamento del cambio nominale sulla competitività delle imprese greche. Nel 1996 la *Danimarca* ha mantenuto una posizione leggermente avanzata nel ciclo economico europeo, in parte grazie alla più vigorosa crescita delle esportazioni verso gli altri paesi nordici e ai progressi già compiuti nel riequilibrio del bilancio pubblico. Anche la spesa delle famiglie si è rafforzata, stimolata da aumenti considerevoli di salari reali e occupazione, da bassi tassi d'interesse e da una crescita della ricchezza reale accompagnata al recupero del mercato immobiliare. Gli investimenti delle imprese tuttavia si sono indeboliti, forse per effetto di una flessione dei margini di profitto. Viceversa, in *Svezia* sia una vigorosa attività d'investimento che un'accelerazione delle esportazioni hanno contribuito a neutralizzare il calo registrato dalla crescita del PIL verso la fine del 1995, malgrado un forte apprezzamento nominale del cambio e un deterioramento del 15% nella posizione competitiva delle imprese svedesi. I consumi sono invece rimasti stagnanti, benché le famiglie abbiano ridotto il saggio di risparmio in risposta all'ulteriore debole crescita del reddito reale disponibile.

Pressioni salariali
in *Grecia*,
Danimarca
e *Svezia*

La minore propensione al risparmio delle famiglie, volta a controbilanciare in parte il ristagno del reddito reale, ha altresì caratterizzato gli andamenti dello scorso anno in *Belgio*, *Austria* e *Svizzera*. Inoltre, la crescita delle esportazioni si è indebolita a seguito di fluttuazioni dei tassi di cambio e del generale rallentamento della dinamica produttiva nell'Europa continentale. In *Belgio*, dove le esportazioni ammontano al 75% del PIL, quest'ultimo influsso è stato particolarmente pronunciato e lo scarto dal PIL potenziale è salito al 3%. In *Austria* il prodotto ha ripreso a crescere a ritmo piuttosto lento dopo la contrazione dell'ultimo scorcio del 1995, giacché un inasprimento di bilancio ha accentuato gli effetti sfavorevoli di un precedente apprezzamento del cambio sulla domanda aggregata. In *Svizzera* è proseguita lo scorso anno la stagnazione economica iniziata nel 1990 e lo scarto dal PIL potenziale si è ampliato fin quasi al 4%, il livello più elevato nell'area dell'OCSE. Diversi fattori paiono aver contribuito a questa eccezionale debolezza: restrizioni di bilancio, un apprezzamento effettivo del cambio nella misura del 20% fra il 1992 e il 1995, ristrutturazioni e ridimensionamenti aziendali volti a migliorare la competitività ed effetti differiti (sia reali che finanziari) di un precedente boom delle costruzioni. Come in passato, gli sforzi di ristrutturazione delle imprese hanno provocato un forte aumento dell'intensità di capitale, il quale tuttavia è stato in gran parte soddisfatto attraverso importazioni.

Debole crescita
in *Belgio* e *Austria*
e stagnazione
in *Svizzera*

Andamenti in altri paesi industriali

In *Canada* la lenta crescita che aveva caratterizzato il 1995 è proseguita nella prima metà dello scorso anno, a causa di un calo dei consumi pubblici e della

Ripresa tardiva in
Canada...

riduzione di un consistente eccesso di scorte da parte delle imprese. Tuttavia, a seguito di un sensibile allentamento delle condizioni finanziarie, la dinamica del prodotto è accelerata nella seconda metà. La crescente disoccupazione, dovuta principalmente ai continui tagli di posti di lavoro nel settore pubblico (con un calo degli occupati di circa il 10% rispetto al 1993), ha contribuito a frenare l'inflazione e a migliorare la posizione competitiva del paese. Poiché la dinamica delle importazioni è stata moderata e il calo dei tassi d'interesse internazionali ha ridotto l'onere per il servizio del debito estero, il Canada ha registrato il più basso disavanzo corrente da oltre dieci anni.

... ed espansione
in Australia

L'*Australia* è uno dei pochi paesi in cui lo scorso anno la crescita sia stata superiore alle previsioni. In parte ciò è conseguito a una ripresa della produzione e delle esportazioni agricole dopo la siccità del 1994-95, ma è altresì attribuibile a una straordinaria espansione degli investimenti in macchine e attrezzature e a una maggiore esportazione di manufatti. La crescita dei consumi ha rappresentato un ulteriore fattore propulsivo, mentre gli investimenti residenziali sono calati nonostante un decremento dei tassi ipotecari. Diversamente da quanto accaduto in Canada, nella seconda metà dello scorso anno si è osservato in Australia un netto indebolimento dell'attività, pur con ampie differenze fra i singoli settori e le componenti della domanda. Sebbene numerosi progetti di investimento abbiano amplificato la crescita del settore primario e degli investimenti fissi delle imprese, l'adozione di una politica di bilancio più restrittiva a partire da metà 1996 pare aver già prodotto un effetto significativo sulla spesa delle famiglie. In *Nuova Zelanda* il rallentamento congiunturale del 1995 si è aggravato lo scorso anno, principalmente per effetto di un rialzo sia dei tassi d'interesse sugli investimenti sia dei prezzi delle abitazioni, come pure di un perdurante apprezzamento del cambio (circa il 30% in termini effettivi reali in soli quattro anni), da cui è conseguito un rallentamento delle esportazioni nette.

Politiche macroeconomiche e altri fattori che agiscono sulla domanda

La mutata combinazione delle politiche si riflette sulla domanda

Vari fattori hanno influito sul rallentamento che ha generalmente caratterizzato la domanda nel 1996. Molti paesi hanno modificato la propria combinazione delle politiche in favore di un ulteriore inasprimento fiscale e di un contestuale allentamento monetario. Considerati i tempi diversi con cui le politiche monetaria e di bilancio agiscono sulla domanda aggregata, tale modifica ha probabilmente frenato la crescita agli inizi dell'anno, ma ha fornito uno stimolo netto nei mesi a cavallo tra il 1996 e il 1997. Le variazioni delle scorte hanno ugualmente rallentato la dinamica del prodotto nel primo semestre, e gli investimenti fissi delle imprese sono rimasti particolarmente deboli nell'Europa continentale nonostante tassi d'interesse più bassi e utili generalmente più elevati; le incertezze sull'evoluzione futura della domanda, come pure l'indirizzo delle politiche economiche, possono aver rappresentato ulteriori fattori determinanti. Anche gli investimenti residenziali sono stati poco dinamici in quest'area, mentre hanno sorretto la crescita in Nord America e nel Regno Unito. È particolarmente difficile valutare l'effetto che l'aumento della ricchezza reale connesso ai recenti rialzi dei prezzi delle attività finanziarie ha esercitato sulla spesa. In molti paesi il

minor saggio di risparmio delle famiglie indicherebbe che tale aumento ha contribuito ad ammortizzare l'impatto della flessione dei redditi reali. D'altra parte, sembra che le famiglie e le imprese abbiano reagito all'aumento di ricchezza con maggiore prudenza rispetto agli anni ottanta.

Politiche macroeconomiche

Come si vedrà nel Capitolo IV, in taluni paesi le politiche monetarie sono state lievemente allentate nel 1996. Inoltre, in molti paesi europei e in Giappone la parziale inversione di precedenti apprezzamenti del cambio ha costituito un ulteriore fattore di stimolo. Viceversa, con la principale eccezione di Giappone e Germania, le politiche di bilancio hanno provocato effetti contrattivi in quanto i disavanzi strutturali sono stati notevolmente ridotti nel corso degli ultimi due anni (tabella II.2). Sebbene in genere si sia consentito agli stabilizzatori automatici di assorbire parte del rallentamento della crescita, il fatto che i disavanzi effettivi si siano ampliati in tre soli paesi (Giappone, Germania e Svizzera) costituisce un'ulteriore indicazione del fermo impegno delle autorità al risanamento dei bilanci. Nel 1996 sono emersi altresì i primi segnali di un'inversione nella incessante crescita del debito del settore pubblico in rapporto al PIL, benché finora solo i paesi dove tale rapporto è più elevato abbiano

Restrizioni di
bilancio nel 1996...

Saldi finanziari e debito delle amministrazioni pubbliche												
In percentuale del PIL effettivo o potenziale												
Paesi	Saldi finanziari netti				Saldi strutturali				Passività finanziarie lorde			
	1990	1994	1995	1996 ¹	1990	1994	1995	1996 ¹	1990	1994	1995	1996 ¹
Stati Uniti	- 2,7	- 2,3	- 2,0	- 1,6	- 3,3	- 2,5	- 2,0	- 1,7	55,6	63,7	64,3	65,0
Giappone	2,9	- 2,3	- 3,7	- 4,4	1,7	- 1,3	- 1,8	- 2,9	65,1	73,2	80,7	88,0
Germania	- 2,0	- 2,4	- 3,5	- 3,9	- 3,1	- 2,2	- 3,3	- 3,5	43,8	50,4	58,1	60,5
Francia	- 1,6	- 5,6	- 4,8	- 4,1	- 2,3	- 4,1	- 3,5	- 2,4	35,4	48,4	52,8	56,5
Italia	-11,0	- 9,0	- 7,0	- 6,8	-11,7	- 8,3	- 6,8	- 6,1	98,0	125,5	124,9	124,5
Regno Unito	- 1,2	- 6,8	- 5,5	- 4,8	- 3,1	- 5,7	- 4,7	- 3,9	35,3	50,3	53,9	56,0
Canada	- 4,1	- 5,3	- 4,1	- 1,8	- 4,8	- 4,1	- 2,9	- 1,1	72,5	97,2	99,6	100,0
Australia ²	0,6	- 4,0	- 2,0	- 0,7	0,5	- 3,7	- 2,1	- 0,7	21,3	42,7	43,5	43,5
Austria	- 2,2	- 4,4	- 5,3	- 3,9	- 3,2	- 4,2	- 5,8	- 3,7	58,3	65,1	69,3	70,0
Belgio	- 5,6	- 5,1	- 4,1	- 3,4	- 6,7	- 3,7	- 2,8	- 1,5	129,7	134,8	133,5	130,0
Danimarca	- 1,5	- 3,5	- 1,9	- 1,7	- 1,2	- 2,4	- 0,9	- 0,3	59,6	76,0	71,9	70,5
Finlandia	5,4	- 6,2	- 5,1	- 2,5	2,7	- 2,6	- 3,5	- 1,5	14,5	59,5	59,2	59,0
Grecia	-16,1	-12,1	- 9,1	- 7,5	-16,2	-11,0	- 8,0	- 7,1	90,2	110,4	111,8	112,0
Irlanda	- 2,3	- 2,0	- 2,3	- 1,0	- 2,4	0,3	- 2,1	- 1,8	95,2	87,9	81,6	73,0
Norvegia ³	2,6	0,3	3,3	6,3	- 0,7	- 4,8	- 2,0	0,8	31,6	43,7	42,8	40,0
Nuova Zelanda ²	- 2,3	2,2	3,7	3,2	- 6,7	2,2	3,2	3,2	62,4	56,7	50,8	46,5
Paesi Bassi	- 5,1	- 3,4	- 4,0	- 2,4	- 6,5	- 3,4	- 3,9	- 2,4	78,8	77,6	80,0	78,5
Portogallo	- 5,5	- 5,7	- 4,9	- 3,8	- 7,3	- 4,6	- 3,7	- 2,6	65,5	71,5	74,0	72,5
Spagna	- 4,1	- 6,3	- 6,6	- 4,5	- 6,8	- 4,7	- 5,2	- 3,2	45,1	63,0	65,8	70,0
Svezia	4,2	-10,3	- 7,7	- 3,6	1,5	- 8,3	- 7,2	- 3,1	43,5	79,0	78,5	76,5
Svizzera	0,0	- 2,9	- 1,8	- 2,2	- 1,0	- 2,3	- 0,7	- 1,4	31,2	45,7	47,0	48,5

¹Dati provvisori. ²Per il debito, esercizi finanziari terminanti il 30 giugno. ³Saldo strutturale esclusi i proventi del settore petrolifero.

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

Tabella II.2

conseguito una significativa riduzione dell'onere debitorio. Se si tiene conto delle passività pensionistiche prive di copertura finanziaria, la maggior parte dei paesi è ancora ben lontana dall'obiettivo di medio periodo della sostenibilità dei conti pubblici.

... ma è necessaria un'ulteriore azione di risanamento

Guardando al futuro, si scorge chiaramente la necessità di ridurre i disavanzi strutturali nel medio termine, considerato il progressivo invecchiamento della popolazione e il crescente onere derivante dai sistemi previdenziali non prefinanziati. Il rischio ovvio di un'ulteriore azione di risanamento, in particolare se attuata simultaneamente da molti paesi, sarebbe quello di rallentare la domanda e ampliare maggiormente i disavanzi effettivi anziché quelli strutturali, pur tenendo conto degli influssi compensativi (Capitolo IV). Come sottolineato nella Relazione dello scorso anno, le politiche volte a ridurre la disoccupazione strutturale attraverso la rimozione di diversi fattori che impediscono alle imprese di accrescere la domanda di lavoro potrebbero svolgere un importante ruolo complementare a quello delle restrizioni di bilancio. Se i disoccupati che usufruiscono delle indennità statali trovassero un lavoro e spendessero di più, la finanza pubblica ne ricaverebbe ovvi benefici. Inoltre, il connesso incremento del potenziale produttivo permetterebbe di allentare le restrizioni alla domanda senza mettere a repentaglio il contenimento dell'inflazione. A una combinazione di riforme strutturali e di bilancio dovrebbe essere data un'elevata priorità in Europa, dove attualmente in otto paesi UE la disoccupazione strutturale supera il 9% delle forze di lavoro e dove l'introduzione della moneta unica eliminerà un potenziale canale di aggiustamento agli shock economici.

Altri fattori che agiscono sulla domanda

Le correzioni delle scorte frenano la domanda

Lo scorso anno la variazione delle scorte ha avuto un notevole impatto sia sul profilo che sul livello della dinamica produttiva, nonostante il crescente utilizzo di sistemi informatici per mantenere le giacenze in linea con la domanda effettiva e attesa. Nella prima metà del 1996 la correzione delle scorte ha determinato una contrazione del prodotto di mezzo punto percentuale nei paesi del G-7, con riduzioni particolarmente forti in Francia e in Canada. Per contro, nella seconda metà dell'anno le scorte hanno esercitato un influsso positivo, benché in taluni casi il loro nuovo accumulo possa essere stato involontario. Anche un'espansione degli investimenti fissi delle imprese inferiore al previsto ha contribuito alla deludente dinamica produttiva dell'Europa continentale, mentre negli Stati Uniti, in Giappone, nel Regno Unito e in Canada la spesa in conto capitale per macchine e attrezzature ha rappresentato – o è progressivamente divenuta – un fattore propulsivo della crescita. Gli andamenti nel settore delle costruzioni residenziali mostrano un contrasto analogo, con tassi di crescita relativamente elevati nei quattro paesi suddetti e bassi o negativi nella maggior parte dell'Europa continentale.

Ampi guadagni di ricchezza con effetti incerti sulla spesa

Un aspetto degno di nota riguardo agli andamenti degli ultimi anni è stato il netto aumento dei prezzi obbligazionari e azionari osservato in molti paesi (Capitolo IV). Se il connesso incremento della ricchezza nel settore privato, misurato dai rendimenti totali di obbligazioni e azioni (tabella II.3), abbia influito sulla spesa privata rimane una questione aperta. Il saggio di risparmio è

notevolmente diminuito lo scorso anno in Francia, Danimarca, Irlanda e nei Paesi Bassi, come pure in Italia, Canada, Austria, Svezia e Svizzera. Negli ultimi cinque casi, e in vari altri, l'interpretazione ovvia è che l'aumento di ricchezza ha consentito alle famiglie di ammortizzare gli effetti di una crescita debole o negativa del reddito reale disponibile. Mentre in Francia pare più probabile che misure fiscali transitorie volte a sostenere i consumi siano state la causa principale della caduta del saggio di risparmio, la netta variazione di quest'ultimo osservata nei Paesi Bassi lo scorso anno sembra riflettere il parallelo aumento dei prezzi di azioni e abitazioni, nonché un accresciuto ricorso a prestiti ipotecari aggiuntivi allo scopo di finanziare i consumi correnti. Andamenti analoghi possono aver avuto luogo in Danimarca e Irlanda.

È più difficile valutare gli effetti di ricchezza sulla spesa nel caso degli Stati Uniti e del Regno Unito. In entrambi i paesi le famiglie detengono una gran parte delle proprie attività finanziarie sotto forma di azioni, ma la loro propensione al risparmio è di fatto leggermente aumentata. Nel Regno Unito l'accelerazione dei consumi potrebbe segnalare sia una reazione al notevole incremento della ricchezza finanziaria netta sia una serie di erogazioni straordinarie da parte di "building societies". Tuttavia, il contestuale aumento del saggio di risparmio indica che le famiglie hanno risposto a tali andamenti con maggiore prudenza rispetto agli anni ottanta, quando i prezzi immobiliari erano altresì in rapida ascesa.

Anche negli Stati Uniti gli sviluppi del 1996 sono indicativi di un mutato comportamento. Secondo stime storiche, il rapporto incrementale fra la spesa e la ricchezza finanziaria delle famiglie è del 5% circa nell'arco di un anno.

Reazioni più caute
nel Regno Unito...

... e negli Stati
Uniti

Rendimenti azionari e obbligazionari, tasso di risparmio e consumi				
In percentuale o punti percentuali				
Paesi	Azioni ¹	Obbligazioni ¹	Tasso di risparmio ²	Consumi ²
1995-96				
Svezia	65,2	49,3	- 1,5	0,8
Stati Uniti	60,1	23,8	0,2	0,1
Paesi Bassi	57,5	29,9	- 1,0	0,8
Svizzera	47,7	20,7	- 0,8	- 0,5
Irlanda	47,3	22,0	- 1,7	2,3
Canada	46,0	36,4	- 2,3	1,0
Regno Unito	40,4	25,4	0,7	1,1
Danimarca	38,0	35,4	- 2,3	0,4
Germania	34,9	26,0	0,1	- 0,8
Francia	34,6	32,3	- 1,8	0,5
Australia	34,1	38,4	0,8	- 0,9
Austria	8,6	28,1	- 1,4	- 0,5
Italia	8,4	53,0	- 1,2	- 1,1
Giappone	- 2,6	23,0	- 1,2	0,9

¹Rendimento cumulativo. ²Variazione, rispettivamente, del tasso di risparmio delle famiglie e della crescita dei consumi privati reali.

Fonti: Goldman Sachs, "The International Economics Analyst"; OCSE, "Economic Outlook"; statistiche nazionali.

Tabella II.3

Prezzi nominali e deflazionati degli immobili								
Paesi e città	Prezzi nominali				Prezzi deflazionati			
	1993	1994	1995	1996	1993	1994	1995	1996
	Indici, 1992 = 100							
Stati Uniti Giappone ¹ Germania ² Francia Regno Unito Canada Paesi Bassi Australia Svizzera Belgio Svezia Danimarca Norvegia Finlandia Irlanda New York Tokyo ¹ Francoforte Parigi Milano Londra Toronto ³ Madrid Amsterdam Sydney Zurigo Bruxelles Stoccolma Copenhagen Oslo Helsinki	Prezzi degli immobili residenziali							
	102	104	106	110	99	99	98	99
	95	94	91	90	94	92	90	88
	99	101	100	100	95	94	92	90
	98	97	97	98	96	93	91	91
	97	99	99	102	96	95	92	93
	102	105	100	100	100	103	96	94
	103	106	110	111	101	100	102	101
	102	110	113	118	100	106	104	106
	98	97	94	83	95	93	88	78
	107	115	120	125	104	109	113	114
	89	93	93	94	85	87	85	85
	99	109	118	130	97	106	112	121
	101	111	120	130	99	107	113	120
	93	99	95	101	91	96	91	96
	101	105	113	126	99	101	106	116
	Prezzi degli immobili non residenziali: maggiori città							
	110	120	120	130	107	114	110	116
	82	69	57	50	81	68	56	49
	88	77	75	75	85	72	69	68
	88	83	74	69	86	79	70	64
	85	72	72	66	81	67	63	56
	106	133	141	150	104	127	131	136
	81	72	65	63	80	70	63	60
	63	64	67	73	61	59	58	62
	93	101	111	118	90	96	103	107
	90	109	117	119	89	105	108	106
	85	82	78	72	82	78	73	67
	86	81	81	86	84	77	76	79
81	106	137	145	77	99	125	131	
91	91	97	106	90	88	92	98	
102	110	119	127	99	106	112	118	
97	109	114	116	95	105	109	111	

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

Fonti: Frank Russell Canada Limited; Jones Lang Wootton; Ministère de l'Équipement, du Logement, des Transports et du Tourisme; National Association of Realtors; OPAK (Oslo); Sadolin & Albæk (Copenhagen); Wüest & Partner (Zurigo); varie associazioni immobiliari private; statistiche nazionali.

Tabella II.4

Tuttavia, tale rapporto pare sovrastimare l'impatto dei recenti guadagni, poiché comporterebbe l'attribuzione di ben tre quarti dell'effettiva crescita dei consumi negli ultimi due anni all'aumento dei corsi azionari. Il fatto che la dinamica dei consumi non sia stata ancor più sostenuta può indicare che talune famiglie hanno preferito la riduzione dell'indebitamento ai maggiori consumi, ovvero che l'aumento di ricchezza è stato incanalato in misura crescente verso i fondi pensione. Nel contempo, le cifre aggregate possono essere la risultante

di comportamenti compensativi tra differenti fasce di reddito. Le famiglie della fascia più elevata, che hanno tratto maggior profitto dall'aumento dei prezzi azionari, presentano un indice di indebitamento piuttosto basso e di conseguenza sono meno incentivate a ridurre l'onere debitorio. Viceversa, le famiglie con reddito medio-basso tendono ad avere un più elevato indice di indebitamento e possono aver utilizzato l'incremento di ricchezza per rimborsare le proprie passività. In aggiunta, quest'ultimo gruppo potrebbe essere stato maggiormente colpito dal recente inasprimento delle condizioni del credito alle famiglie.

Va poi rilevato che, a eccezione dell'Australia e di taluni paesi minori dell'Europa, il recente boom dei corsi azionari e obbligazionari non è stato in genere accompagnato da un aumento dei prezzi immobiliari (tabella II.4). Inoltre, in termini reali i prezzi dei fabbricati non residenziali sono per lo più rimasti al disotto dei livelli raggiunti nel 1985-86, sebbene in qualche paese si scorgano indicazioni di un riassorbimento dell'eccesso di offerta e di un arresto nella discesa dei prezzi in questo segmento.

Modeste variazioni
dei prezzi immobiliari

Recenti tendenze dei salari e dei prezzi

Lo scorso anno l'inflazione media nei paesi industriali è ulteriormente diminuita, benché dopo due anni di calo sia stata parzialmente annullata la flessione dei costi unitari del lavoro nel comparto manifatturiero e i prezzi dei prodotti energetici e alimentari siano cresciuti con maggiore rapidità. Il miglioramento della dinamica inflazionistica è stato particolarmente evidente in Italia, Australia, Svezia, Nuova Zelanda e Spagna, pur se in taluni casi è scaturito da fattori straordinari o ha riflesso il ritorno verso tassi più modesti dopo variazioni sfavorevoli del livello dei prezzi (tabella II.5). In Italia il calo dell'inflazione è in gran parte attribuibile alla politica monetaria e al conseguente apprezzamento del tasso di cambio, dato che la dinamica dei salari nominali è di fatto accelerata in risposta ad aumenti passati dei prezzi. Analogamente, in Svezia l'apprezzamento del cambio ha agito da principale fattore compensativo delle spinte al rialzo sui salari e sui costi unitari del lavoro. Sebbene una flessione dei prezzi dei manufatti sui mercati internazionali abbia avuto un ruolo importante nel contenimento dell'inflazione, vi sono altresì indicazioni, in particolare negli Stati Uniti, che a causa della maggiore concorrenza le imprese hanno avuto crescenti difficoltà a traslare sui prezzi gli incrementi di costo. Per contro, nei paesi dove le pressioni concorrenziali sui mercati dei beni sono minori e i settori dei servizi sono più regolamentati, i ricarichi fissi sui costi rappresentano ancora la forma tipica di determinazione del prezzo, anche se quelli più elevati paiono aver subito una leggera riduzione.

Ulteriore calo
dell'inflazione...

... dovuto a pressioni concorrenziali sui mercati dei beni...

Nel 1996 i margini di profitto e le quote dei profitti sul reddito nazionale hanno in genere segnato un ulteriore aumento. Tale fenomeno si è potuto osservare anche negli Stati Uniti nonostante la fase avanzata del ciclo economico. In Giappone i bassi tassi d'interesse e il forte deprezzamento dello yen hanno contribuito a invertire la tendenza calante degli utili in atto da tre anni. Tuttavia, in taluni paesi, fra cui Italia, Canada, Danimarca e Svezia, le quote dei profitti sembrano essere diminuite. Ciò potrebbe comportare future pressioni al rialzo sui prezzi, qualora le imprese tentassero di ripristinare i margini.

Prezzi al consumo e costi unitari del lavoro										
Paesi	Prezzi al consumo					Costi unitari del lavoro ¹				
	1980-89	1993	1994	1995	1996	1980-89	1993	1994	1995	1996
	Variazioni percentuali annue									
Stati Uniti	5,5	3,0	2,6	2,8	2,9	2,9	0,3	-1,2	0,3	-0,4
Giappone	2,5	1,2	0,7	-0,1	0,1	1,0	5,4	-0,2	-2,3	-2,0
Germania ²	2,9	4,5	2,7	1,8	1,5	2,4	3,4	-6,1	-1,1	-0,9
Francia	7,3	2,1	1,7	1,8	2,0	4,6	3,6	-4,8	-0,2	1,3
Italia	11,2	4,2	3,9	5,4	3,8	8,4	3,3	-3,5	-0,5	5,0
Regno Unito	7,4	1,6	2,5	3,4	2,4	6,0	-0,4	0,0	3,1	4,1
Canada	6,5	1,8	0,2	2,2	1,6	4,9	-2,5	-2,4	0,2	3,4
Belgio	4,9	2,8	2,4	1,5	2,1	1,7	0,7	-1,5	-0,2	-0,2
Paesi Bassi	2,8	2,6	2,8	1,9	2,1	0,5	1,6	-4,4	-1,2	-0,2
Svezia	7,9	4,6	2,2	2,5	0,5	6,6	-6,3	-2,2	-0,4	5,2
Svizzera	3,3	3,3	0,9	1,8	0,8	1,8	1,2	-2,3	-1,6	-0,7
Gruppo dei Dieci ³	5,4	2,7	2,2	2,3	2,2	3,3	1,7	-2,0	-0,3	0,4
Australia	8,4	1,8	1,9	4,6	2,6	6,7	0,0	-0,3	5,1	0,6
Austria	3,8	3,6	3,0	2,2	1,9	1,6	0,4	-3,6	-1,7	0,3
Danimarca	6,8	1,3	2,0	2,1	2,1	5,5	-4,1	2,1	4,5	2,5
Finlandia	7,2	2,2	1,1	1,0	0,6	4,8	-6,3	-4,9	4,3	0,5
Norvegia	8,3	2,3	1,4	2,5	1,3	6,7	1,3	1,6	3,6	3,8
Nuova Zelanda	11,8	1,3	1,8	3,8	2,3	8,1	0,1	0,7	3,0	3,2
Portogallo	17,5	6,5	5,2	4,1	3,1	16,8	7,3	3,6	3,3	3,1
Spagna	10,2	4,6	4,7	4,7	3,6	7,9	1,2	-4,9	1,0	6,7
Totale paesi ³	5,7	2,8	2,3	2,4	2,2	3,6	1,6	-2,0	-0,1	0,6

¹Nel settore manifatturiero. Le definizioni delle serie variano a seconda dei paesi. ²Prima del 1993, solo Germania occidentale. ³Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 1990.
 Fonti: OCSE, "Economic Outlook"; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella II.5

... e alla perdurante moderazione salariale in molti paesi

Sebbene lo scorso anno i costi unitari del lavoro abbiano cessato di calare, la moderazione salariale ha continuato a essere una delle cause principali della favorevole dinamica dei prezzi. Benché le ragioni differiscano a seconda dei paesi, un fattore diffuso è stato il persistente eccesso di offerta sui mercati del lavoro. Anche se ciò non vale per gli Stati Uniti, una serie di tagli una tantum dei costi del lavoro extrasalariali, unitamente all'incertezza degli occupati riguardo alle future prospettive d'impiego, ha prodotto il medesimo risultato. Nei Paesi Bassi, grazie a un approccio basato sul consenso sociale, la moderazione dei salari reali è stata accettata come presupposto primario per la crescita dell'occupazione. In molti altri paesi gli accordi trilaterali tra governo, datori di lavoro e lavoratori svolgono ancora un ruolo nella determinazione dei salari. Ad esempio, in alcuni paesi nordici l'accettazione di una moderata dinamica salariale ha avuto come contropartita agevolazioni fiscali ovvero un impegno da parte delle autorità monetarie alla stabilità del cambio. In Belgio il governo ha imposto il congelamento dei salari reali allorché la loro crescita minacciava di superare quella nei principali partners commerciali. In Australia lo scadere di un precedente accordo di politica dei redditi è stato seguito lo scorso anno da un'accelerazione dei salari nominali.

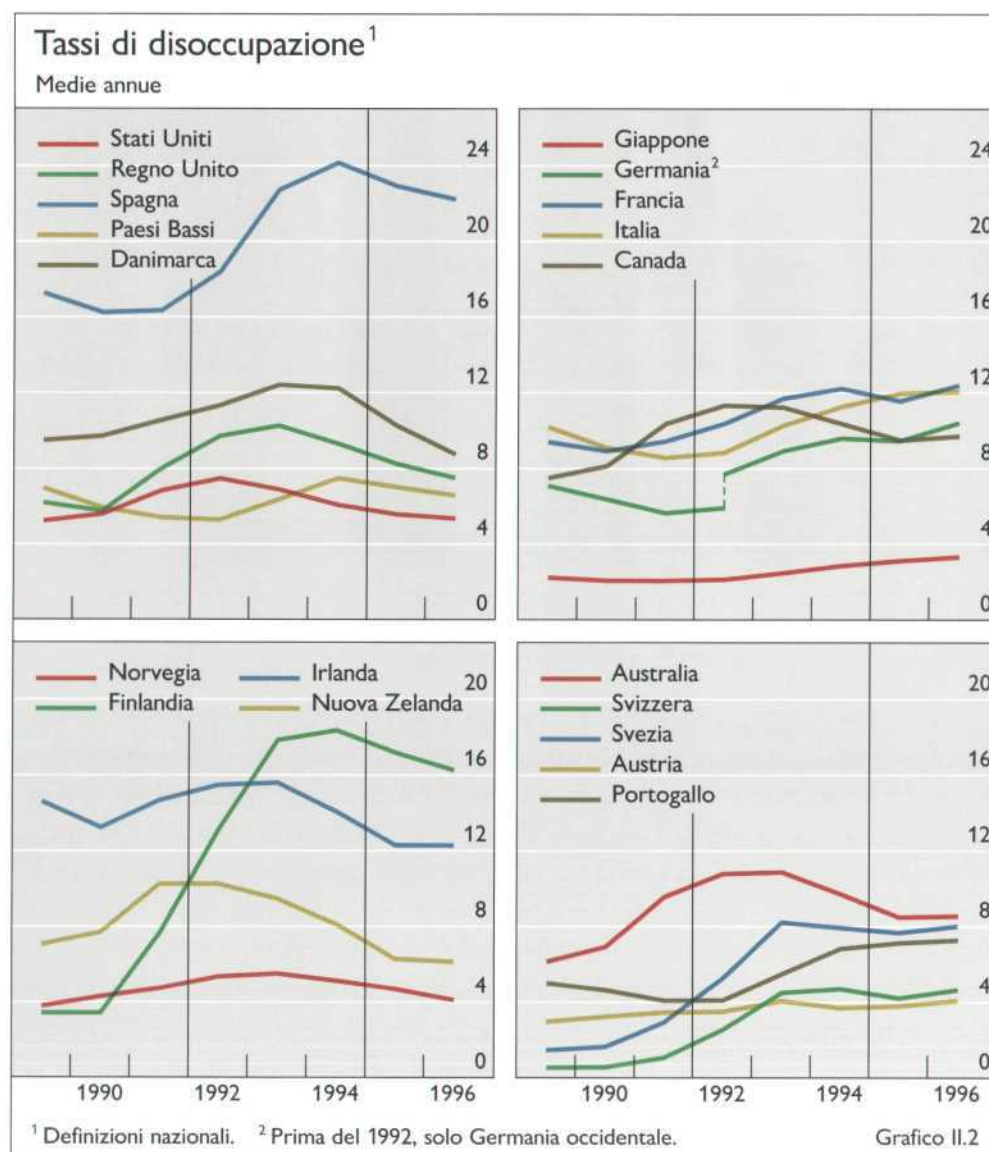
Andamenti sul mercato del lavoro

In presenza di una crescita produttiva inferiore al potenziale, lo scorso anno nei paesi industriali il numero dei disoccupati è salito a 35 milioni (dei quali circa la metà nei paesi UE), pari al 7³/₄% delle forze di lavoro. Malgrado le notevoli disparità esistenti tra paesi e regioni, l'elevata disoccupazione ha continuato a rappresentare un serio problema per i responsabili delle politiche. Mentre nel 1996 il tasso di disoccupazione è sceso a circa il 5¹/₂% negli Stati Uniti, esso è salito all'11¹/₂% nei paesi UE. La disoccupazione è cresciuta altresì in Canada e Svizzera, ma è regredita in Nuova Zelanda e Norvegia. Anche all'interno dell'Unione europea molti paesi sono riusciti a ridurre la disoccupazione; fra questi il Regno Unito, la Danimarca, i Paesi Bassi e l'Irlanda. Per contro, nelle economie maggiori dell'Europa continentale il tasso di disoccupazione ha superato il 12%, portandosi al livello massimo dagli anni trenta (grafico II.2).

A cosa sono dovute simili disparità? Un fattore ovvio è la fase del ciclo economico e la crescita produttiva. Di fatto, la maggior parte dei paesi con disoccupazione crescente si trova in ritardo nell'attuale ciclo economico e ha

Tendenze divergenti sul mercato del lavoro per effetto di...

... fattori ciclici...



registrato in ogni caso una ripresa debole, con un tasso di crescita medio di solo l'1³/₄% nell'arco degli ultimi due anni. Viceversa, i paesi con disoccupazione decrescente si trovano generalmente in una posizione ciclica avanzata. La loro crescita si è attestata in media intorno al 3% nel 1995–96. In questo gruppo, Norvegia, Irlanda, Stati Uniti e Regno Unito hanno mostrato un miglioramento dell'occupazione trainato principalmente dalla domanda.

Andamenti di occupazione e non occupazione

... ma soprattutto
di riforme
strutturali ...

Viene generalmente riconosciuto, tuttavia, che il perdurante aumento della disoccupazione nell'Europa continentale, come pure in Canada e in Australia, riflette per lo più difficoltà di carattere strutturale. Sebbene non sia altrettanto chiara l'individuazione delle specifiche misure strutturali necessarie ad affrontare il problema, le esperienze dei diversi paesi possono essere istruttive. Regno Unito, Paesi Bassi, Danimarca e Portogallo paiono aver tratto beneficio da riforme strutturali, benché le iniziative di riforma siano state differenti e i risultati abbiano impiegato molti anni a manifestarsi.

... nel Regno
Unito ...

Le politiche che favoriscono l'azione delle forze di mercato e rimuovono i disincentivi al lavoro sono giustamente considerate come un mezzo per ridurre la disoccupazione. Nel corso dell'ultimo decennio il Regno Unito si è spinto più avanti su questa strada rispetto alla maggioranza degli altri paesi europei, riducendo il potere dei sindacati, decentralizzando il processo di contrattazione salariale, rendendo più rigide le condizioni di accesso alle prestazioni sociali, abbassandone nel contempo i livelli e abolendo praticamente i minimi salariali. Grazie anche a queste misure, il Regno Unito ha conseguito un calo della disoccupazione molto più rapido rispetto alla precedente fase espansiva, quando essa aveva continuato ad aumentare. Inoltre, le retribuzioni reali orarie sono cresciute meno che negli anni ottanta, malgrado l'attuale livello relativamente basso della disoccupazione. Tuttavia, per valutare appieno l'esperienza del Regno Unito è importante aggiungere che il calo della disoccupazione sembra essere interamente dovuto alla crescente quota di persone "non attive" (ossia di persone che, per varie ragioni, escono dalle forze di lavoro o non vi entrano). L'occupazione, misurata in percentuale sul totale della popolazione, è rimasta stagnante negli anni novanta. È probabile che una più uniforme distribuzione regionale della disoccupazione abbia contribuito a raffrenare le pressioni salariali.

La disoccupazione nel Regno Unito è stata inoltre ridotta grazie al perdurante incremento del numero di lavoratori part-time, in risposta sia alla deregolamentazione sia a uno spostamento della domanda dal settore industriale ai servizi. I Paesi Bassi sono andati anche oltre in questo senso (si veda più avanti), e la quota dei lavoratori a tempo parziale ha superato il 37%, in confronto al 24% del Regno Unito. L'approccio volontario del Regno Unito e dei Paesi Bassi all'orario di lavoro pare aver avuto migliori risultati dei tagli obbligatori alle ore lavorative settimanali. In Germania, ad esempio, la riduzione della media annua di ore lavorative a un livello del 10% inferiore a quello del Regno Unito pare aver avuto un effetto solo marginale sull'occupazione complessiva. In parte, ciò è attribuibile sia al fatto che i salari non sono diminuiti proporzionalmente all'orario di lavoro sia all'adozione da parte dei datori di misure compensative volte ad accrescere la produttività oraria. Per giunta, oltre il 40% dei posti di lavoro

totali in Germania è ancora concentrato nell'industria, settore meno idoneo dei servizi all'introduzione del lavoro part-time.

Le esperienze di Danimarca e Paesi Bassi forniscono ulteriori utili insegnamenti sul piano delle politiche. Un cambiamento decisivo di indirizzo, che risale ai primi anni ottanta, è stato quello di annettere una maggiore importanza alla moderazione dei salari reali. In Danimarca è stata abolita l'indicizzazione, mentre i Paesi Bassi hanno intrapreso azioni volte a promuovere la moderazione salariale negli accordi di settore. Più di recente, oltre alle misure finalizzate a incoraggiare il lavoro a tempo parziale e/o determinato, le principali iniziative di politica economica adottate dai Paesi Bassi hanno contemplato un drastico taglio dei contributi previdenziali a carico dei datori, una maggiore concorrenza sul mercato dei beni e schemi per incentivare i lavoratori disabili o più anziani a lasciare il posto di lavoro, pur con livelli di indennità ridotti rispetto al passato. In Danimarca il decremento della disoccupazione è stato favorito anche da un mercato dei beni relativamente competitivo, in cui predominano imprese di dimensioni medio-piccole, e da un onere tradizionalmente poco elevato dei costi del lavoro extrasalariali. Vi hanno peraltro contribuito misure dirette in favore dell'occupazione e la decentralizzazione del sistema di contrattazione salariale. Anche i costi interni della dismissione di personale sono molto bassi, benché in compenso i disoccupati abbiano diritto a sussidi piuttosto elevati per un periodo che va fino a cinque anni. Tuttavia, come per Paesi Bassi e Regno Unito, bisogna aggiungere che un motivo importante alla base del successo ottenuto dalla Danimarca nel ridurre la disoccupazione è costituito dal crescente numero di persone non attive.

... nei Paesi Bassi
e in Danimarca ...

Con un tasso di disoccupazione di poco più del 7% il Portogallo presenta una situazione più favorevole rispetto alla maggior parte degli altri paesi UE, e in particolare alla vicina Spagna. Anche in questo caso le principali iniziative ufficiali risalgono agli anni ottanta quando, di fronte alla necessità di assorbire un consistente aumento delle forze di lavoro, il governo aveva attuato un'ampia gamma di misure orientate al mercato. Esse hanno contribuito a ridurre la disoccupazione a solo il 4 $\frac{1}{4}$ % agli inizi di questo decennio mentre, nel contempo, l'inflazione è stata portata dal 20 al 7%. Un approccio graduale alla disinflazione ha probabilmente alleggerito l'onere dell'aggiustamento, ma tale processo è stato favorito anche dall'alto grado di flessibilità delle retribuzioni reali e relative e da indennità di disoccupazione comparativamente basse. Inoltre, il Portogallo continua a presentare il numero più elevato di ore lavorative medie annue fra i paesi UE. Per giunta, una serie di accordi trilaterali sostenuti da un ampio consenso pare aver contenuto le pressioni dei salari nominali negli ultimi anni.

... così come in
Portogallo

Occupazione, commercio con l'estero e investimenti diretti esteri

Sovente si esprime il timore che il commercio internazionale porti alla rimozione di posti di lavoro dai paesi industriali e che le retribuzioni della manodopera meno qualificata tendano a essere compresse dalla crescente quota dei paesi emergenti sulle esportazioni mondiali di manufatti. Essendo il capitale più mobile del lavoro, tali andamenti potrebbero essere accentuati dalla delocalizzazione della produzione per il tramite di investimenti diretti esteri nei mercati emergenti. Se queste affermazioni corrispondessero al vero, è probabile

I timori di perdite
di posti di lavoro
indotte dall'inter-
scambio ...

che gli effetti di tale fenomeno differirebbero di paese in paese in funzione di fattori istituzionali e di altra natura, e in particolare della flessibilità delle retribuzioni relative. In presenza di retribuzioni rigide, l'effetto principale sarebbe percepito attraverso una più elevata disoccupazione, specie fra i lavoratori meno qualificati. Viceversa, con retribuzioni relative flessibili, l'occupazione dovrebbe rimanere stabile, mentre aumenterebbe la dispersione delle retribuzioni. L'argomento sarà affrontato ancora in seguito.

... non trovano
conferme
empiriche...

Sebbene vi siano indicazioni di un impatto sfavorevole del crescente interscambio con i mercati emergenti sulla manodopera non qualificata di taluni settori (segnatamente prodotti tessili, abbigliamento e calzature), gli economisti sono concordi nel ritenere che l'effetto complessivo, sia sull'occupazione che sulle retribuzioni relative, è stato modesto (grafico 11.3, riquadro destro). Persino negli Stati Uniti, dove l'Accordo di libero scambio nordamericano (NAFTA) con Canada e Messico ha fatto temere perdite di posti di lavoro, uno studio recente ha evidenziato, a tre anni dalla sottoscrizione dell'accordo, un lieve guadagno netto in termini di occupazione. Anzi, tenuto conto degli effetti esercitati sulle esportazioni USA dalla recessione messicana del 1995, i nuovi posti di lavoro creati negli Stati Uniti in seguito al NAFTA sarebbero stati il doppio di quelli distrutti.

... per varie ragioni

Per diversi motivi tale valutazione concorde non desta grande sorpresa. In primo luogo, sebbene le importazioni dai mercati emergenti siano cresciute rapidamente, esse rappresentano ancora una piccola quota (nella maggioranza dei casi inferiore al 4%) del prodotto complessivo dei paesi industriali, e le retribuzioni relative sono ancora in buona parte influenzate da fattori interni piuttosto che dagli sviluppi sui mercati mondiali. In secondo luogo, anche se le esportazioni dei paesi emergenti verso i paesi industriali sono sensibilmente aumentate, le importazioni sono cresciute in misura ancora maggiore: nell'insieme, i paesi industriali presentano un notevole avanzo commerciale nei confronti dei mercati emergenti. In terzo luogo, gran parte della manodopera non qualificata e a basso reddito è collocata nei settori del commercio all'ingrosso e al dettaglio i quali, finora, sono stati poco esposti alla concorrenza internazionale. Infine, un'ultima e importante ragione è che il commercio non ha tanto a che vedere con i guadagni o le perdite di occupazione quanto con l'allocazione delle risorse e la crescita del reddito reale nel lungo periodo.

Effetti sull'occupazio-
ne dei progressi
tecnologici...

Alla luce di queste considerazioni, i progressi tecnologici che favoriscono i lavoratori qualificati parrebbero essere la causa principale delle variazioni di occupazione e retribuzioni relative. Una ricerca statunitense ha appurato che il 30–50% dell'aumento della domanda di manodopera qualificata può essere attribuito alla diffusione della tecnologia informatica. Inoltre, da indagini condotte in Canada emerge che il più ampio utilizzo di tale tecnologia, pur determinando un incremento dell'occupazione complessiva, ha ridotto la domanda di manodopera non qualificata. Tuttavia, ciò non esclude possibili flussi internazionali. I mutamenti tecnologici favorevoli la manodopera qualificata potrebbero in parte essere indotti da pressioni competitive internazionali, in atto o potenziali. Per giunta, gli scambi diretti non sono l'unico canale attraverso cui si esprime la concorrenza internazionale; un altro, ugualmente

importante, è quello degli investimenti diretti esteri e dell' "outsourcing" di produzione e di lavoro preminentemente non qualificato.

Spesso si afferma, specie in Europa, che gli investimenti diretti esteri (IDE) in uscita dai paesi industriali tendono a essere accompagnati da una parallela perdita di posti di lavoro. I risultati di analisi econometriche per Germania, Regno Unito e Svezia indicano che costi del lavoro interni relativamente elevati accrescono in genere i deflussi di IDE e l'occupazione all'estero, riducendo al contempo la domanda di lavoro in patria. Ad esempio, negli anni novanta alcune aziende svedesi hanno aumentato i posti di lavoro all'estero del 19%, laddove in Svezia l'occupazione è drasticamente regredita. Analogamente, il personale all'estero delle imprese multinazionali svizzere è raddoppiato negli ultimi dieci anni, mentre in Svizzera l'occupazione complessiva è leggermente calata (tabella II.6). Anche le affiliate di imprese tedesche che operano all'estero hanno accresciuto il proprio organico, di oltre il 50% dal 1985, a fronte di un aumento dell'occupazione totale in Germania di solo il 4½%. In aggiunta, gli investimenti dell'industria automobilistica tedesca nella Germania orientale e nell'Europa dell'Est sono stati spesso direttamente connessi a tagli di occupazione nella Germania occidentale. Tra le motivazioni addotte figuravano i più bassi costi salariali al di fuori della Germania e la possibilità di attuare nuovi e più efficienti metodi di produzione senza essere vincolati da preesistenti accordi sindacali.

Tuttavia, per diverse ragioni, è possibile che i timori suscitati da queste osservazioni siano eccessivi. Come si vedrà in seguito, gli IDE constano in gran parte di flussi fra paesi industriali, motivati per lo più da fattori diversi dalle discrepanze nei costi del lavoro. Una quota crescente di IDE è inoltre diretta verso il settore dei servizi, spesso allo scopo di favorire la distribuzione e la vendita dei prodotti esportati dal paese di origine. Per di più, i capitali investiti all'estero non sono necessariamente "perduti" per l'economia nazionale, poiché i progetti di investimento sono in genere finanziati nel paese ospitante o per mezzo di utili non distribuiti, e non con fondi della casa madre. Infine, i beni prodotti dalle affiliate estere sono diretti principalmente al mercato locale o a mercati terzi e in molti casi integrano, più che rimpiazzarle, le esportazioni dal

... e degli investimenti diretti esteri

Necessità di cautela nell'interpretazione

Occupazione e investimenti diretti esteri

Paesi	1985		1985-1995		1995		
	IDE/PIL	OCE/OCI	dIDE/dIFL	dOCE	IDE/PIL	OCE/OCI	IDE/OCE
Stati Uniti	5,5	6,0	7,5	8,4 ¹	9,8	5,7 ¹	89 250 ¹
Germania ²	8,1	6,8	14,6	49,4	11,5	9,4	92 700
Svizzera	23,0	21,1 ³	12,8	98,2 ³	45,4	38,0	99 300

Nota: IDE = stock di investimenti diretti esteri; OCE = occupazione all'estero; OCI = occupazione totale interna; dIDE = deflussi cumulativi di IDE; dIFL = flusso cumulativo di investimenti fissi lordi interni escluse abitazioni (per gli Stati Uniti, esclusi gli investimenti pubblici; per la Svizzera, incluse le abitazioni); dOCE = aumento percentuale cumulativo di OCE; IDE/OCE espresso in dollari USA.

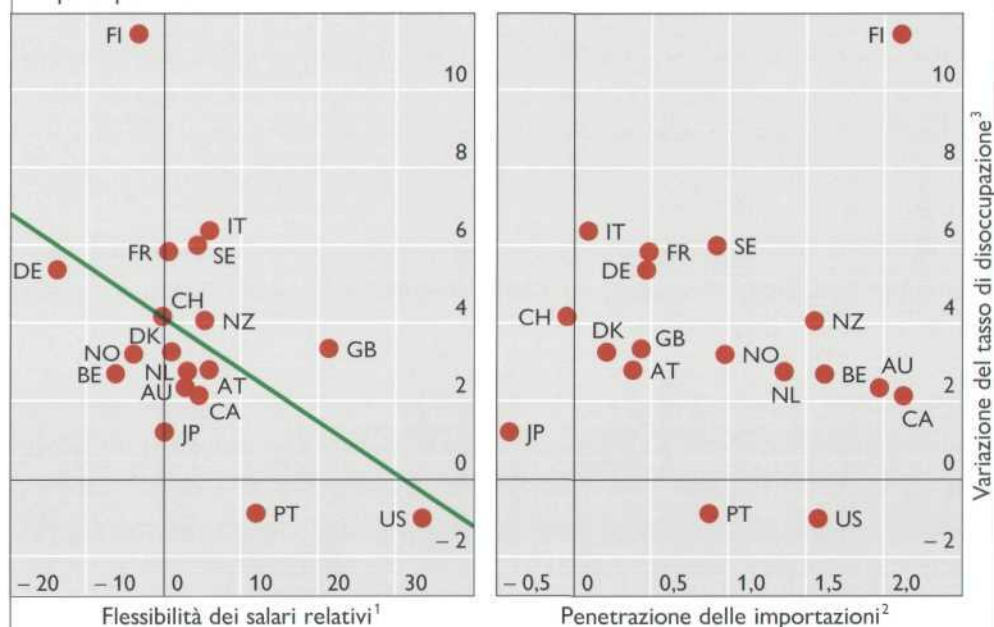
¹1985-1994 e 1994, rispettivamente. ²Solo Germania occidentale. ³1986 e 1986-1995, rispettivamente.

Fonti: OCSE, "International Direct Investment Statistics"; US Department of Commerce, "Survey of Current Business"; Deutsche Bundesbank; Banca nazionale svizzera.

Tabella II.6

Flessibilità dei salari relativi, penetrazione delle importazioni e disoccupazione

In punti percentuali



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

¹ Variazione della dispersione dei guadagni di fatto (definita come rapporto fra il decile più alto e quello più basso) fra gli anni ottanta e novanta. ² Variazione delle importazioni dei prodotti non petroliferi dai mercati emergenti (in percentuale del PIL) fra il 1979 e il 1995. ³ Fra il 1979-1980 e il 1995-96.

Fonti: OCSE, "Employment Outlook", "National Accounts", "Trade Series A"; statistiche nazionali.

Grafico II.3

paese di origine. Ad esempio, la creazione di stabilimenti automobilistici tedeschi nell'Europa orientale è stata indotta anche dai pesanti dazi all'importazione delle autovetture nonché dalle aspettative di rapida crescita della domanda nei nuovi mercati.

Occupazione e flessibilità delle retribuzioni relative

Un altro fattore frequentemente menzionato per aver contribuito all'elevata e persistente disoccupazione nell'Europa continentale è la mancanza della flessibilità delle retribuzioni relative necessaria per adattarsi ai cambiamenti tecnologici e di altra natura. In effetti, dal grafico II.3 (riquadro sinistro) sembra emergere una correlazione inversa fra disuguaglianza salariale e disoccupazione, con una crescente dispersione retributiva e disoccupazione calante negli Stati Uniti e, in netto contrasto, un assottigliamento dei differenziali salariali e disoccupazione in ascesa in Francia e Germania.

Tuttavia, nel valutare le implicazioni sul piano delle politiche bisognerebbe tener conto anche delle esperienze peculiari di ciascun paese. Ad esempio, i paesi con sistemi di apprendistato o altri schemi che favoriscono la transizione scuola-lavoro presentano in genere una più uniforme distribuzione delle qualifiche professionali. Ciò può consentire ai lavoratori di adattarsi alle nuove

La flessibilità dei salari relativi contribuisce a ridurre la disoccupazione...

... ma il bisogno di flessibilità differisce di paese in paese

tecnologie con variazioni nelle retribuzioni relative inferiori a quelle necessarie altrove. Inoltre, l'esperienza di Danimarca e Paesi Bassi dimostra che è possibile decentralizzare la contrattazione salariale e ridurre la disoccupazione mantenendo piuttosto stabili i salari relativi. È altresì degno di nota che i tassi di disoccupazione tra i lavoratori non qualificati non sono particolarmente bassi nei paesi con differenziali retributivi crescenti, come Stati Uniti e Regno Unito. In sintesi, una maggiore flessibilità salariale è importante, ma può non essere sufficiente ad assicurare minore disoccupazione e posti di lavoro più numerosi per la manodopera non qualificata.

Per contro, anche la tesi secondo cui una maggiore flessibilità dei salari relativi è incompatibile con il mantenimento dell'equità sociale appare eccessivamente semplicistica. Se si prende come parametro il reddito per famiglia anziché il guadagno per lavoratore, un aspetto notevole dei recenti sviluppi è che i paesi con più marcato ampliamento dei differenziali retributivi hanno addirittura registrato una certa riduzione della disuguaglianza tra i redditi delle famiglie. La ragione principale di tale risultato è una disoccupazione inferiore a quella dei paesi che hanno impedito l'adattamento dei mercati del lavoro alle variazioni della domanda.

Dispersione salariale ed equità sociale

Considerazioni conclusive

Notevoli progressi sono stati compiuti verso la liberalizzazione dei mercati del lavoro e la rimozione dei disincentivi al lavoro, ma molto resta ancora da fare. Ad esempio, tenendo conto dell'indennità di disoccupazione e delle altre prestazioni sociali, se un disoccupato accettasse un lavoro potrebbe essere ancora assoggettato a un'aliquota marginale d'imposta fino all'80–90%. I progressi nelle riforme dei sistemi previdenziali volte a ridurre i costi del lavoro extrasalariali sono stati lenti anche perché i lavoratori sembrano maggiormente disposti ad accettare la moderazione salariale piuttosto che tagli alle prestazioni sociali. Infatti, attualmente gli scioperi hanno spesso come scopo la difesa dei diritti previdenziali più che le rivendicazioni salariali.

Viene generalmente riconosciuto che le riforme organiche sono più efficaci di provvedimenti disarticolati, e che in entrambi i casi per ottenere risultati positivi sono necessarie politiche macroeconomiche di sostegno. Tuttavia, sovente si dimentica che una condizione essenziale per il successo delle riforme nel mercato del lavoro è la liberalizzazione e la deregolamentazione del mercato dei beni. In particolare, poiché la globalizzazione spesso genera la necessità di spostare risorse dai settori esposti alla concorrenza internazionale a quelli non esposti, è di primaria importanza deregolamentare il settore dei servizi per evitare una caduta dell'occupazione. Nondimeno, in molti casi minimi salariali elevati in rapporto alla produttività o considerazioni di equità hanno impedito al settore dei servizi di assorbire le risorse eccedenti. Numerosi paesi sembrano inoltre trascurare il fatto che, sebbene una più ampia dispersione retributiva possa accentuare le disuguaglianze tra individui e famiglie, una più rapida crescita dell'occupazione è in genere il mezzo più equo ed efficace per migliorare le prospettive delle famiglie a basso reddito.

Va infine rilevato che diversi paesi sono riusciti a ridurre la disoccupazione strutturale in parte incoraggiando i disoccupati (e persino gli occupati) a uscire dalle forze di lavoro. Benché tali misure possano accrescere il benessere

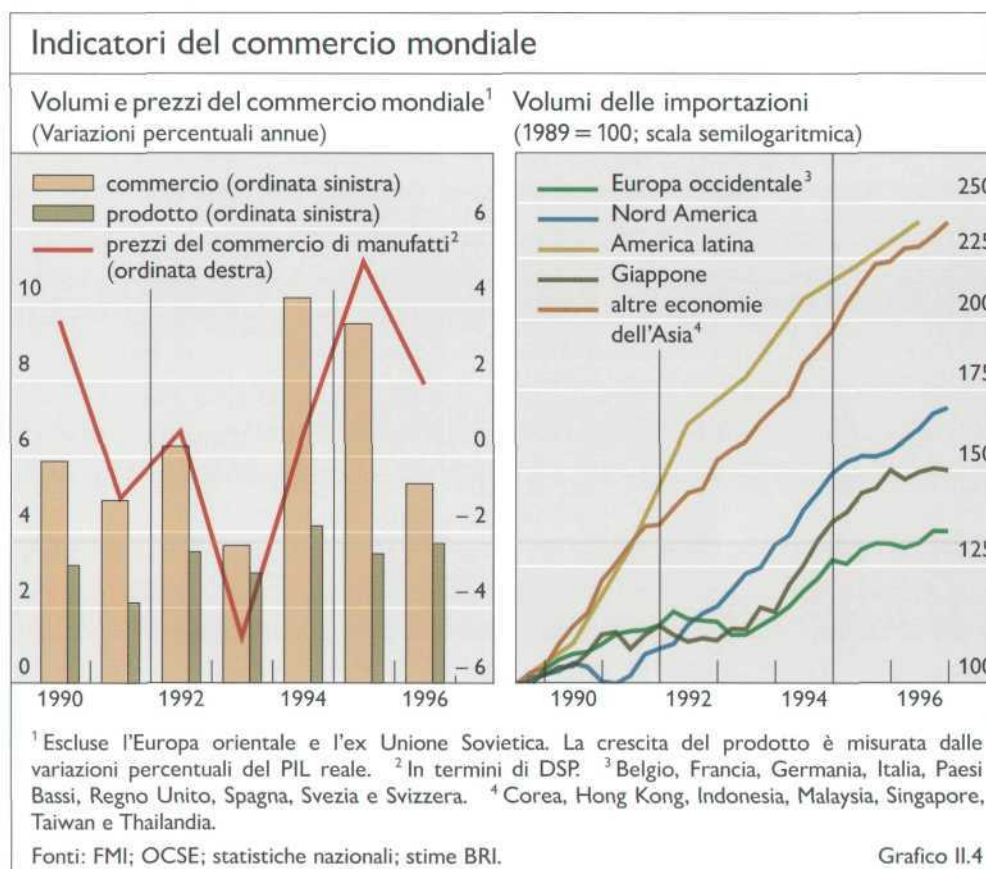
individuale nel breve periodo, esse comportano il grave rischio di acuire i problemi futuri, considerati l'invecchiamento della popolazione e la connessa esigenza di finanziare schemi pensionistici.

Commercio mondiale, partite correnti e investimenti diretti esteri

Andamenti dell'interscambio mondiale e dei prezzi

Minore crescita
del commercio
mondiale...

Lo scorso anno la crescita del commercio mondiale è rallentata, nonostante una leggera accelerazione nella dinamica del PIL globale (grafico II.4). Una delle ragioni è che il ritmo di crescita degli scambi fra i paesi industriali è dimezzato rispetto al 1995. Per giunta, politiche macroeconomiche più restrittive in alcuni dei paesi asiatici a rapida crescita hanno determinato un calo delle importazioni dai paesi industriali, mentre le loro esportazioni hanno fortemente risentito di un eccesso di capacità del settore elettronico su scala mondiale nonché di altri fattori (Capitolo III). Per contro, in America latina, in presenza di un'accelerazione della domanda interna, anche le importazioni sono cresciute, avvantaggiando in particolare gli esportatori statunitensi e canadesi. Inoltre, gli effetti esercitati sull'interscambio dal rallentamento della crescita nell'Europa occidentale sono stati in parte compensati da un marcato incremento della domanda di importazioni nei paesi dell'Europa orientale. La Germania sembra aver tratto i maggiori benefici da tale sviluppo, cosicché gli scambi con l'Europa orientale attualmente contribuiscono per quasi il 10% al suo interscambio totale. Queste variazioni nella composizione regionale della crescita, unitamente ai



movimenti dei tassi di cambio e alle differenti posizioni cicliche dei paesi industriali, hanno provocato altresì alcune lievi variazioni nella quota delle economie maggiori sull'interscambio globale. Gli Stati Uniti hanno rafforzato la propria posizione di preminenza, mentre le quote di Giappone, Germania e Francia sono leggermente diminuite.

Lo scorso anno i prezzi del commercio mondiale (in DSP) hanno segnato una certa accelerazione, che peraltro va quasi completamente attribuita all'ascesa dei corsi petroliferi come pure ai rincari dei prodotti agricoli. I prezzi dei manufatti, viceversa, sono cresciuti a un ritmo inferiore rispetto al 1995, o addirittura diminuiti se misurati in dollari USA. Tale andamento può in certa misura discendere da una più intensa concorrenza sui mercati mondiali, benché sembri aver risentito per lo più dell'inatteso rallentamento della domanda sia nel 1995 che nel 1996. I prezzi delle materie prime non energetiche sono cresciuti a un ritmo leggermente più rapido rispetto al 1995. Nondimeno, le ragioni di scambio dei PVS non petroliferi si sono deteriorate, mentre quelle dei paesi industriali hanno segnato nell'insieme un lieve miglioramento.

... con una leggera accelerazione dei prezzi

Andamenti delle partite correnti

Come negli anni passati, posizioni cicliche divergenti ed effetti differiti degli andamenti valutari hanno avuto un notevole impatto sulle variazioni dei saldi di parte corrente, non solo negli Stati Uniti e in Giappone, ma anche nell'Europa occidentale (grafico II.5). Di riflesso alla fase relativamente avanzata del ciclo economico statunitense e al rafforzamento del dollaro, il disavanzo corrente degli Stati Uniti è salito fin quasi al livello record del 1987 (tabella II.7) benché, in rapporto al PIL, risulti solo leggermente superiore a quello del 1995. Tale deterioramento è imputabile in buona parte alla perdurante forte crescita delle importazioni e all'ampliamento del disavanzo commerciale, che ha toccato un massimo storico. Dal momento che l'economia statunitense si trovava praticamente al livello di pieno impiego nel 1996, e una maggiore domanda di esportazioni non avrebbe potuto essere soddisfatta senza un aumento dell'inflazione interna o restrizioni macroeconomiche, pare che la causa di fondo del deterioramento della posizione esterna sia da individuare nell'alto tasso di assorbimento interno.

Deterioramento della posizione esterna degli Stati Uniti...

Mentre negli Stati Uniti le variazioni della posizione esterna possono essere collegate principalmente a fattori ciclici, il calo dell'eccedenza corrente del Giappone al livello più basso dal 1990 ha riflesso fattori diversi, tra i quali gli effetti di curva a J. Alla base del calo non sono le variazioni nel volume degli scambi, giacché nel 1996 le importazioni sono rallentate in misura molto maggiore rispetto alle esportazioni. Per contro, poiché le ragioni di scambio si sono deteriorate di oltre il 9% a causa dell'aumento dei corsi petroliferi e del deprezzamento dello yen, l'eccedenza commerciale giapponese è di fatto diminuita di \$USA 50 miliardi. Nel contempo, in parte per effetto dell'elevata quota di titoli statunitensi sul totale delle attività estere, il saldo dei redditi da capitale è migliorato e ha contenuto il calo dell'avanzo di parte corrente. Considerato il rafforzamento delle esportazioni in risposta al deprezzamento dello yen e data la prospettiva di un irrigidimento fiscale, pare improbabile che l'eccedenza corrente del Giappone regredisca ancora di molto.

... calo dell'eccedenza in Giappone...

... e avanzo record
nell'Europa occi-
dentale...

In contrasto con quanto osservato negli Stati Uniti e in Giappone, lo scorso anno l'Europa occidentale ha segnato un ulteriore miglioramento del saldo aggregato corrente. Invero, con oltre \$USA 100 miliardi, l'eccedenza di parte corrente in quest'area ha registrato un massimo storico, malgrado il perdurante disavanzo della Germania. Il surplus dell'Europa occidentale ha sostituito quello del Giappone come principale contropartita del deficit statunitense. Per quanto concerne i contributi dei singoli paesi, i maggiori progressi sono stati compiuti da Francia e Italia, alle quali va attribuito oltre il 70% della crescita complessiva registrata dal 1994. Anche in Spagna e Svezia i saldi di parte corrente si sono rafforzati, mentre si è notevolmente indebolito quello della Turchia; giunto a quasi il 4% del PIL, il deficit corrente turco si approssima al livello che aveva determinato grosse difficoltà nel 1993.

... dovuto al
minore assorbi-
mento interno

In termini di fattori sottostanti, una gran parte del surplus esterno corrente dell'Europa occidentale può essere attribuita alla relativa debolezza della sua posizione ciclica. La riduzione degli squilibri di bilancio, insieme a un incremento del risparmio netto nel settore privato, ha indebolito la domanda interna rafforzando nel contempo la posizione sull'estero. Un fattore aggiuntivo è stata la crescente eccedenza di esportazioni verso l'Europa orientale, mentre il recente deprezzamento subito dalla maggioranza delle valute europee ha influito sulle bilance commerciali solo verso la fine del 1996.

Saldo delle partite correnti dei paesi industriali									
Paesi e aree	Partite correnti			di cui:					
				interscambio mercantile			investimenti da capitale		
	1992	1994	1996	1992	1994	1996	1992	1994	1996
in miliardi di dollari USA									
Paesi industriali	- 46,0	- 7,8	- 1,8	26,9	83,8	79,7	- 15,7	- 22,9	- 11,4
Stati Uniti	- 62,6	- 148,4	- 165,1	- 96,1	- 166,1	- 187,7	11,2	- 4,2	- 8,4
Giappone	112,6	130,2	65,9	124,7	144,2	83,6	36,4	40,9	53,6
Europa occidentale	- 62,9	46,0	115,8	- 10,1	96,8	158,4	- 34,3	- 23,9	- 17,1
di cui:									
Francia	4,9	5,9	19,8	2,4	6,6	14,3	- 7,4	- 9,9	- 6,5
Germania	- 19,7	- 21,7	- 14,6	28,7	51,7	72,6	16,8	6,7	- 3,8
Italia	- 28,7	15,2	42,0	3,0	35,6	60,7	- 21,9	- 16,6	- 15,6
Regno Unito	- 18,4	- 3,5	0,0	- 23,0	- 16,6	- 19,0	5,5	13,3	16,1
Belgio-Lussemburgo	6,5	12,6	15,4	4,9	7,7	10,0	1,0	3,4	7,8
Finlandia	- 4,9	1,3	4,4	3,8	7,5	11,1	- 5,5	- 4,3	- 4,0
Norvegia	4,8	3,0	10,9	8,3	6,8	13,8	- 3,4	- 1,7	- 1,7
Paesi Bassi	7,3	18,0	20,3	12,3	18,8	21,8	- 0,4	3,3	4,1
Spagna	- 21,5	- 6,9	2,9	- 30,4	- 14,8	- 13,8	- 6,0	- 8,2	- 5,9
Svezia	- 8,8	0,7	5,7	5,9	8,7	17,4	- 9,9	- 5,8	- 8,0
Svizzera	15,1	17,8	20,3	- 1,0	1,6	0,8	13,7	12,9	16,9
Turchia	- 1,0	2,6	- 5,0	- 8,2	- 4,2	- 19,2	- 2,6	- 3,3	0,5
Altri paesi industriali	- 33,1	- 35,5	- 18,3	8,4	9,0	25,4	- 29,0	- 35,8	- 39,5
Australia	- 10,1	- 16,9	- 14,7	1,7	- 3,3	- 0,5	- 10,2	- 12,2	- 14,7
Canada	- 21,6	- 16,3	- 1,2	5,1	10,9	25,3	- 16,6	- 20,1	- 20,5
Nuova Zelanda	- 1,4	- 2,4	- 2,4	1,6	1,3	0,6	- 2,2	- 3,5	- 4,3

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

Tabella II.7

Competitività, posizioni cicliche e partite correnti

Ordinata sinistra (1991 = 100):

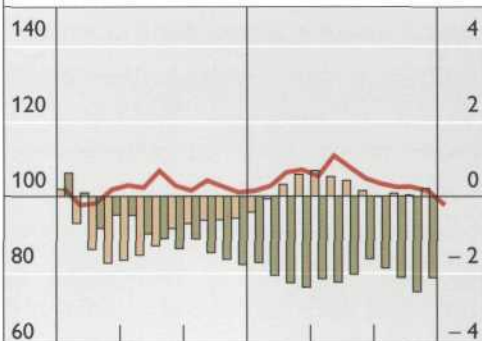
— competitività*

Ordinata destra (in percentuale del PIL):

■ output gap

■ partite correnti

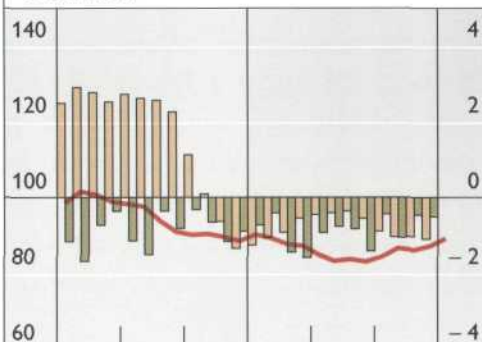
Stati Uniti



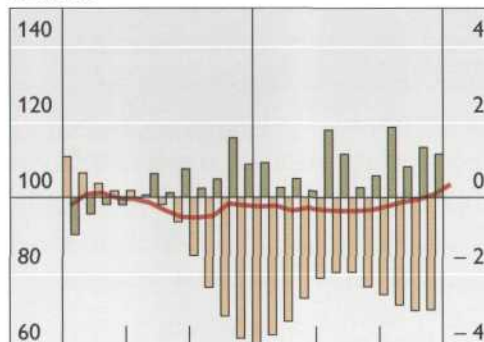
Giappone



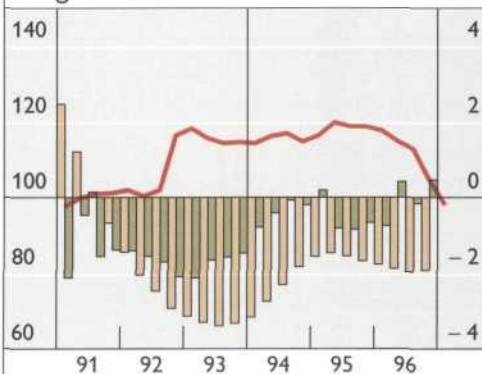
Germania



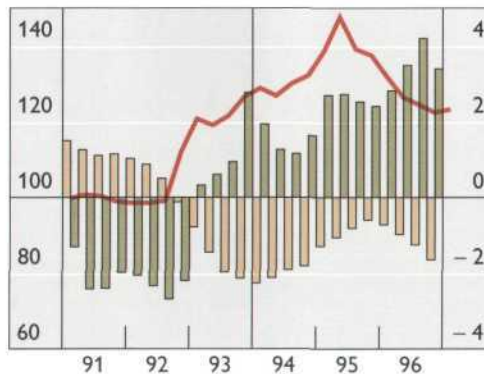
Francia



Regno Unito



Italia



* Misurata dai tassi di cambio effettivi reali (in termini di costi unitari relativi del lavoro); un aumento indica un miglioramento.

Fonti: OCSE, "Economic Outlook"; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico II.5

Fra gli altri paesi industriali, il principale cambiamento registrato lo scorso anno è stata la netta riduzione del disavanzo corrente del Canada al livello minimo dal 1984. Tale miglioramento può essere ascrivito per lo più alla bilancia mercantile, favorevolmente influenzata da restrizioni di bilancio, da un calo delle importazioni indotto dalla posizione ciclica e da un lieve guadagno nelle ragioni di scambio in seguito a un aumento dei prezzi per i prodotti primari. Tuttavia, la migliorata posizione esterna del Canada non è interamente attribuibile a fattori ciclici, poiché la moderazione salariale e una crescita relativamente elevata della produttività hanno contribuito a migliorare la posizione

Effetti delle restrizioni di bilancio anche in Canada...

... e in Nuova Zelanda

competitiva delle imprese canadesi. In Nuova Zelanda un orientamento restrittivo della politica fiscale ha parimenti concorso a evitare l'aumento del disavanzo corrente nonostante un marcato apprezzamento della valuta (30% dal 1992). In Australia il deficit di parte corrente si è lievemente ridotto lo scorso anno, in gran parte di riflesso a una forte ripresa delle esportazioni dopo la siccità del 1995 e a guadagni nelle ragioni di scambio. Il miglioramento della posizione sull'estero ha avuto come contropartita un aumento del risparmio nel settore pubblico e del saggio di risparmio delle famiglie. Nondimeno, con un livello appena superiore al 3%, quest'ultimo è rimasto uno dei più bassi tra i paesi industriali.

Investimenti diretti esteri (IDE)

Il pronunciato incremento degli investimenti diretti esteri...

Sebbene l'incremento degli scambi internazionali sopravanzi solitamente la crescita del prodotto, il commercio non rappresenta più l'unica forma di interazione fra paesi. Di fatto, una delle caratteristiche principali di questo decennio è stato il crescente ruolo delle imprese multinazionali. Gli scambi intragruppo contribuiscono attualmente per un terzo all'interscambio mondiale di beni e servizi, e le vendite delle affiliate estere superano il totale degli scambi diretti (tabella II.8). Inoltre, a seguito di una ripresa dei flussi di IDE, la loro espansione in termini di consistenze ha di gran lunga sopravanzato quella dello stock interno di capitale e persino del commercio con l'estero. Pur non essendo esente da inconvenienti, la crescente diversificazione delle transazioni internazionali ha probabilmente concorso a ridurre l'esposizione di paesi e imprese a shock specifici.

... riflette fattori ciclici...

Vista da una prospettiva di più lungo periodo, la crescita degli IDE ha manifestato una tendenza ascendente, pur con notevoli discontinuità (grafico II.6). In effetti, emerge chiaramente un profilo ciclico duplice su cui hanno influito gli sviluppi sia nei paesi di origine che in quelli ospitanti. Se una forte crescita economica nei primi genera le risorse necessarie al finanziamento degli IDE, nei secondi attrae investimenti. In taluni periodi questo duplice influsso può dare origine ad asimmetrie. Ad esempio, a causa della posizione avanzata nel ciclo economico del mondo industriale negli anni novanta, gli Stati Uniti sono stati i principali investitori esteri. Per contro, i deflussi di investimenti

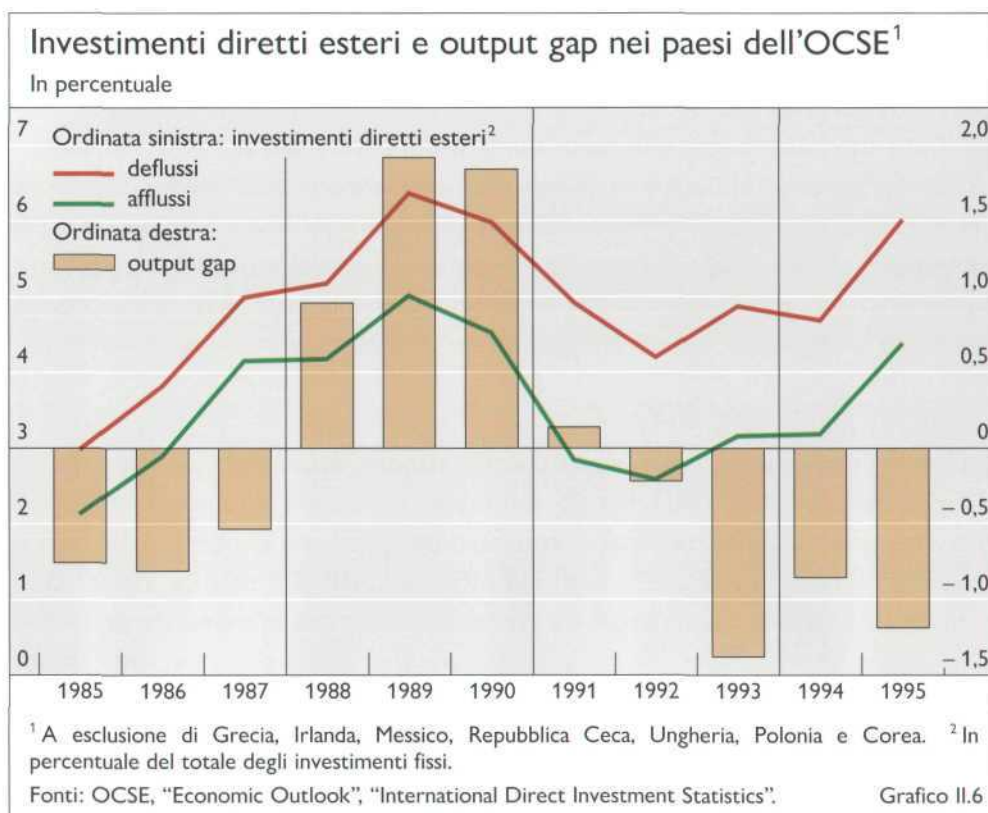
Diversificazione delle transazioni internazionali

	Mondo	Stati Uniti	Giappone	Germania
Stock di IDE (a)	2 500	712	298	248
Vendite di affiliate estere (b)	5 355	1 636	626	532
Esportazioni intragruppo (c)	1 646	163	86	208
Esportazioni totali (d)	4 940	448	374	623
b/(d-c)	1,6	5,7	2,2	1,3
c/d	0,33	0,36	0,23	0,33

Nota: per gli stock di IDE, dati di fine 1995; per le altre voci, dati del 1992. IDE, vendite ed esportazioni in miliardi di dollari USA.

Fonti: OCSE, "International Direct Investment Statistics"; ONU, "World Investment Report".

Tabella II.8



dal Giappone, che sta emergendo da una fase recessiva, raggiungono a tutt'oggi solo il 50% del picco del 1990. Anche i flussi in uscita dai paesi dell'Europa continentale sono rimasti su livelli modesti per gran parte di questo decennio di debole crescita economica, benché siano notevolmente aumentati nel 1994–95 in risposta a tendenze espansive negli Stati Uniti e nei mercati emergenti. Tuttavia, la perdurante debolezza della crescita in quest'area ha mantenuto l'afflusso di investimenti su un livello relativamente basso.

La forte tendenza all'aumento, sottostante a tali oscillazioni cicliche, è stata favorita da diversi fattori. Tra questi figurano i progressi tecnologici, che hanno abbassato i costi delle comunicazioni e dei trasporti internazionali, una crescente concorrenza internazionale nei settori sia dei beni che dei servizi, una parziale o completa deregolamentazione dei flussi di capitale in genere e degli IDE in particolare e, in molti paesi, la tendenza alla privatizzazione delle imprese pubbliche. A dispetto di tali cambiamenti, la distribuzione regionale degli stock di IDE ha mostrato una stabilità rimarchevole. Infatti, anche se i mercati emergenti (America latina, Asia ed Europa orientale) sono destinatari di una quota crescente degli investimenti totali, questi sono ancora in gran parte costituiti da flussi tra paesi industriali, e in particolare tra paesi UE. Inoltre, a seguito della protratta contrazione subita negli anni ottanta dai flussi di IDE verso i mercati emergenti, segnatamente verso l'America latina, in termini di stock nella distribuzione di investimenti esteri è ancor più marcata la predominanza dei paesi industriali (tabella II.9).

Viceversa, la distribuzione settoriale degli IDE è notevolmente mutata nel corso degli ultimi 25 anni, di riflesso non solo agli spostamenti settoriali osservati nei paesi di origine, ma anche al cambiamento delle sottostanti

... ma soprattutto tendenze di fondo

Forti cambiamenti nella distribuzione settoriale

motivazioni d'investimento. Tradizionalmente, queste consistevano in gran parte nella possibilità di accedere a una fonte certa di materie prime. Tuttavia, dagli anni settanta la quota di IDE nel settore primario ha subito una contrazione del 50%. Anche i tentativi di superare le restrizioni poste agli scambi diretti hanno avuto un ruolo importante nel generare consistenti investimenti esteri nel settore secondario. Più di recente, le motivazioni sono nuovamente cambiate di pari passo con la generale tendenza alla globalizzazione, determinando un ulteriore spostamento nella distribuzione settoriale degli IDE in favore del terziario, nel quale spesso predominano i servizi finanziari in senso lato.

Motivi diversi...

Le tendenze generali celano altresì notevoli disparità tra i fattori e le motivazioni di fondo degli IDE a livello dei singoli paesi. A seconda della misura in cui le strutture produttive dei paesi ospitanti sono complementari o competitive con quelle dei paesi di origine, tali fattori peculiari hanno influito sui flussi commerciali in modi diversi. Come mostrano le esperienze di Stati Uniti e Giappone (tabella II.10), gli IDE statunitensi hanno avuto come funzione primaria quella di servire i mercati locali e terzi. La principale eccezione è rappresentata dagli investimenti in Canada e in Messico, dove i collegamenti intrasettoriali e intragruppo hanno determinato complementarità nelle strutture produttive e un'elevata quota di esportazioni nel paese di origine. Nel caso del Messico, i minori costi hanno altresì contribuito all'elevata quota di vendite sul mercato statunitense. Nel complesso, le vendite delle affiliate giapponesi sui mercati locali o terzi sono state anche più consistenti. Tuttavia, dal 1990 la quota di IDE giapponesi con destinazione in Asia è salita da circa il 10% a oltre il 23%, e le affiliate giapponesi riesportano in misura crescente verso il paese di origine. Secondo stime provvisorie questo mutamento di tendenza degli IDE, insieme alla deregolamentazione in Giappone, ha già iniziato a ripercuotersi sul commercio estero di manufatti giapponesi. Rispetto agli anni ottanta l'elasticità delle esportazioni giapponesi in rapporto al reddito si è infatti ridotta,

... hanno influenzato i flussi commerciali

Investimenti diretti esteri							
In percentuale							
	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Germania	Paesi Bassi	Svizzera	OCSE
Posizione a fine 1995							
In percentuale degli IDE dell'OCSE	29,4	12,5	12,3	10,3	6,4	5,9	100,0
In percentuale del PIL	9,8	27,9	6,3	10,3	39,3	45,4	10,9
Distribuzione regionale (1994)							
Nord America ¹	12,1	34,3	43,7	23,0	28,2	24,5	24,6
Unione europea	42,0	34,7	18,1	50,5	45,9	45,4	40,0
America latina e Asia ²	23,2	15,6	27,7	10,1	12,5	17,8	17,8
Distribuzione settoriale (1994)							
Primario	11,8	19,9	5,0	1,2	1,7	..	9,0
Secondario	35,0	38,9	27,8	32,9	49,8	47,8	37,0
Terziario	53,2	41,2	65,5	65,8	48,4	52,2	53,8
di cui: finanziario ³	36,5	27,5	18,9	23,8	36,0	22,0	29,2

¹Stati Uniti e Canada. ²Escluso il Giappone. ³Banche e altri servizi finanziari e alle imprese.

Fonti: OCSE, "International Direct Investment Statistics"; statistiche nazionali.

Tabella II.9

Localizzazione e vendite delle affiliate estere statunitensi e giapponesi				
In percentuale				
Destinazione	Affiliate USA ubicate in		Affiliate giapponesi ubicate in	
	UE e Asia	altri paesi NAFTA	UE e USA	altri paesi dell'Asia
Paese di origine	6	26	4	16
Mercati locali	64	71	79	66
Mercati terzi	30	3	17	18
Fonte: OCSE, "Economic Outlook", dicembre 1996.			Tabella II.10	

in quanto la domanda può essere soddisfatta dalle affiliate estere. Per contro, i deflussi di IDE paiono aver aumentato notevolmente la propensione del Giappone alle importazioni, come dimostra la rapida crescita delle importazioni di manufatti da parte delle affiliate giapponesi ubicate in Asia. Considerate insieme, queste stime fanno ritenere che la precedente tendenza del Giappone ad accumulare ingenti eccedenze commerciali in occasione di fasi cicliche espansive a livello mondiale possa essersi ridotta in misura significativa. Inoltre, sebbene sia difficile valutare l'impatto netto dei recenti cambiamenti sull'elasticità di prezzo, potrebbero essere sufficienti più modesti movimenti del cambio per mantenere la bilancia commerciale del Giappone in sostanziale equilibrio.

III. Le politiche economiche e gli andamenti nel resto del mondo

Aspetti salienti

Lo scorso anno nei paesi emergenti la crescita economica è rimasta vigorosa e l'inflazione è ulteriormente calata. In America latina la crescita media è salita per effetto della forte ripresa in Argentina e in Messico, mentre in Africa le politiche di stabilizzazione e di riforma hanno favorito la più rapida espansione degli ultimi venti anni. Molti paesi dell'Asia hanno modificato le politiche in senso restrittivo per contrastare l'incipiente surriscaldamento delle economie. Nel 1996 la debolezza dei mercati di esportazione ha contribuito a moderare la crescita in Asia rispetto ai ritmi elevati degli ultimi anni e ha inoltre impedito una significativa riduzione degli ampi squilibri esterni. In alcuni dei paesi dell'Europa orientale più avanzati nel processo di transizione la crescita si è mantenuta su livelli sostenuti. In Russia, invece, la ripresa del prodotto non è ancora riuscita ad affermarsi sebbene l'inflazione abbia continuato a flettere.

Così come in molti paesi industriali, anche nelle economie emergenti la globalizzazione e la liberalizzazione finanziaria stanno trasformando il compito di perseguire l'equilibrio sia interno che esterno. In passato, la scarsa mobilità dei capitali rendeva relativamente facile il compito della politica monetaria nel contrastare l'inflazione, mentre il cambio poteva essere stabilito in modo da preservare la competitività. Nell'attuale contesto di elevata mobilità dei capitali, il perseguimento di politiche monetarie e di cambio tra loro autonome è diventato ben più problematico. L'innalzamento dei tassi d'interesse per contenere l'inflazione attira afflussi di capitali che determinano un apprezzamento del cambio, una minore competitività e una più debole posizione esterna. Per contro, il mantenimento di un tasso di cambio altamente competitivo potrebbe accrescere i costi delle importazioni, stimolare la domanda di beni nazionali e favorire spinte inflazionistiche. Sebbene il cambio reale non possa essere mantenuto al disopra o al disotto del livello di equilibrio sul lungo periodo, l'esperienza del Messico nel 1994-95 evidenzia come i mercati finanziari possano reagire repentinamente e con violenza a un forte deterioramento della competitività e dei conti con l'estero sul breve e medio periodo.

Il conflitto tra gli obiettivi interni ed esterni è stato più sensibile in alcuni paesi che in altri. In molte economie latino-americane le politiche monetarie restrittive e/o le parità fisse hanno prodotto una consistente flessione dell'inflazione negli anni novanta, comportando però un apprezzamento reale del cambio e l'ampliamento dei disavanzi correnti. Per converso, vari paesi asiatici sono riusciti a mantenere tassi di cambio competitivi senza alimentare eccessivamente l'inflazione. Più di recente, tuttavia, il surriscaldamento in buona parte di quest'area ha richiesto un maggiore inasprimento della politica monetaria e si è

prodotto un apprezzamento in termini reali. Resta da vedere se i paesi dell'Europa orientale riusciranno a ridurre ulteriormente l'inflazione senza compromettere l'equilibrio esterno.

Recenti andamenti in America latina

Nella regione latino-americana gli ultimi anni sono stati prevalentemente caratterizzati dal perseguimento di una più elevata stabilità dei prezzi. Sono state tentate diverse strategie, alcune basate su un esplicito o implicito ancoraggio del tasso di cambio, altre collegate più in generale a politiche interne restrittive.

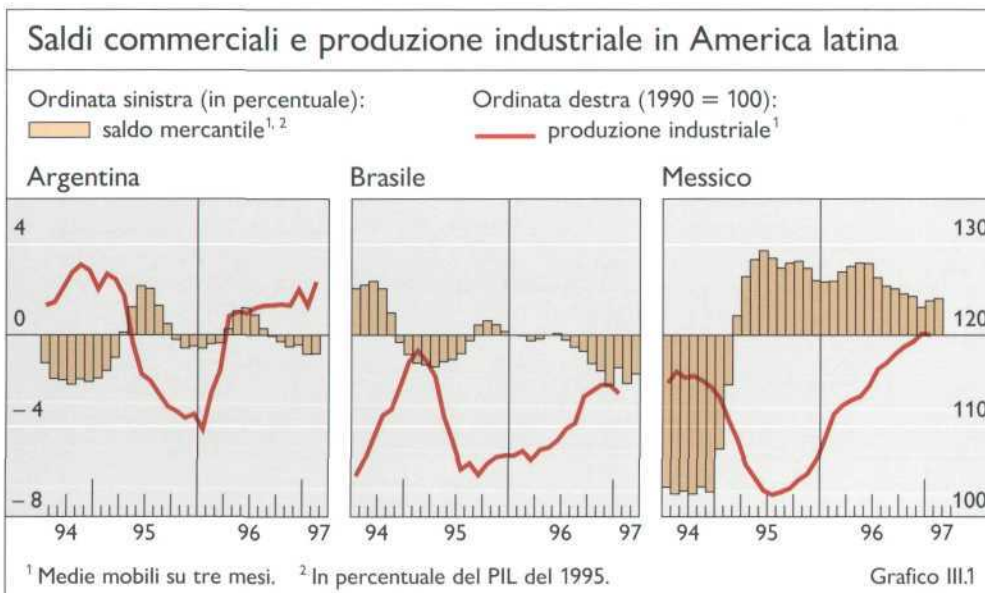
Le strategie antinflazionistiche in America latina negli anni novanta:

Crescita e inflazione								
	PIL reale				Prezzi al consumo			
	1980-89	1990-94	1995	1996	1980-89	1990-94	1995	1996
	Variazioni percentuali annue							
Cina	9,5	10,5	10,2	9,7	7,9	11,6	16,8	8,3
India	5,9	4,6	7,1	6,8	8,1 ¹	10,5 ¹	9,3 ¹	5,9 ¹
Altri paesi dell'Asia ²	6,5	7,0	7,8	6,8	7,8	6,9	6,4	5,9
Corea	8,0	7,6	8,9	7,1	8,1	7,0	4,5	5,0
Hong Kong	7,5	5,2	4,7	4,7	8,6	9,5	9,2	6,3
Singapore	7,4	8,6	8,8	7,0	2,7	2,9	1,7	1,4
Taiwan	8,1	6,5	6,1	5,7	4,4	3,8	3,7	3,1
Filippine	1,8	1,9	4,8	5,5	14,4	11,6	8,1	8,4
Indonesia	5,8	6,9	8,5	7,5	9,6	8,6	9,4	7,9
Malaysia	5,7	8,7	9,5	8,2	3,6	3,8	3,4	3,5
Thailandia	7,2	9,0	8,6	6,7	5,7	4,8	5,8	5,8
America latina ²	2,3	3,1	0,5	3,5	120,5	256,8	42,5	24,7
Argentina	-0,8	6,8	-4,6	4,4	319,2	148,3	3,4	0,2
Brasile	2,9	0,9	4,2	2,9	226,0	1425,9	66,0	15,5
Cile	3,4	6,4	8,5	7,2	21,2	17,4	8,2	7,4
Colombia	3,4	4,3	5,2	2,1	23,4	26,3	20,9	20,9
Messico	2,2	3,9	-6,2	5,1	65,1	16,1	35,0	34,4
Venezuela	0,1	3,9	3,4	-1,6	21,4	40,7	59,9	99,9
Europa orientale ²	0,9	-2,5	5,5	4,7	29,7 ³	62,1	23,2	17,8
Polonia	0,2	-1,6	7,0	6,0	43,0	97,6	27,7	19,9
Repubblica Ceca ⁴	2,1	-4,2	4,8	4,4	1,3 ³	20,5	9,1	8,8
Ungheria	1,5	-3,3	1,5	1,0	8,9	25,4	28,3	23,6
Federazione russa ⁵	3,3	-8,7	-4,2	-6,0	1,4 ⁶	347,0	197,5	47,7
Arabia Saudita	0,3	4,1	1,6	2,4	0,0	1,7	4,9	1,2
Israele	3,2	5,8	7,1	4,4	104,7	14,2	10,0	11,3
Africa	2,6	1,4	2,7	5,1	17,5	37,2	38,4	25,0
Sudafrica	2,2	0,1	3,3	3,1	14,6	12,4	8,6	7,4

Nota: i dati relativi al 1996 sono parzialmente stimati.

¹Prezzi all'ingrosso. ²Media dei paesi indicati ponderata in base al PIL e alle PPA del 1990.
³Media 1982-89. ⁴Prima del 1985, Cecoslovacchia. ⁵Prima del 1986, Unione Sovietica.
⁶Media 1986-89.

Tabella III.1



Benché il calo dell'inflazione sia stato praticamente generalizzato, in alcuni paesi esso è stato accompagnato da un consistente apprezzamento reale del cambio e da un notevole aggravamento degli squilibri esterni. La questione della compatibilità tra obiettivi interni ed esterni viene trattata in una sezione successiva del capitolo.

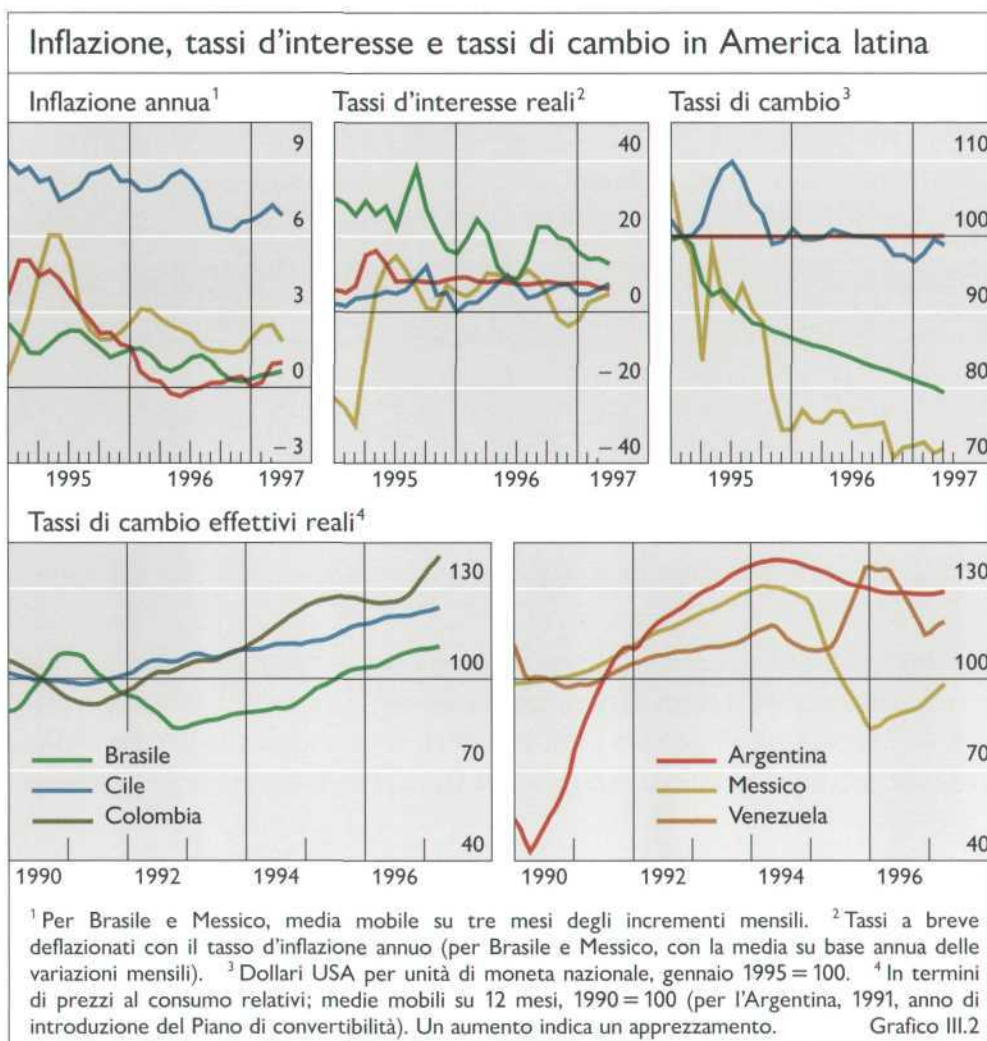
regime del tipo
"currency board"
in Argentina;

Il Piano di convertibilità adottato dall'Argentina nel 1991 era stato posto a dura prova nel 1995, quando la crisi del peso messicano aveva innescato una massiccia liquidazione di attività in moneta nazionale. Il regime di "currency board" non ha lasciato alle autorità altra alternativa che consentire un forte rialzo dei tassi d'interesse e mantenere in un contesto ciclico una politica di bilancio restrittiva. La forte contrazione dell'economia che ne è conseguita ha contribuito a migliorare la bilancia commerciale (grafico III.1) e, insieme all'ingente finanziamento estero del settore pubblico, ha arrestato la caduta delle riserve internazionali. La rapida risposta delle autorità alla crisi ha contribuito ad alimentare la fiducia e a sostenere la successiva ripresa. Nel 1996 la crescita del PIL si è progressivamente rafforzata, superando il 4% nel secondo semestre.

In Argentina il mantenimento della politica del cambio è stato favorito dal parziale recupero della competitività perduta durante le prime fasi del processo di disinflazione. Nei primi due anni di attuazione del Piano di convertibilità, infatti, allorquando l'inflazione annua era scesa da oltre il 500% a circa il 10%, l'apprezzamento reale si era avvicinato al 33%. In seguito, l'inflazione è stata ricondotta a livelli ben inferiori a quelli dei principali concorrenti, quali Brasile e Cile, e la competitività perduta è stata in parte riconquistata, limitando così al 25% l'apprezzamento registrato nell'intero periodo.

Piano Real del
Brasile per la
stabilizzazione
del cambio;

Con l'introduzione del Piano Real verso la metà del 1994, anche il Brasile ha perseguito la riduzione dell'inflazione attraverso una maggiore stabilità del cambio supportata da una politica monetaria restrittiva. Poiché il cambio ha inizialmente mostrato una tendenza ad apprezzarsi, per poi subire una svalutazione lenta e graduale dagli inizi del 1995 a un tasso leggermente inferiore a quello dell'inflazione dei prezzi al consumo, dalla metà del 1994 vi è stato un apprezzamento reale del 20%.



L'inflazione è costantemente calata da un tasso mensile di oltre il 40%, subito prima dell'introduzione del Piano Real, a un tasso ben inferiore all'1% tra la fine del 1996 e gli inizi del 1997. Per contro, l'attività economica e l'andamento degli scambi hanno registrato ampie fluttuazioni, in larga misura attribuibili a correzioni della manovra di politica monetaria (grafico III.1). Poiché l'economia ha prontamente reagito alle restrizioni monetarie imposte nel primo semestre 1995, la politica monetaria è stata in seguito allentata (grafico III.2). L'attività economica ha registrato un deciso recupero, con una crescita annua del PIL di oltre il 6% nel secondo semestre 1996. Data la perdita di competitività, questa ripresa si è ben presto tradotta in un ampliamento del disavanzo commerciale, giacché le importazioni alla fine del 1996 sono cresciute più rapidamente delle esportazioni.

Ben modesto è stato invece il contributo della politica fiscale ai fini della stabilizzazione. Nel 1996 il disavanzo operativo del settore pubblico è stato pari al 4% del PIL, leggermente inferiore al valore dell'anno precedente (5%), ma ben al di sopra dell'obiettivo iniziale (2½%). Per giunta, tale riduzione era attribuibile alla discesa dei tassi d'interesse piuttosto che a riforme strutturali del sistema previdenziale e impositivo e della pubblica amministrazione. Purtroppo, nell'ultima parte del 1996 è stato annunciato un pacchetto di misure destinato

a incrementare le entrate, tagliare l'occupazione nel settore pubblico e ridurre le prestazioni sociali.

obiettivo di crescita
monetaria
in Messico dal
1995

Il Messico, dopo la crisi valutaria del 1994, ha seguito un approccio di politica monetaria radicalmente diverso da quello di Argentina o Brasile, nonché da quello adottato precedentemente. Anziché basarsi su un'ancora del cambio, le autorità hanno perseguito la riduzione dell'inflazione mediante obiettivi di crescita monetaria e consentendo al tasso di cambio di muoversi in risposta alle condizioni di base del mercato. La politica fiscale è rimasta restrittiva.

Nel secondo semestre 1995 l'economia ha ripreso a crescere poiché il risoluto orientamento di politica monetaria, insieme al massiccio sostegno internazionale ufficiale, ha rafforzato la fiducia all'interno e all'estero. Nel contempo, l'inflazione annua è scesa da un massimo del 52% alla fine del 1995 al 25% agli inizi del 1997. Le esportazioni hanno continuato a crescere a ritmi sostenuti per effetto del rincaro del petrolio e delle forti vendite di manufatti, compensando così la vigorosa crescita delle importazioni e preservando l'equilibrio esterno.

Se si eccettua un certo indebolimento in ottobre, il peso è rimasto relativamente stabile rispetto al dollaro USA per gran parte del 1996, deprezzandosi di appena il 3% in termini nominali nel corso dell'anno. Questa relativa stabilità è in parte attribuibile ai provvedimenti adottati per evitare eccessive pressioni speculative, quali la riduzione della liquidità sul mercato monetario o, dal febbraio 1997, la vendita di quantità fisse di dollari in caso di deprezzamento del peso superiore al 2% in un solo giorno. Nei periodi di rafforzamento del peso, inoltre, sono state utilizzate le opzioni di cambio per ricostituire le disponibilità valutarie, nell'intento di accrescere le riserve senza segnalare un obiettivo ufficiale di cambio. Dato il permanere di ampi differenziali d'inflazione nei confronti dei partners commerciali, la stabilità nominale ha comportato un apprezzamento reale, annullando di quasi il 50% la svalutazione verificatasi sul finire del 1994 e agli inizi del 1995.

Il dilemma
di politica
monetaria
in Colombia

In Colombia nel 1996 la conduzione delle politiche economiche è diventata ancor più problematica. Con un disavanzo statale salito a quasi il 4% del PIL e una crisi politica che ha innescato un deflusso di capitali agli inizi del 1996, la politica monetaria è rimasta restrittiva anche quando l'economia è fortemente rallentata. Questo maggiore rigore ha attratto nuovi afflussi di capitali, che hanno portato il cambio al limite superiore della banda di oscillazione stabilita, moderando di fatto la stretta monetaria. Poiché l'inflazione non è scesa, il tasso di cambio reale si è apprezzato di quasi il 20%. Agli inizi del 1997 sono state proposte misure speciali, tra cui tagli alla spesa e un'imposta sui crediti esteri, al fine di rallentare gli afflussi di capitali, sostenere le finanze pubbliche e attenuare il dilemma di politica monetaria.

L'approccio
del Cile

L'approccio adottato dal Cile per contenere l'inflazione e mantenere la competitività è stato verosimilmente il più efficace. Negli ultimi anni la politica monetaria è stata alquanto restrittiva, con tassi d'interesse reali (la maggior parte degli strumenti finanziari è tuttora indicizzata per cui i rendimenti sono espressi in termini reali) manovrati in funzione di un rigoroso obiettivo di graduale riduzione dell'inflazione. Quando, agli inizi del 1996, l'economia minacciava di surriscaldarsi, i tassi d'interesse reali sono stati alzati. Grazie anche alla forte

flessione dei prezzi del rame, la stretta monetaria ha raffreddato l'economia e rallentato l'inflazione al 6½% nell'ultimo scorcio del 1996. La manovra del cambio ha mirato a contenere la volatilità e l'eccessivo apprezzamento o deprezzamento della moneta in termini reali. Tuttavia, le politiche monetaria e del cambio non avrebbero potuto temperare l'obiettivo interno ed esterno in maniera altrettanto armoniosa senza il supporto di altre due componenti. La prima è la solidità della finanza pubblica, che negli ultimi anni ha registrato eccedenze tra l'1 e il 3% del PIL; l'altra è l'impiego di controlli selettivi sugli afflussi di capitali a breve attratti dagli alti tassi d'interesse del Cile e la promozione dei deflussi di capitali.

Il programma di aggiustamento introdotto nell'aprile 1996 per correggere i gravi squilibri interni ed esterni del Venezuela ha segnato la fine delle politiche interventiste del passato. Il suo successo è stato ampiamente favorito dal forte rialzo dei prezzi del petrolio dello scorso anno. Nonostante una contrazione dell'1½% del PIL, vi è stato un netto miglioramento del bilancio statale, tornato in attivo dopo un disavanzo pari al 5% del PIL nel 1995. L'inflazione mensile è scesa da un massimo di oltre il 12% nel maggio 1996 a meno del 2% agli inizi del 1997. Nel luglio 1996 sono stati aboliti i controlli sia sui cambi che sui tassi d'interesse ed è stato introdotto un nuovo regime basato su una fascia di aggiustamento graduale dei cambi. Sebbene fosse stato previsto un deprezzamento della parità centrale a parziale compensazione dei differenziali d'inflazione, sin verso la fine del 1996 il tasso di cambio, sostenuto dagli ingenti afflussi di capitali a breve, risultava sostanzialmente invariato. Nel gennaio 1997 la parità centrale è stata riportata quasi allo stesso livello scelto a metà 1996.

Il piano di aggiustamento in Venezuela

Recenti andamenti in Asia

Due elementi comuni hanno caratterizzato i recenti andamenti economici in gran parte dell'Asia. Innanzitutto, la crescita delle esportazioni è fortemente rallentata in buona parte della regione per effetto di diversi fattori. In secondo luogo, la maggioranza dei paesi ha fatto ricorso a una stretta monetaria per assecondare un processo di aggiustamento dopo anni di crescita rapidissima che avevano fatto emergere vari squilibri sotto forma di strozzature di capacità produttiva, pressioni inflazionistiche o crescenti disavanzi con l'estero.

Rallentamento della crescita delle esportazioni

Dalla metà degli anni ottanta, molte economie emergenti dell'Asia hanno tratto vantaggio dalla globalizzazione dell'economia mondiale per raggiungere tassi di crescita delle esportazioni ben superiori a quelli dell'interscambio mondiale. Tale boom è stato accompagnato dal netto incremento delle quote di mercato nei paesi industriali e da un sensibile spostamento verso prodotti a più alto valore aggiunto, un comparto merceologico tradizionalmente dominato dalle economie avanzate. Non di rado questi progressi hanno provocato atteggiamenti protezionistici nei paesi industriali, benché la forte espansione delle esportazioni asiatiche abbia nel contempo prodotto una rapida crescita dei redditi, e quindi anche delle importazioni, che ha fornito un significativo impulso all'attività nel resto del mondo.

La rapida crescita delle esportazioni in passato ...

Bilancia delle partite correnti e commercio estero									
	Bilancia delle partite correnti			Crescita delle esportazioni in volume ¹			Crescita delle importazioni in volume ¹		
	Media 1990-94	1995	1996	Media 1990-94	1995	1996	Media 1990-94	1995	1996
	in percentuale del PIL			in percentuale					
Cina	1,1	0,2	0,2	17,2	15,3	8,3	13,6	15,1	16,4
India	- 1,2	- 1,4	- 1,4	12,9	22,4	16,9	5,8	23,6	18,9
Altri paesi dell'Asia	0,2	- 1,6	- 3,4	7,6	11,5	3,0	12,9	15,2	6,7
Corea	- 1,1	- 1,9	- 4,4	8,8	24,0	19,1	11,7	21,2	11,9
Hong Kong ²	5,3	- 3,5	- 1,0	- 1,4	1,9	- 8,6	15,8	13,6	4,0
Singapore	11,2	16,9	15,0	15,2	15,7	6,3	12,4	13,0	6,4
Taiwan	4,3	1,9	3,8	5,2	5,8	- 4,8	7,8	8,6	0,8
Filippine	- 4,1	- 2,7	- 4,3	9,1	17,0	18,8	13,4	14,6	24,2
Indonesia	- 2,2	- 3,5	- 4,0	11,1	10,3	4,8	13,8	17,4	10,7
Malaysia	- 5,0	- 8,4	- 7,5	13,9	15,6	13,6	17,9	23,4	17,7
Thailandia	- 6,2	- 8,1	- 8,0	14,8	14,2	- 0,7	13,5	15,9	- 3,6
America latina	- 2,0	- 1,5	- 1,4	6,6	9,5	8,4	13,9	9,5	10,4
Argentina	- 1,7	- 0,9	- 1,4	9,9	17,8	3,2	35,4	- 17,5	25,2
Brasile	0,0	- 2,5	- 3,3	6,0	- 5,5	2,5	14,4	36,7	4,5
Cile	- 1,9	0,2	- 4,1	9,0	7,6	17,4	8,8	24,7	11,1
Colombia	- 0,6	- 5,4	- 5,5	8,1	11,4	11,3	23,7	12,5	2,5
Messico	- 5,9	- 0,2	- 0,6	5,4	24,5	14,7	13,3	- 14,9	20,8
Venezuela	2,4	2,9	10,9	6,6	5,7	3,5	0,5	36,4	- 5,1
Europa orientale	- 1,3	- 3,0	- 6,4	18,8	15,7	4,3	22,3	16,3	15,0
Polonia	- 1,1	- 1,9	- 6,3	19,9	30,8	6,9	18,7	24,5	28,9
Repubblica Ceca	0,8	- 3,4	- 8,6	25,9	5,4	0,6	30,2	23,7	10,1
Ungheria	- 3,6	- 5,6	- 3,9	7,9	8,4	5,8	17,3	- 4,0	2,1
Federazione russa	1,1	3,2	2,7	21,2 ³	7,4	2,2	11,9 ³	- 4,5	3,1
Arabia Saudita	- 13,2	- 4,2	0,1	9,2	1,7	1,8	2,9	12,0	4,8
Israele	- 2,4	- 6,1	- 5,1	7,5	7,6	6,5	12,0	8,9	9,3
Sudafrica	1,3	- 2,1	- 1,6	1,9	2,4	7,8	2,4	10,6	10,5

Nota: i dati relativi al 1996 sono parzialmente stimati.

¹ Esportazioni/importazioni di merci. Per le regioni, media dei paesi indicati ponderata in base al valore in dollari dell'interscambio nel 1990. ² I dati delle partite correnti si riferiscono alla bilancia dei beni e dei servizi non dei fattori e la crescita delle esportazioni in volume si riferisce unicamente alle esportazioni di provenienza interna. ³ Media 1991-94. Tabella III.2

... contrasta con la stagnazione del 1996

Contrariamente alla recessione economica del 1990-93 nei principali paesi industriali, che aveva appena intaccato la crescita delle esportazioni asiatiche, il rallentamento assai meno pronunciato del commercio mondiale lo scorso anno sembra aver avuto su di esse un impatto particolarmente duro (tabella III.2). L'indebolimento delle esportazioni ha suscitato il timore che gli ampi disavanzi correnti emersi nella regione asiatica negli ultimi anni possano essere più difficili da sostenere di quanto previsto.

Tra le cause figurano l'indebolimento del commercio intraregionale...

Tre fattori hanno contribuito in misura rilevante a una più lenta dinamica delle esportazioni. Innanzitutto, il commercio intraregionale, che rappresenta attualmente ben oltre un terzo del totale degli scambi dei paesi (emergenti)

dell'Asia e che in passato aveva dato prova di un'accresciuta resilienza alla debolezza della domanda nei paesi industriali, lo scorso anno ha esercitato un impatto depressivo, essendo rallentata l'attività praticamente in tutta la regione. Per giunta, ciò non ha trovato compensazione altrove, poiché la domanda di importazioni negli Stati Uniti e in Europa si è anch'essa indebolita.

In secondo luogo, il mercato dei prodotti elettronici, in particolare dei semiconduttori, ha conosciuto una grave recessione lo scorso anno, poiché al costante e consistente incremento dell'offerta ha fatto riscontro una stagnazione della domanda, e ciò ha depresso i prezzi. Si valuta, ad esempio, che nel 1996 i prezzi in dollari USA dei semiconduttori siano crollati, con riduzioni fino all'80%, trascinando verso il basso anche i prezzi di altri prodotti elettronici. Numerosi paesi asiatici si erano fortemente specializzati nella fabbricazione di questi prodotti, che rappresentano attualmente tra il 25% (Hong Kong, Taiwan e Thailandia) e il 50% (Singapore) delle esportazioni; in Corea, Malaysia e Singapore, i soli semiconduttori ne costituiscono oltre il 10%. Sebbene abbia determinato un eccesso di offerta lo scorso anno, la presenza delle economie dinamiche dell'Asia sul mercato mondiale dell'elettronica (di cui detengono attualmente una quota prossima al 30%) ha contribuito generalmente ad accrescere la capacità produttiva, rafforzare la concorrenza e ridurre i prezzi, con benefici per i consumatori di tutto il mondo.

Infine, le economie emergenti dell'Asia sono diventate dirette concorrenti del Giappone sui mercati di esportazione e/o nei paesi destinatari degli investimenti giapponesi all'estero indotti dai vantaggi di costo. Poiché molti paesi perseguono una politica di stabilità del cambio rispetto al dollaro USA, il consistente rafforzamento del dollaro sullo yen dalla metà del 1995 ha comportato un significativo apprezzamento della moneta in termini reali e ha ridotto la competitività delle esportazioni. Come appare dalla tabella III.3, negli anni novanta le monete di varie economie, segnatamente Filippine, Hong Kong, Taiwan e Thailandia, hanno mostrato nei confronti del dollaro sia una variazione di lungo periodo sia una volatilità a breve inferiori a quelle delle monete di molti paesi industriali.

È verosimile che si attenuino in futuro gli effetti di molti dei fattori che nel 1996 hanno concorso al rallentamento delle esportazioni. I margini per un ulteriore rafforzamento del dollaro non sono illimitati, il mercato dell'elettronica

... la flessione del mercato dei prodotti elettronici...

... e l'apprezzamento del dollaro USA nei confronti dello yen...

... anche se gli effetti di molti fattori potranno attenuarsi

Stabilità dei tassi di cambio con il dollaro USA ¹ , gennaio 1990–febbraio 1997													
	HK	ID	KR	MY	PH	SG	TH	TW	AU	CA	DE	GB	JP
Variazione tendenziale mensile ²	-0,01	0,32	0,16	-0,11	0,04	-0,35	-0,02	0,03	0,02	0,27	-0,12	0,20	-0,50
Coefficiente di variazione ³	0,2	0,7	3,2	2,5	5,4	2,3	1,0	2,9	5,4	3,2	5,7	6,5	8,7
AU = Australia; CA = Canada; DE = Germania; GB = Regno Unito; HK = Hong Kong; ID = Indonesia; JP = Giappone; KR = Corea; MY = Malaysia; PH = Filippine; SG = Singapore; TH = Thailandia; TW = Taiwan.													
¹ Calcolata sulla base dei tassi di cambio medi mensili (unità di moneta nazionale per dollaro USA). ² Ottenuta regredendo i tassi di cambio su una costante, con il tempo come variabile esplicativa. Il segno meno indica un apprezzamento.													
³ Attorno alla tendenza.													

Tabella III.3

ha dato segni di ripresa a fine anno e in molti paesi asiatici il processo di aggiustamento degli squilibri è ben avanzato. Nondimeno, gli andamenti dello scorso anno indicano che la rapida industrializzazione e il forte orientamento all'esportazione in Asia, in taluni casi sotto la guida delle autorità, possono aver determinato un eccesso di capacità produttiva in alcuni comparti e industrie, il che talvolta contrasta decisamente con le strozzature esistenti altrove. Ciò potrebbe inoltre aver reso vulnerabili le istituzioni finanziarie, che sono fortemente esposte nei settori caratterizzati dall'offerta eccedente (Capitolo VI).

Cina e India

In Cina cala l'inflazione e viene mantenuta la crescita...

L'inflazione in Cina è scesa al 7% alla fine del 1996, mentre la crescita economica è stata mantenuta attorno al 10%. Sullo sfondo di un'inflazione calante, i tassi d'interesse amministrati sono stati ridotti in maggio e nuovamente in agosto. Nondimeno, la politica monetaria è rimasta prudente, giacché i tassi d'interesse reali sono stati mantenuti positivi. Notevoli progressi si sono inoltre conseguiti nella modernizzazione del quadro operativo della politica monetaria, con la costituzione di un mercato interbancario non più soggetto a massimali di tassi d'interesse, la promozione di collocamenti più competitivi di titoli del Tesoro e l'avvio sperimentale di operazioni di mercato aperto. Agli inizi del 1997 sono state ampliate le possibilità di effettuare operazioni di sconto.

... ma si indebolisce la competitività...

Lo yuan è rimasto praticamente stabile rispetto al dollaro, in quanto gli interventi ufficiali hanno incanalato i cospicui afflussi di capitali verso le riserve. Dato il permanere di ampi differenziali d'inflazione con i partners commerciali, l'apprezzamento in termini reali è stato dell'8%, dopo una rivalutazione dell'11½% nel 1995. La continua erosione dei guadagni di competitività ottenuti agli inizi del 1994 (quando è stato abolito il doppio sistema dei cambi) ha considerevolmente contribuito al quasi dimezzamento della crescita delle esportazioni, scesa ad appena l'8½%, e al costante dinamismo delle importazioni.

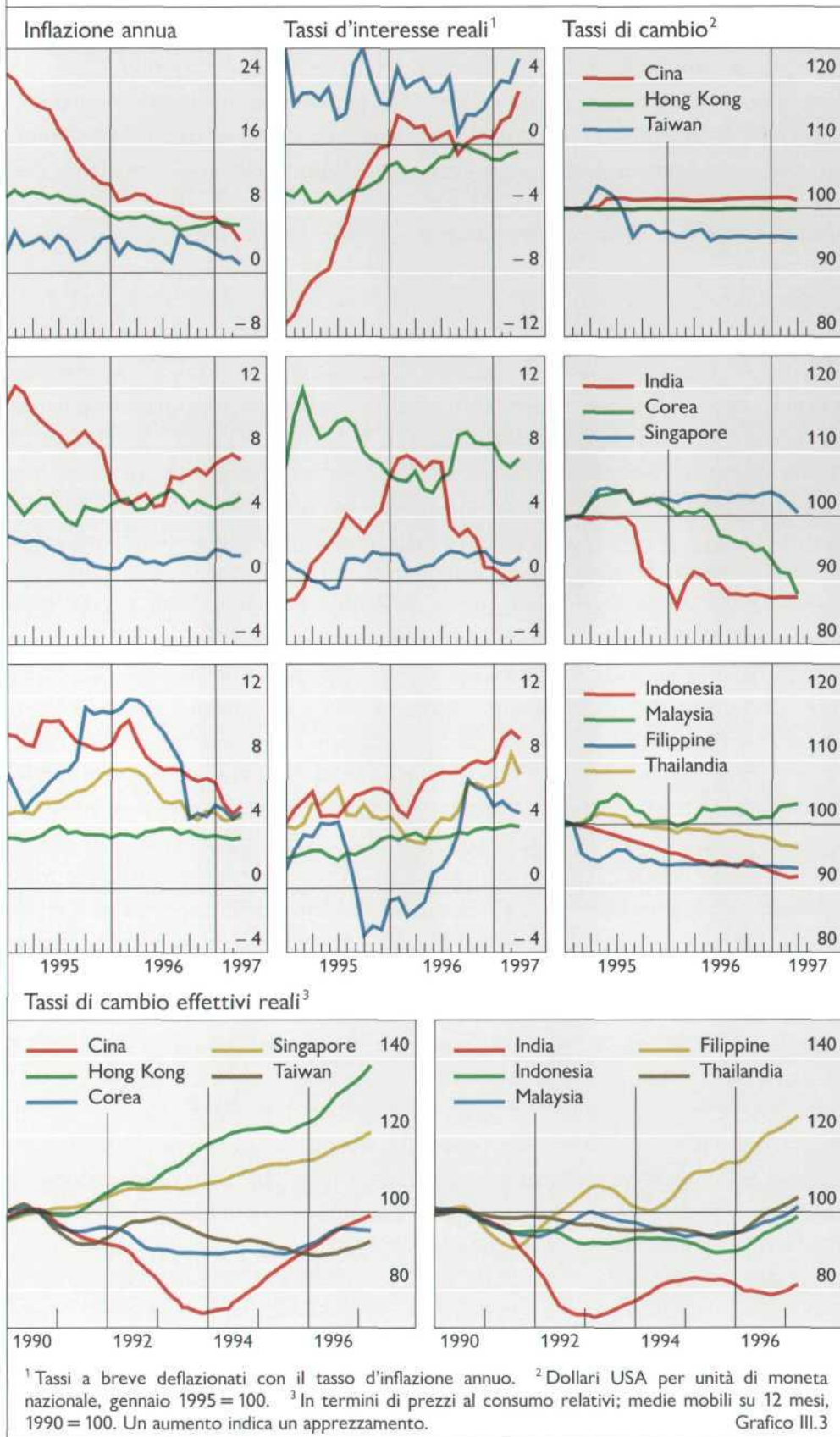
... e appare urgente la riforma del settore delle imprese statali

In Cina ulteriori successi nella gestione della domanda sono subordinati a una riforma del settore delle imprese statali. La riduzione del deficit di queste imprese (pari a quasi il 7% del PIL nel 1995) è un presupposto del risanamento della finanza pubblica. Si stima che le perdite del settore statale siano cresciute lo scorso anno di oltre il 40%, poiché la dinamica delle esportazioni è stata insoddisfacente e la produzione è in gran parte andata a gonfiare le giacenze. Per giunta, la precaria situazione finanziaria delle imprese statali può rendere più difficile la conduzione della politica monetaria. Non soltanto l'imposizione di restrizioni creditizie a tali imprese determina quasi inevitabilmente un aumento dei livelli di indebitamento interaziendale, ma l'effetto di più elevati tassi d'interesse sulla loro situazione finanziaria, nonché sulla qualità del portafoglio prestiti delle banche statali creditrici, potrebbe vincolare la politica monetaria nell'azione di stabilizzazione macroeconomica.

In India la prosecuzione dell'aggiustamento strutturale e di una crescita equilibrata...

In India i progressi conseguiti a partire dal 1991 in materia di apertura agli scambi, liberalizzazione del settore finanziario e riforma fiscale hanno consentito di realizzare un tasso annuo medio di crescita del 6% negli ultimi cinque anni. Nel contempo, è stata ridotta l'inflazione e si sono potuti evitare ampi squilibri esterni. Nel 1996 una più lenta crescita del credito e una favorevole dinamica dei

Inflazione, tassi d'interesse e tassi di cambio in Asia



prezzi hanno consentito un allentamento della politica monetaria e una significativa riduzione dei tassi d'interesse reali. Un alleggerimento delle restrizioni

sulla raccolta di fondi all'estero e l'ulteriore incoraggiamento agli investimenti diretti esteri hanno attratto afflussi di capitali che hanno finanziato un modesto disavanzo corrente, alimentato le riserve e sostenuto un cambio rupia/dollaro relativamente stabile.

... dipende dalla
riforma del
settore pubblico

Sebbene negli ultimi anni l'economia abbia mostrato una crescita assai più solida, per colmare il divario con altri paesi asiatici sarà necessario accrescere il risparmio interno e, in particolare, contenere il risparmio negativo del settore pubblico. Nonostante la lieve contrazione dello scorso esercizio finanziario, il deficit dell'amministrazione centrale è rimasto a un livello ragguardevole (5% del PIL). Allo squilibrio finanziario hanno parimenti contribuito altre componenti del settore pubblico, tra cui le imprese statali. Benché le attuali proposte di bilancio favoriscano una contrazione del deficit, un sostegno ancora maggiore deriverebbe dalla crescita addizionale verosimilmente indotta da un proseguimento degli sforzi per riformare il sistema fiscale, la pubblica amministrazione e il diritto del lavoro, razionalizzare le politiche di sovvenzione statale, promuovere la concorrenza, nonché potenziare e utilizzare in modo migliore l'infrastruttura economica del paese.

Altre economie dell'Asia

Anche il rallenta-
mento della
crescita in
Corea...

Nel 1996 l'orientamento delle politiche interne della Repubblica di Corea è rimasto prudente in presenza di un rallentamento della crescita (fino al 7%) e di un ulteriore ampliamento del disavanzo corrente (fino al 4½% del PIL). Il bilancio statale è rimasto in pareggio, giacché gli incrementi della spesa sono stati compensati dalle misure intese ad allargare la base impositiva. L'inflazione è rimasta stabile attorno al 5% per tutto il 1996, ma la politica monetaria è stata lievemente allentata. La perdita di slancio dell'economia e la concomitante vulnerabilità del settore creditizio hanno esercitato pressioni al ribasso sul cambio: il won si è deprezzato del 7% rispetto al dollaro nel secondo semestre 1996 e di un ulteriore 5% nel primo trimestre di quest'anno. Il ritorno a ritmi sostenuti di crescita dipenderà dall'efficace introduzione di riforme strutturali. Fra gli obiettivi fondamentali figurano una maggiore concorrenza sui mercati dei beni (dopo decenni di pesanti interventi statali), nonché la riforma del mercato del lavoro. Inoltre, è importante che vengano proseguiti gli sforzi per deregolamentare il sistema finanziario interno e allentare le restrizioni sui flussi di capitali e sugli scambi nel settore dei servizi finanziari.

... richiede riforme
strutturali

Taiwan

Lo scorso anno anche l'economia di Taiwan è stata caratterizzata da una lenta crescita delle esportazioni e dalla debolezza degli investimenti privati. In presenza di una crescita economica scesa al disotto del 6%, l'inflazione è rimasta contenuta e l'avanzo corrente si è ampliato. Nondimeno, nel corso dell'anno un allentamento delle politiche monetaria e fiscale ha contribuito a una progressiva ripresa della produzione manifatturiera e a una forte ascesa dei corsi azionari. Dalla fine del 1996 le condizioni finanziarie sono nuovamente diventate più restrittive.

Hong Kong

Nel primo semestre 1996 la decelerazione dell'economia di Hong Kong si è arrestata grazie al rafforzamento delle esportazioni di servizi, dei consumi privati e degli investimenti nel settore immobiliare. Con una domanda interna in ripresa e una liquidità sostenuta da continui afflussi di capitali, l'inflazione dei

prezzi al consumo è risalita a poco meno del 7% alla fine del 1996 e i prezzi delle proprietà immobiliari sono lievitati (Capitolo VI).

Poiché l'economia di Singapore è fortemente rallentata, le spinte inflazionistiche sono rimaste modeste e la domanda di importazioni è diminuita, mantenendo così un ampio avanzo corrente. La tendenza al costante apprezzamento del cambio, che aveva caratterizzato la prima metà degli anni novanta, si è interrotta a metà 1995, quando il tasso di cambio tra il dollaro di Singapore e il dollaro USA si è stabilizzato su un valore prossimo a 1,40.

Singapore

L'Indonesia e la Malaysia hanno entrambe adottato un orientamento delle politiche maggiormente restrittivo nell'ultimo anno e mezzo per contrastare l'incipiente surriscaldamento dell'economia. Poiché la crescita in Indonesia è accelerata, superando l'8% nel 1995, l'inflazione ha quasi raggiunto il 10% e il disavanzo corrente si è ampliato fino al 3½% del PIL. La crescita ancor maggiore in Malaysia ha determinato condizioni assai tese sul mercato del lavoro e uno dei più alti squilibri correnti della regione (8½% del PIL). Le politiche monetarie restrittive in atto dalla fine del 1995 hanno condotto a un aumento dei tassi d'interesse reali in entrambi i paesi. In risposta al conseguente forte aumento degli afflussi di capitali, l'Indonesia ha progressivamente ampliato la banda di oscillazione del cambio nel corso del 1996. Ciò ha comportato un'accresciuta volatilità del rapporto rupia/dollaro attorno a un valore di trend maggiormente stabile e un significativo apprezzamento in termini reali (7% in ragione annua). In ambedue i paesi sono stati adottati modesti provvedimenti per mantenere la leggera eccedenza del bilancio statale. Di conseguenza, la crescita è rallentata, sebbene il disavanzo con l'estero sia rimasto ampio.

Aggiustamenti
in Indonesia
e Malaysia

In Thailandia la debole espansione delle esportazioni e la fragilità del settore finanziario avevano reso più difficoltosa la correzione del surriscaldamento dell'economia nella prima metà degli anni novanta. Nel 1996 la politica monetaria più stringente è riuscita a rallentare la domanda interna e la crescita delle importazioni, ma non è stato possibile riassorbire il disavanzo corrente a causa della stagnazione delle esportazioni. Una caduta dei prezzi nel settore immobiliare, un forte indebolimento del mercato azionario e il rallentamento dell'economia hanno parimenti creato difficoltà al settore finanziario (questo aspetto è trattato più approfonditamente nel Capitolo VI). Ciò ha reso problematica la manovra della politica monetaria, dal momento che gli alti tassi d'interesse hanno acuito la vulnerabilità del settore finanziario, pur essendo nel contempo necessari per incentivare ulteriormente gli investitori esteri a finanziare l'ampio disavanzo corrente. Di fatto, nel secondo semestre 1996 e agli inizi del 1997, il baht è stato più volte oggetto di pressioni al ribasso. Per preservare la fiducia degli investitori e proteggere un'economia fortemente indebitata verso l'estero, le autorità hanno mantenuto fermo il loro impegno a una politica di stretto ancoraggio a un paniere con predominanza del dollaro USA, sorretta da differenziali di tassi d'interesse positivi nonché da interventi ufficiali.

Rallentamento
della crescita...

... e problemi nel
settore finanziario
in Thailandia

Lo scorso anno le Filippine sono state una delle poche economie asiatiche la cui crescita è accelerata. La liberalizzazione economica, la deregolamentazione finanziaria e le riforme fiscali degli ultimi anni hanno contribuito a un incremento della crescita fino a quasi il 6% nel 1996. L'aumento delle esportazioni, sebbene sia rimasto forte, è stato superato da quello delle importazioni,

Filippine

cosicché il disavanzo corrente è salito al 4% del PIL. La rapidissima espansione del credito, alimentata per lo più da massicci afflussi di capitali, è stata contrastata innalzando i tassi d'interesse reali a breve. Purtuttavia, nel quadro di una politica volta a ridurre al minimo gli interventi sul cambio peso/dollaro, esistono limiti al grado di restrizione che la politica monetaria può di per sé introdurre.

Medio Oriente e Africa

Arabia Saudita

L'austerità fiscale perseguita in Arabia Saudita negli ultimi due anni, nonché l'incremento dei prezzi del petrolio, hanno favorito una ripresa della crescita a un tasso d'inflazione moderato e con una bilancia corrente in equilibrio. Per contro, gli andamenti economici in Israele hanno registrato un deterioramento nel 1996, dal momento che l'ampliarsi del disavanzo fiscale (interno) fino al 5% del PIL ha determinato un'eccessiva espansione della domanda e un'accelerazione dell'inflazione agli inizi del 1996. È stato quindi necessario un deciso inasprimento della politica monetaria, con un rialzo dei tassi d'interesse a metà anno a livelli che hanno fortemente perturbato i mercati azionari e obbligazionari. In aggiunta, i consistenti afflussi di capitali attratti dagli alti tassi d'interesse hanno reso difficile la manovra del cambio all'interno della fascia obiettivo. Un cambio più forte di quello programmato non solo ha contribuito a indebolire la competitività, già penalizzata dalla rapida crescita salariale, ma ha anche richiesto massicci interventi ufficiali agli inizi del 1997.

Israele

Accelerazione
della crescita
in Africa

Nel 1996 la crescita in Africa è accelerata fino al 5%, in quanto gli sforzi di aggiustamento strutturale hanno prodotto crescenti risultati e coinvolto un più vasto numero di paesi. La crescita è stata ancora una volta forte nei paesi dell'area CFA, dove la svalutazione del 1994 aveva consentito di sostenere le riforme economiche. Inoltre, in paesi come Kenya, Malawi, Uganda e Zimbabwe, che hanno adottato politiche intese ad aprire l'economia, a consolidare la finanza pubblica e a modernizzare i mercati dei capitali, sono stati registrati tassi di crescita incoraggianti.

Repubblica
Sudafricana

Nella Repubblica Sudafricana lo scorso anno le turbolenze sul mercato dei cambi hanno contribuito alla relativa debolezza della crescita e a una ripresa dell'inflazione. Agli inizi del 1996 una riduzione degli afflussi di capitali, un ampliamento del disavanzo corrente e l'esiguità delle riserve internazionali hanno provocato un forte deprezzamento del rand e un deciso inasprimento della politica monetaria. Inoltre, sono stati realizzati progressi nel promuovere una più rigorosa disciplina di bilancio. Sul finire del 1996 queste politiche erano riuscite ad arrestare il deterioramento della bilancia corrente e a riconquistare la fiducia degli investitori.

Stabilità dei prezzi e competitività nelle economie emergenti

Il perseguimento
dell'equilibrio
interno ed
esterno ...

Nella ricerca di una crescita sostenuta le economie emergenti sono soggette ad alcuni vincoli. Innanzitutto deve essere mantenuto l'equilibrio interno, cosicché l'espansione della domanda interna non sopravanzi l'offerta, determinando un

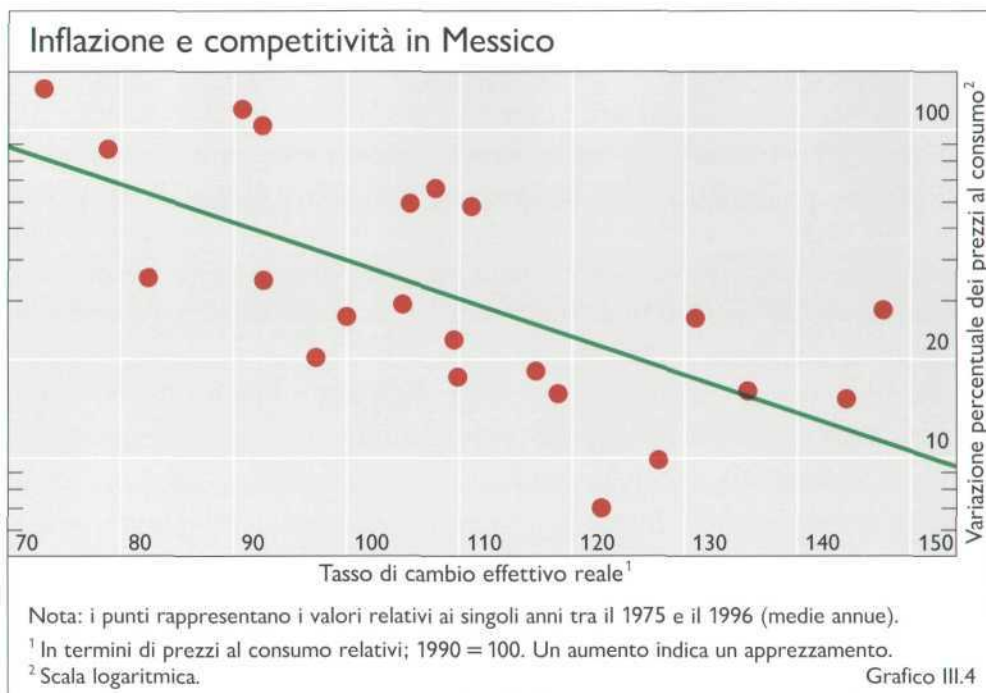
incremento dell'inflazione, instabilità macroeconomica e incertezze che frenano lo sviluppo e gli investimenti futuri. In secondo luogo, deve essere preservato un buon andamento degli scambi con l'estero, sia per evitare problemi destabilizzanti per la bilancia dei pagamenti sia per garantire che le esportazioni continuino a essere un fattore determinante del processo di crescita e di sviluppo.

Come si è osservato in precedenza, la politica monetaria può svolgere un ruolo primario nel controllo della domanda aggregata. In molte economie emergenti il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è stato tuttavia fortemente influenzato dai progressi realizzati verso la liberalizzazione del mercato finanziario interno e dei movimenti di capitali con l'estero. Tali progressi, se da un lato hanno migliorato le prospettive di una più alta efficienza e crescita, potrebbero altresì aver reso più complesso l'impiego della politica monetaria al fine di conseguire simultaneamente obiettivi di equilibrio interno ed esterno. In particolare, in un contesto di elevata mobilità dei capitali, una stretta monetaria con finalità antinflazionistiche attirerà afflussi di capitali che determineranno un temporaneo apprezzamento del cambio. Ciò rafforza le pressioni al ribasso sull'inflazione, ma potrebbe anche produrre un'indesiderata perdita di competitività e un deterioramento della posizione esterna nonostante l'influenza moderatrice della più debole domanda interna sulle importazioni.

Queste considerazioni mostrano che vi possono essere rilevanti incompatibilità, quanto meno a breve e medio termine, tra l'obiettivo di contenimento dell'inflazione e un andamento positivo dei conti con l'estero. Una politica monetaria restrittiva può ridurre l'inflazione, ma con il rischio di un apprezzamento del cambio e di più ampi squilibri esterni. Per converso, un tasso di cambio fortemente competitivo può spingere verso l'alto l'inflazione.

... e la diversa efficacia della politica monetaria in un contesto finanziario liberalizzato ...

... possono determinare conflitti tra le politiche



Il nesso tra inflazione e competitività a medio termine...

È ben noto che una svalutazione una tantum del tasso di cambio *nominale* può determinare un *temporaneo* rialzo dell'inflazione. È altrettanto vero, però, che mantenere il tasso di cambio *reale* a un livello deprezzato sul lungo periodo può produrre un *durevole* incremento dell'inflazione. Una svalutazione del cambio nominale fa salire i prezzi interni, sia perché aumenta il costo delle importazioni in moneta nazionale sia perché determina uno spostamento della domanda dai beni importati a quelli di produzione interna. In assenza di ulteriori svalutazioni nominali, tali incrementi dei prezzi interni agiscono nel senso di neutralizzare l'iniziale deprezzamento in termini reali, ripristinando così il livello originario del cambio reale. Di conseguenza, il mantenimento del cambio reale a un livello deprezzato può richiedere continue svalutazioni nominali. Il conseguente sempre maggiore deprezzamento del cambio nominale si traduce verosimilmente in un sempre maggiore tasso d'inflazione interna. Ad esempio, il grafico III.4 mostra la forte correlazione negativa tra il tasso d'inflazione e il livello del cambio reale in Messico negli ultimi due decenni.

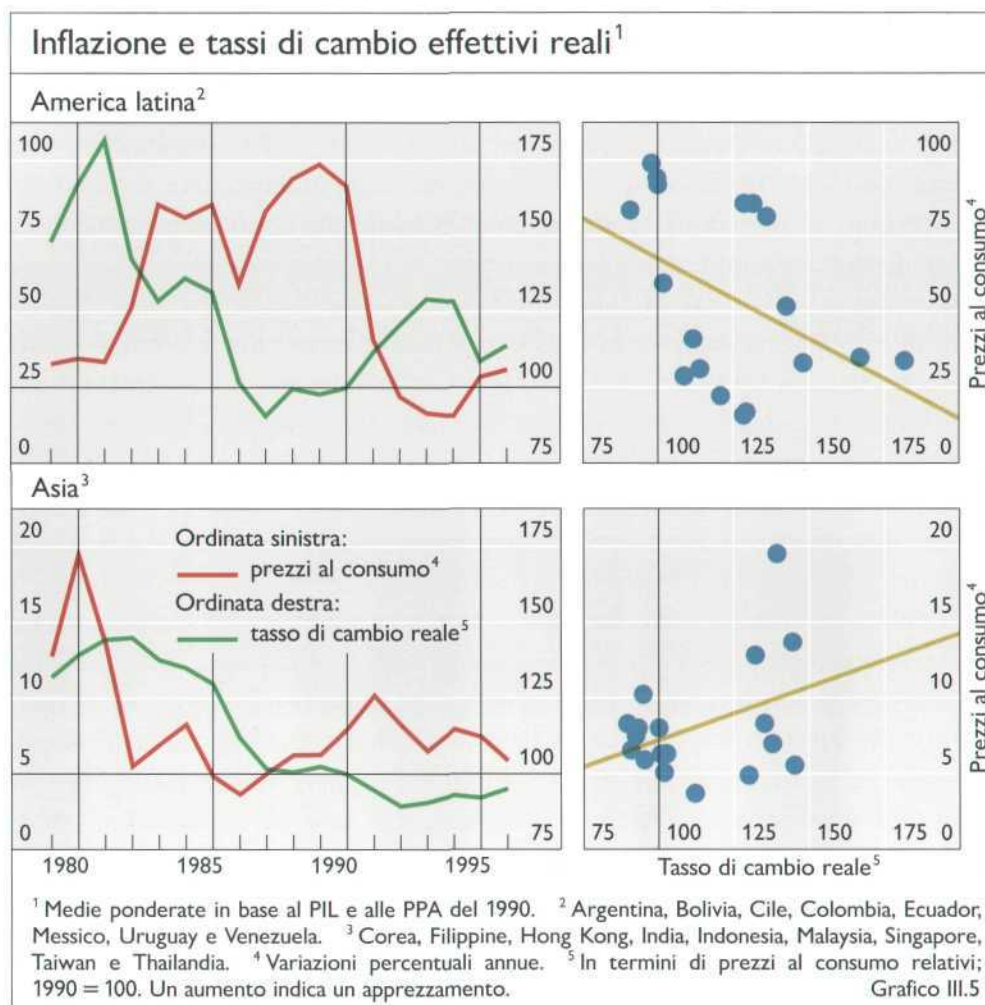
... e a lungo termine

Nel lungo periodo, ovviamente, i rapporti antitetici tra contenimento dell'inflazione e competitività saranno meno netti. I movimenti dell'inflazione interna e dei pagamenti con l'estero agiranno nel senso di riportare i cambi reali al valore di equilibrio, mentre la traslazione dell'inflazione passata nelle aspettative future attenuerà il nesso tra inflazione e tasso di cambio reale. A breve e medio termine, però, le variazioni dell'inflazione e della competitività possono avere profonde ripercussioni sull'equilibrio esterno e sugli andamenti economici complessivi, come mostra la recente esperienza di disinflazione, apprezzamento reale, deterioramento della bilancia corrente e conseguente crisi finanziaria in Messico.

Il trade-off anti-tetico tra inflazione e competitività appare più marcato in America latina...

La relazione tra la dinamica dell'inflazione e della competitività appare peraltro più stretta in alcune economie che in altre (grafico III.5). In America latina le incompatibilità a breve termine tra il perseguimento della stabilità dei prezzi e il mantenimento della competitività esterna sono state particolarmente evidenti. All'insorgere della crisi debitoria dei primi anni ottanta, molti paesi dell'America latina avevano fortemente svalutato la moneta per ridurre gli ampi disavanzi correnti, contribuendo in tal modo a un'impennata dell'inflazione. In risposta, alcuni di essi hanno quindi deciso di rendere fissi i cambi nominali. Ciò ha determinato una decisa riduzione dei tassi d'inflazione, ma poiché questi, almeno in un primo tempo, hanno continuato a rimanere al di sopra dei livelli internazionali, i cambi reali si sono fortemente apprezzati. In Messico, tale apprezzamento si è rivelato insostenibile e una massiccia svalutazione nel 1994 ha determinato un'impennata dei tassi d'inflazione nel 1995 e 1996.

In sintesi, il baricentro della politica macroeconomica in America latina ha avuto la tendenza a oscillare tra la disinflazione, a scapito della competitività esterna, e la riduzione degli squilibri esterni, a scapito della stabilità dei prezzi interni, a seconda di quale di questi due obiettivi apparisse più pressante al momento. Per contro, le politiche macroeconomiche in Asia hanno mostrato maggiore coerenza e le ripercussioni negative di provvedimenti specifici sono state meno evidenti. Come in America latina, in Asia i tassi reali di cambio si sono fortemente deprezzati negli anni ottanta. In taluni paesi, tra cui Corea, Filippine, Malaysia e Thailandia, la svalutazione era necessaria per ridurre



l'ampissimo disavanzo corrente. L'ulteriore deprezzamento in termini reali dopo il 1985 è in parte riconducibile alla perdita di valore del dollaro USA rispetto alle altre principali monete, giacché molti paesi asiatici avevano ancorato le loro valute al dollaro.

Contrariamente a quanto avvenuto in America latina, però, l'impatto inflazionistico della svalutazione è stato in Asia relativamente contenuto. I tassi d'inflazione asiatici, pur essendo moderatamente saliti tra il 1986 e il 1991, come risulta dal grafico III.5, sono rimasti ben al disotto dei livelli medi dei primi anni ottanta. Inoltre, sempre a differenza dell'America latina, il deprezzamento reale del cambio negli anni ottanta non è stato drasticamente neutralizzato negli anni novanta, nonostante un modesto apprezzamento in termini reali dopo il 1992. Per proteggere la vitalità dei settori di esportazione molti paesi asiatici hanno contrastato consistenti apprezzamenti delle proprie monete, malgrado le forti spinte al rialzo determinate dai massicci afflussi di capitali. Di fatto, potrebbe essere stata proprio l'assenza di una significativa reattività dell'inflazione al cambio a rendere possibile questo approccio di politica.

I dati riportati nel grafico III.5 forniscono una prova puramente indicativa della differenza del rapporto di fondo tra competitività e inflazione nelle due regioni. Una più precisa determinazione della sensibilità dell'inflazione alle variazioni del cambio reale, basata sul rapporto stimato tra tasso d'inflazione e livello

... che in Asia

Sensibilità stimata dell'inflazione al tasso di cambio reale...

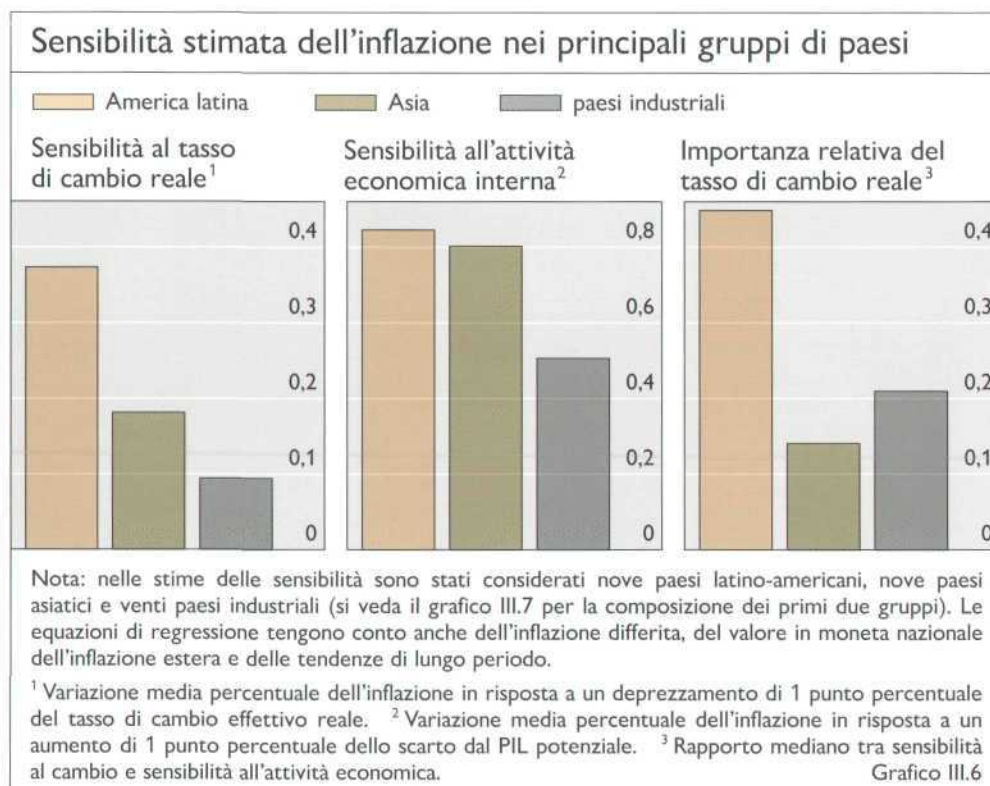
del cambio reale in 38 paesi, è fornita nel riquadro sinistro del grafico III.6. I risultati confermano che l'inflazione, nel breve periodo, è stata mediamente più reattiva al livello del cambio reale in America latina che in Asia, sebbene l'inflazione asiatica, a sua volta, abbia dimostrato una maggiore sensibilità al cambio rispetto ai paesi industriali.

Anche la sensibilità stimata dell'inflazione alle variazioni dell'attività economica interna, indicata nel riquadro centrale del grafico III.6, sarebbe stata superiore in America latina rispetto ai paesi asiatici e ai paesi industriali. Tali stime, unitamente a quelle sopra descritte, evidenziano come l'inflazione sia in genere più sensibile agli shock in America latina che in altri gruppi di paesi, indipendentemente dal fatto che tali shock siano riconducibili a fattori interni o esterni (verosimilmente, gli stessi shock fiscali, monetari o legati alle ragioni di scambio sono stati più forti in America latina che in altre regioni). Tuttavia, rispetto all'Asia e ai paesi industriali, l'inflazione latino-americana ha risentito in misura sproporzionata delle variazioni della competitività del cambio. Nel riquadro destro del grafico la sensibilità stimata dell'inflazione al tasso di cambio reale è posta in rapporto alla sensibilità stimata all'attività interna. Tale rapporto, che misura l'impatto relativo del cambio reale sull'inflazione rispetto a quello dell'attività interna, è stato anch'esso più alto in America latina che nelle altre regioni. Ciò desta sorpresa, dal momento che ci si aspetterebbe che i prezzi nei paesi asiatici, maggiormente aperti al commercio internazionale, fossero quelli più sensibili ai tassi di cambio.

Non sono chiare le ragioni precise per cui il processo inflazionistico sarebbe stato più sensibile al tasso di cambio reale in una regione piuttosto che in un'altra. La spiegazione potrebbe risiedere in gran parte nel fatto che livelli di inflazione continuativamente elevati, una volta radicati nella psicologia e nei

... più elevata in
America latina

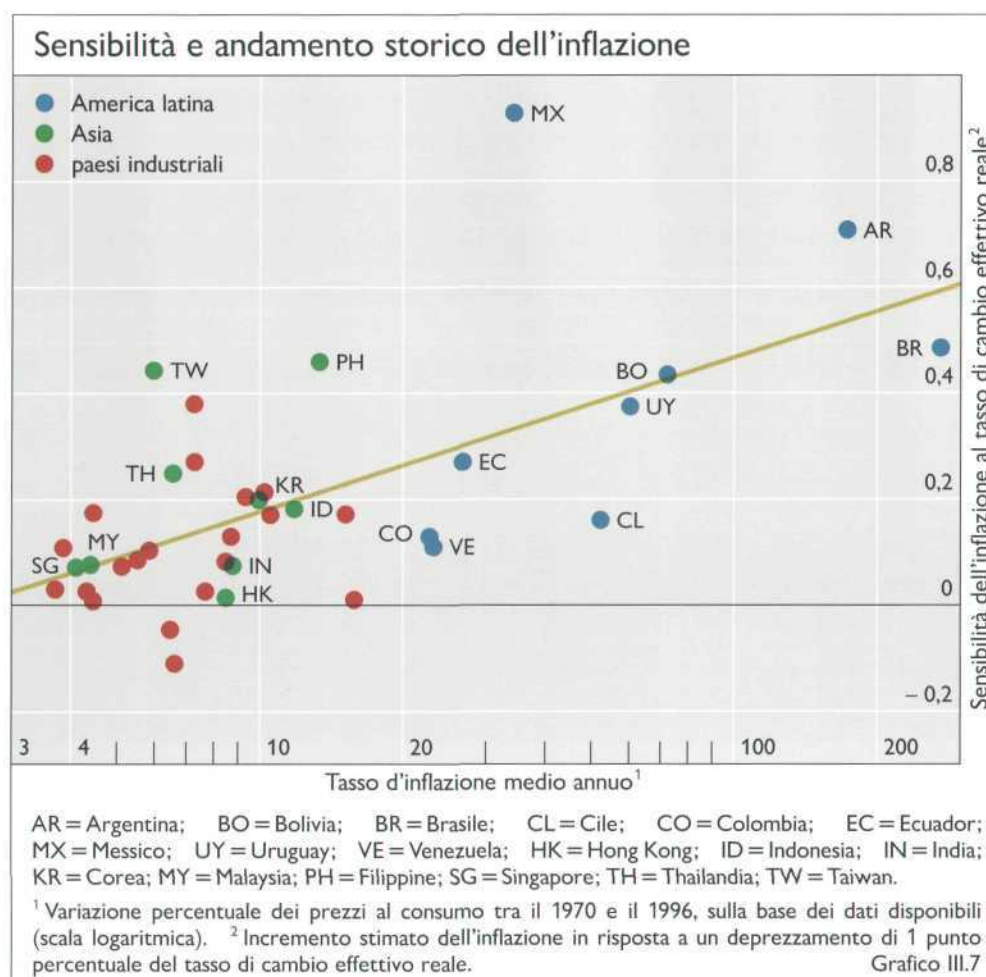
Importanza dell'in-
flazione storica...



meccanismi di formazione dei salari e dei prezzi, possono di per sé accrescere la sensibilità dell'inflazione a successivi shock inflazionistici. Quando l'inflazione è elevata e variabile, i contratti di lavoro tendono ad avere una durata più breve, i prezzi vengono rivisti più spesso e le aspettative sull'inflazione futura assumono un ruolo più importante nella determinazione dei salari e dei prezzi correnti. In siffatte circostanze i fattori che tendono a segnalare l'incremento dei prezzi provocheranno probabilmente una reazione inflazionistica più immediata di quanto non avverrebbe in un contesto di bassa inflazione. Il tasso di cambio ha un ruolo particolarmente importante al riguardo, in quanto costituisce l'indicatore più visibile, e modificato con maggiore frequenza, dei futuri movimenti dei prezzi aggregati. In effetti, il grafico III.7 evidenzia che quanto più elevato è il tasso d'inflazione medio di un paese, tanto maggiore è la sensibilità stimata dell'inflazione al tasso di cambio reale. Alla fine degli anni settanta, per ragioni che restano incerte, in America latina l'inflazione era già più alta e più profondamente radicata di quanto non lo fosse in Asia. Il tasso d'inflazione notevolmente più elevato allora presente in America latina può quindi spiegare in larga misura la diversa relazione tra inflazione e competitività nelle due regioni osservata negli anni ottanta e novanta.

... sul grado di sensibilità agli shock...

Il ruolo dell'inflazione passata nel determinare il corso dell'inflazione futura evidenzia un elemento di instabilità insito nel processo inflazionistico: dal momento che gli shock inflativi acquiscono la sensibilità agli shock futuri, esiste il



rischio che una serie di shock avversi possa innescare una rapida spirale inflazionistica. Ed è tale rischio che rende così importante l'abbattimento dell'inflazione e il suo mantenimento a livelli bassi per lunghi periodi.

... e sul processo di disinflazione

Purtroppo, quanto più stretta è la correlazione tra inflazione e competitività, tanto più difficile è ridurre l'inflazione in misura significativa senza rischiare un grave deterioramento dei conti con l'estero. In Messico, nel periodo 1988–1994, la disinflazione è stata accompagnata da un forte apprezzamento reale, da un ampliamento dei disavanzi correnti e, infine, da una crisi finanziaria. Anche in Argentina, durante i primi anni novanta, la disinflazione ha prodotto un apprezzamento in termini reali e un ampliamento del disavanzo esterno e, dopo la crisi del Messico, soltanto un drastico inasprimento delle politiche fiscali ha potuto ridurre tali squilibri, ristabilire la fiducia e mantenere il programma di stabilizzazione basato sul cambio.

Riforme strutturali per attenuare le incompatibilità di breve periodo

Tali considerazioni sottolineano quanto le riforme strutturali siano essenziali per attenuare il conflitto a breve termine tra il conseguimento della stabilità dei prezzi e la competitività. Le misure tese ad accrescere la concorrenza, liberalizzare gli scambi, rendere più flessibili i mercati del lavoro e rafforzare la disciplina di bilancio, ad esempio, possono contribuire a ridurre l'inflazione per un determinato livello del cambio reale. Similmente, le riforme che favoriscono l'efficienza e accrescono il risparmio privato, tra cui la privatizzazione e la liberalizzazione finanziaria, possono determinare sia un maggiore dinamismo delle esportazioni che una contrazione della domanda di importazioni, consentendo in tal modo l'apprezzamento del cambio in termini reali senza un conseguente deterioramento della bilancia corrente e un maggiore indebitamento verso l'estero. Infine, alcuni paesi hanno scelto di rimuovere in modo graduale i controlli sui movimenti di capitali allo scopo di preservare una certa flessibilità delle politiche, sebbene non sia chiaro quale efficacia tali controlli possano avere in assenza di fondamentali riforme strutturali.

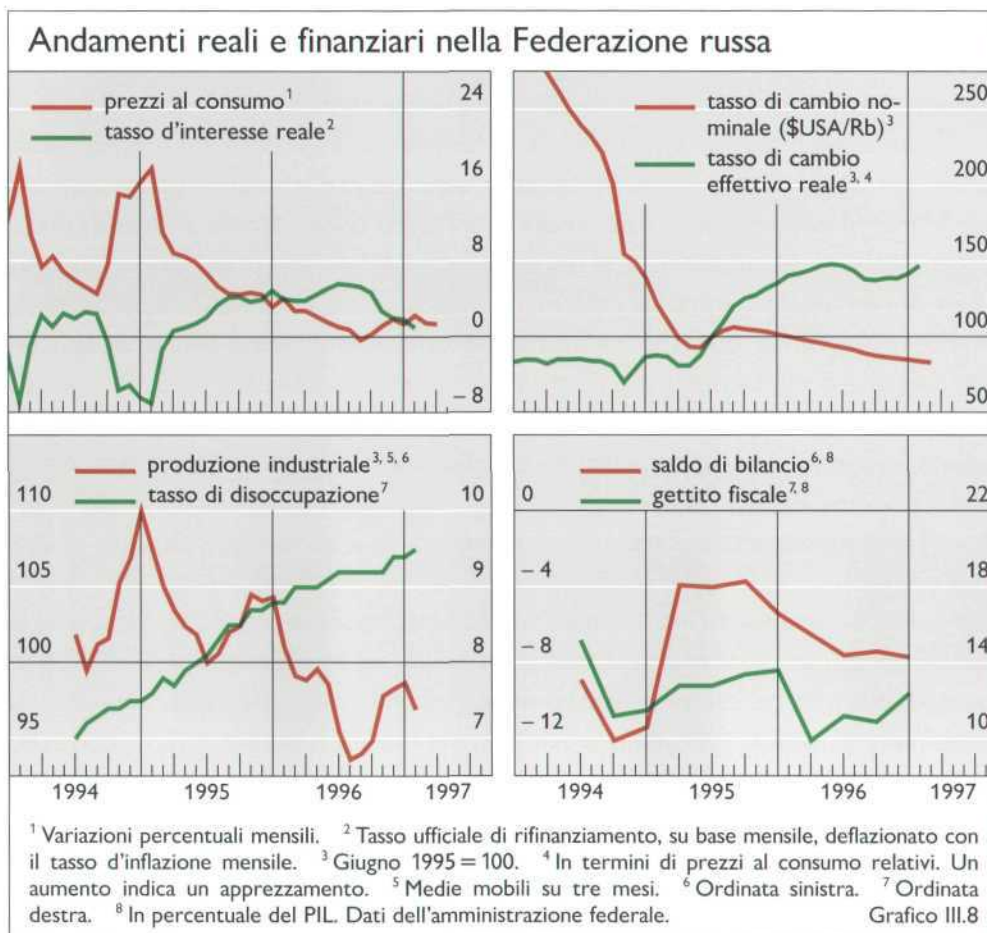
Recenti andamenti nelle economie in transizione

Attività debole in Russia, nonostante l'inflazione calante, a causa...

In Russia la crescita non ha registrato una ripresa, come molti si attendevano agli inizi del 1996 e di fatto, secondo i dati ufficiali, lo scorso anno il prodotto è calato ancora del 6%. Nondimeno, alcuni progressi si sono consolidati, in particolare l'ulteriore flessione dell'inflazione annua, che agli inizi del 1997 è scesa al disotto del 20%. L'accresciuta stabilità dei prezzi è essenzialmente attribuibile all'introduzione della fascia di cambio del rublo nel 1995, che ha consentito di ancorare a un livello più basso le aspettative di inflazione.

... dell'inadeguatezza della gestione aziendale...

La mancanza di soddisfacenti risultati economici può essere dovuta ai tuttora modesti progressi realizzati nell'attuare la riforma strutturale. Sebbene le privatizzazioni siano proseguite, e oggi il 75% delle grandi imprese statali e il 50% delle piccole imprese siano nelle mani dei privati, spesso il nuovo assetto societario non ha fornito adeguati incentivi (in particolare attraverso credibili vincoli di bilancio) atti a incoraggiare una buona gestione e un maggiore dinamismo nel settore delle imprese. Queste hanno continuato ad accumulare arretrati in conto salari e imposte, nonché crediti reciproci involontari. Il trafugamento clandestino dei beni aziendali è un fenomeno tuttora diffuso.



Sullo sfondo di un quadro normativo inadeguato e di scarsi incentivi a un'efficiente gestione, i portafogli bancari contengono ancora consistenti crediti in sofferenza. Al fine di limitare l'ondata di fallimenti bancari, la banca centrale ha continuato a erogare anticipazioni su titoli a tasso ridotto alle istituzioni ancora ritenute solvibili e a rafforzare i bilanci bancari attraverso la vendita di buoni del Tesoro ad alto rendimento. Sono state gradualmente revocate le autorizzazioni alle banche insolventi.

Lo scorso anno il disavanzo federale è salito al 7½% del PIL, nonostante un'ulteriore soppressione dei capitali di spesa, per cui solo il 75% circa degli stanziamenti per il 1996 è stato effettivamente impiegato. Molti servizi pubblici essenziali non sono stati forniti oppure non sono stati pagati. All'origine di tale situazione vi è la difficoltà nel reperire entrate fiscali sufficienti a finanziare la spesa. L'inadeguatezza dell'apparato sanzionatorio ha incoraggiato l'evasione fiscale: soltanto il 17% dei contribuenti ha adempiuto integralmente e puntualmente ai propri obblighi fiscali. In parte, l'esiguità del gettito riflette anche uno spostamento delle attività e delle risorse da una sfera ufficiale, soggetta a tassazione, a un'economia sommersa che sfugge all'imposizione. Nel 1996 e agli inizi del 1997 i problemi dell'amministrazione fiscale sono stati parzialmente la causa di vari differimenti nell'erogazione di singole tranches del finanziamento di \$10 miliardi concesso dal FMI nel marzo 1996.

La crescita nella maggior parte delle principali economie dell'Europa orientale si è mantenuta quasi ai livelli del 1995. L'espansione della domanda

... della fragilità del settore finanziario ...

... e del cattivo stato delle finanze pubbliche

Andamenti nell'Europa orientale

interna, sostenuta dall'incremento dei salari reali e da cospicui investimenti, è stata dell'8 e 10% rispettivamente nella Repubblica Ceca e in Polonia, e ancora maggiore nella Repubblica Slovacca. In Ungheria, invece, la domanda interna è stata debole per effetto anche della flessione dei salari reali. La crescita è scesa anche in Romania, mentre in Bulgaria il prodotto ha segnato una caduta dell'11%.

Nella maggior parte dei paesi, al vigore della domanda interna ha fatto riscontro una debolezza della domanda di esportazioni, soprattutto quella proveniente dall'Unione europea. Le pressioni relative della domanda sono state amplificate da perdite di competitività nella Repubblica Ceca, nella Repubblica Slovacca e in Polonia. Ne è conseguito un netto rallentamento della crescita di esportazioni, mentre le importazioni si sono mantenute in forte espansione, determinando così un significativo ampliamento dei disavanzi correnti. L'Ungheria, per contro, ha ridotto il disavanzo corrente a circa il 4% del PIL, dal momento che la debolezza della domanda ha frenato la crescita delle importazioni.

Sfide di politica
economica nella
regione

L'Europa orientale è posta di fronte a due importanti sfide. In primo luogo, nonostante l'accresciuta redditività e una più solida base di capitale, in molti paesi il settore finanziario è rimasto vulnerabile a causa del diffuso controllo statale esercitato sulle banche, dell'elevata quota dei crediti in sofferenza e dell'inadeguatezza dell'apparato gestionale, soprattutto nelle banche più piccole. Secondariamente, con il progredire della transizione verso un sistema di libero mercato, possono evidenziarsi incompatibilità tra gli obiettivi macroeconomici (come illustrato nella sezione precedente). In Ungheria e Polonia l'inflazione è scesa al disotto del 20% e ulteriori flessioni potrebbero richiedere un più lento deprezzamento del cambio, al prezzo di una minore competitività delle esportazioni nel medio periodo, o una più lenta crescita della domanda aggregata e del prodotto. Nella Repubblica Ceca e nella Repubblica Slovacca l'inflazione è relativamente bassa, mentre gli squilibri esterni sono diventati motivo di preoccupazione. Tale situazione può richiedere un ulteriore inasprimento fiscale per frenare la domanda (come nella Repubblica Ceca nell'aprile 1997), una decisa moderazione salariale oppure un deprezzamento del cambio che comporta il rischio di un certo rialzo dell'inflazione nell'immediato futuro.

Regimi di "currency board"

Di fronte a una corsa al ritiro di depositi bancari, al collasso del cambio, all'impennata dell'inflazione e alla caduta dell'attività produttiva, la Bulgaria ha deciso l'introduzione a metà 1997 di un regime di "currency board", come avevano fatto negli ultimi anni Estonia e Lituania. Anche la Bosnia-Erzegovina sta valutando tale possibilità, mentre la Lettonia ha già adottato un sistema monetario simile. Il Piano di convertibilità introdotto in Argentina nel 1991 costituisce l'esempio più notevole di "currency board" adottato al di fuori delle economie in transizione.

Principi del
"currency board"

Una rigorosa applicazione dei principi di un "currency board" richiede il rigido ancoraggio del cambio a una moneta di riserva, l'emissione di base monetaria unicamente a fronte di un equivalente ammontare di valuta estera e il divieto di finanziamenti da parte della banca centrale. La maggior parte dei

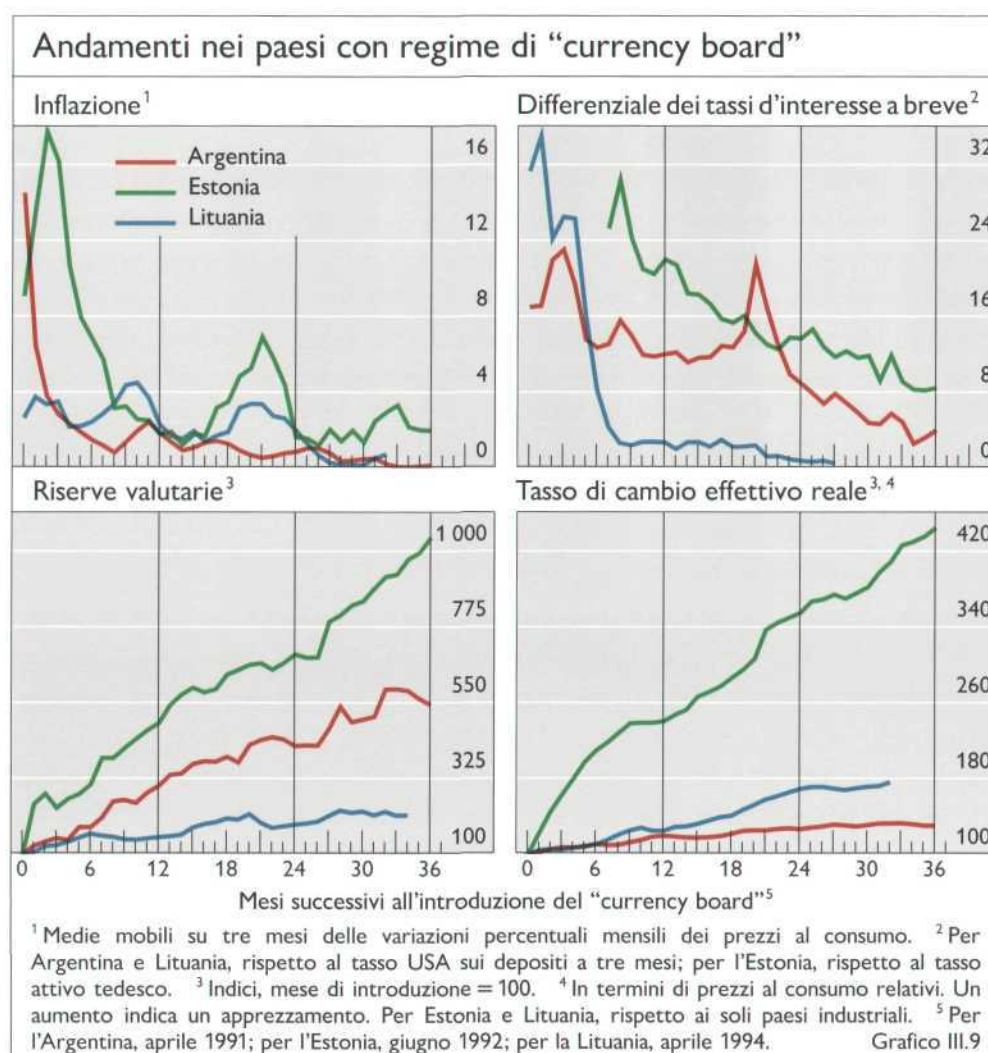
regimi ammette, tuttavia, una sia pur ridotta flessibilità nell'applicazione dei suddetti principi. Ad esempio, viene spesso adottato un sistema di riserva obbligatoria che consente un certo margine per una gestione discrezionale della liquidità.

I "currency boards" possono offrire alcuni vantaggi. L'istituzione di un collegamento fisso e rigido tra l'emissione di moneta nazionale e le variazioni delle riserve internazionali ha il pregio di essere trasparente e semplice, due utili attributi per mercati finanziari ancora poco sviluppati e istituzioni con una scarsa esperienza operativa. Inoltre, ponendo stringenti vincoli alle autorità monetarie, vengono ridotti fortemente il margine di discrezionalità e le pressioni politiche esterne. Ciò potrebbe rendere più credibili le politiche antinflazionistiche, accrescere la reattività delle aspettative di prezzo e accelerare il rientro dell'inflazione. A loro volta, questi effetti virtuosi contribuiscono ad attenuare il conflitto tra gli obiettivi di inflazione e di competitività osservato nei sistemi monetari che consentono maggiore discrezionalità. Infine, dal momento che un impegno a un regime di "currency board" potrebbe ispirare maggiore fiducia nella fissità del cambio rispetto a un regime tradizionale di parità fissa, sarebbe favorito l'accesso ai mercati finanziari internazionali e a condizioni di costo più vantaggiose.

I vantaggi includono trasparenza e semplicità...

... credibilità delle politiche...

... e fiducia nella stabilità del cambio



I regimi del tipo “currency board” nelle economie in transizione, come anche in Argentina, sono utili per ridurre l’inflazione e accrescere la credibilità (grafico III.9). L’Argentina e l’Estonia hanno entrambe avuto un drastico calo dell’inflazione nell’arco di un anno dall’introduzione del meccanismo di “currency board”, risultato che si è poi consolidato. I differenziali d’interesse con il paese della moneta di riserva si sono costantemente ridotti, mentre il forte incremento delle riserve internazionali (spesso avviato da un finanziamento esterno del settore pubblico e, con il progressivo affermarsi della credibilità del sistema, sostenuto da un ritorno dei capitali espatriati) è un chiaro segno della volontà dei residenti di incrementare gli investimenti in attività finanziarie denominate nella moneta nazionale.

Esistono però i rischi...

... di un disallineamento del cambio...

... di un sostegno insufficiente della politica fiscale...

... e di difficoltà nel gestire i problemi del settore bancario

Un regime di “currency board” possiede però tre fattori di vulnerabilità che, come avvenuto in Lituania agli inizi del 1997, possono costringere ad allentare le regole. In primo luogo, dal momento che si tratta di una forma di ancoraggio estremo del cambio, sono più elevate le probabilità di un disallineamento del cambio reale. La riduzione dell’inflazione non può essere istantanea e, di conseguenza, nelle fasi iniziali è inevitabile un certo deterioramento della competitività. Infatti, in Argentina, Estonia e Lituania vi è stato un significativo apprezzamento del cambio in termini reali. Inoltre, può essere più difficile affrontare gli shock che modificano il tasso di cambio reale di equilibrio.

In secondo luogo, la credibilità di un regime di “currency board” dipende in larga misura dall’orientamento della politica fiscale. La banca centrale non sarà sollecitata a erogare credito e verrà preservata la fiducia nell’ancoraggio del cambio solo se il fabbisogno di finanziamento pubblico rimane modesto. L’Argentina ha sostenuto la riforma monetaria fin dal 1991 con una politica fiscale restrittiva, persino al culmine della crisi finanziaria messicana. L’approccio fiscale dell’Estonia è stato altrettanto conservativo.

Infine, in assenza di linee di credito di ultima istanza, la gestione di un sistema finanziario fragile può essere problematica. Negli ultimi anni Argentina, Estonia e Lituania hanno tutte dovuto affrontare problemi nel settore creditizio. Senza che ciò abbia comportato un’evidente perdita di credibilità, l’Argentina ha potuto utilizzare il ridotto margine di flessibilità consentito dal meccanismo (abbassando le riserve obbligatorie ed emettendo un modesto volume di obbligazioni del settore pubblico denominate in dollari) per far fronte alla drastica riduzione della liquidità interna determinata dalla crisi messicana agli inizi del 1995. In Estonia le autorità non sono parse disporre, o comunque non si sono avvalse, di tale margine discrezionale quando, alla fine del 1992, è stata lasciata fallire una grande banca con grave danno per depositanti e azionisti. Ciò sottolinea come sia importante assicurare che siano realizzati i presupposti di un robusto sistema finanziario.

IV. Politica monetaria e prezzi delle attività nei paesi industriali

Aspetti salienti

Lo scorso anno il contesto di politica monetaria nei paesi industriali è stato caratterizzato da un'ulteriore bassa inflazione e da forti movimenti al rialzo dei prezzi delle attività finanziarie. In molti paesi l'indice dei prezzi al consumo si è mantenuto al disotto del 2%, ma si è avvicinato al 3% nel Regno Unito e ha temporaneamente superato quel livello negli Stati Uniti, dove l'attività produttiva era alquanto sostenuta. Il dinamismo dell'economia statunitense e il timore che si stessero accumulando spinte sui prezzi hanno condotto a un rialzo di 25 punti base del tasso sui federal funds verso la fine del marzo di quest'anno. In Giappone, dove è in atto una moderata ripresa, il livello generale dei prezzi è tornato ad aumentare per la prima volta dagli inizi del 1995. Notevoli progressi verso la stabilità dei prezzi sono stati compiuti in Italia e Spagna, paesi in cui l'inflazione è scesa lo scorso anno al disotto degli obiettivi annunciati.

La bassa inflazione e, nella maggior parte dei paesi, la debole crescita economica nell'arco del 1996 hanno posto le premesse per una ripresa del mercato obbligazionario globale, interrottasi brevemente nel primo trimestre dello scorso anno. Nello stesso tempo, i differenziali tra le obbligazioni con rendimenti storicamente elevati e quelle tedesche e statunitensi si sono drasticamente ridotti. Anche i mercati azionari, con l'importante eccezione di quello giapponese, hanno realizzato sostanziali guadagni, sebbene la svolta in senso restrittivo della politica monetaria, intervenuta negli Stati Uniti verso la fine del marzo di quest'anno, si sia accompagnata a un calo delle quotazioni azionarie in molti paesi.

Benché le condizioni economiche di fondo nella primavera di quest'anno fossero favorevoli, l'ascesa dei corsi in alcuni mercati azionari potrebbe avere una componente di precarietà, suscitando il timore che un calo repentino di valore delle attività si ripercuota negativamente sulle condizioni economiche. Più in generale, i movimenti nei prezzi delle attività pongono la questione di quale debba essere la risposta appropriata della politica monetaria. Si tratta di una questione non semplice, specie in una situazione, come quella attuale, in cui il rialzo ha riguardato solo le attività finanziarie, mentre nel complesso non ha toccato i prezzi immobiliari.

La politica monetaria nelle tre maggiori economie

Il contesto macroeconomico in cui hanno operato lo scorso anno le banche centrali delle tre maggiori economie è stato alquanto eterogeneo. Negli Stati Uniti, di fronte alle crescenti indicazioni di un'attività economica sostenuta e dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche, la politica monetaria è stata

Condizioni eterogenee nelle maggiori economie

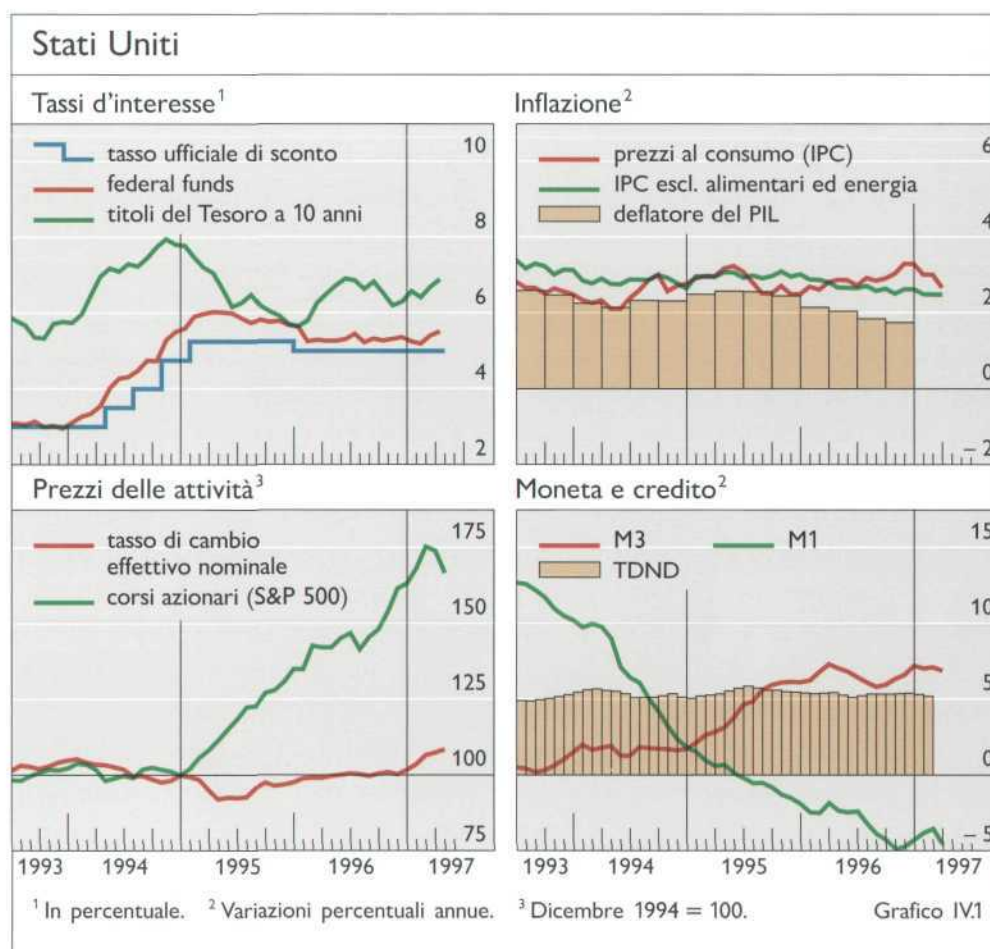
moderatamente inasprita nel marzo di quest'anno. In Giappone, dove tuttora esiste uno scarto rilevante dal PIL potenziale ("output gap"), l'orientamento della politica monetaria non è stato modificato, rimanendo decisamente espansivo, anche se si è conclusa la recente fase di prezzi decrescenti. Contrariamente agli Stati Uniti, la politica monetaria è stata leggermente allentata in Germania, dove il prodotto ha continuato ad aumentare meno del potenziale e il tasso d'inflazione è sceso ulteriormente al disotto del 2%.

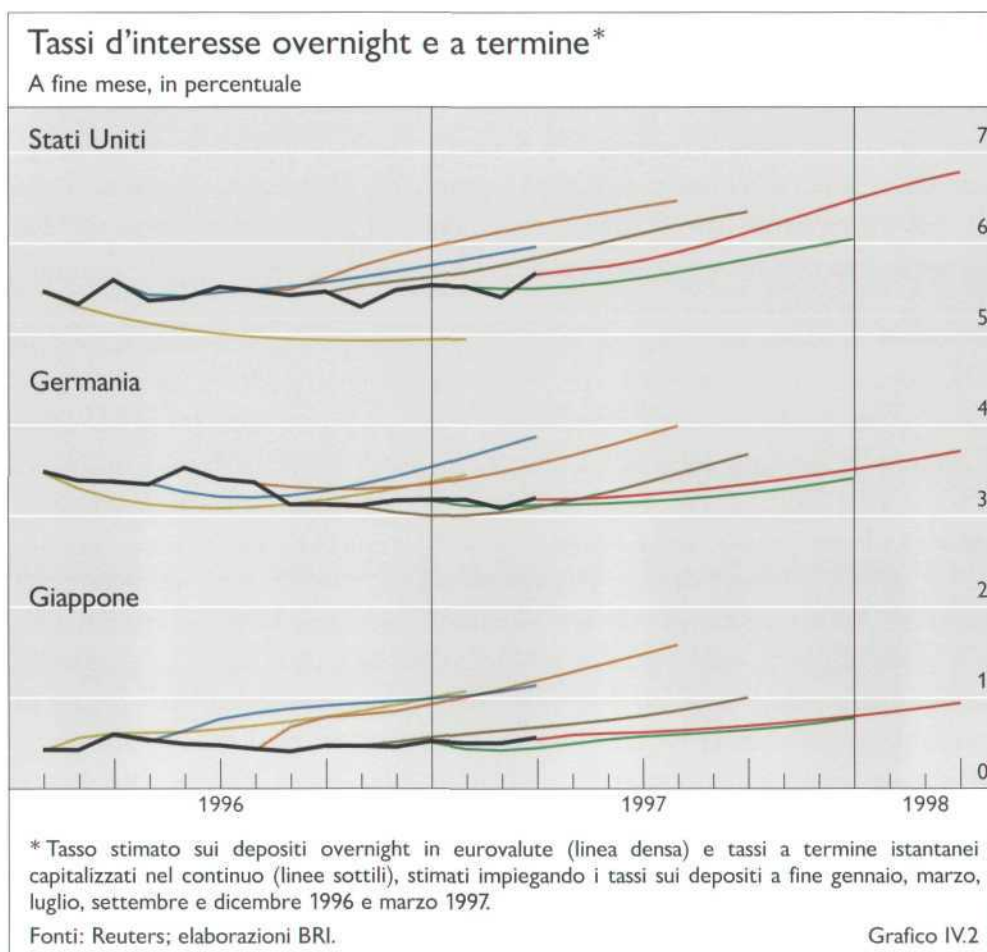
Stati Uniti

La questione primaria che la Riserva federale ha dovuto affrontare nel 1996 è stata quella di decidere se inasprire o meno le condizioni monetarie per prevenire un aumento dei prezzi. L'anno è stato caratterizzato da notevoli incertezze circa il futuro corso dell'inflazione – con indicazioni a tratti di crescenti tensioni sui mercati dei beni e del lavoro – e da un forte rialzo dei corsi azionari.

Mentre i mercati finanziari prevedevano che l'allentamento monetario del dicembre 1995 sarebbe proseguito nei primi mesi del 1996, nel corso della primavera le condizioni economiche – in particolare una nuova accelerazione dell'attività produttiva e un leggero innalzamento nell'indice dei prezzi al consumo – hanno fatto ritenere imminente una svolta verso l'alto dell'inflazione. Di conseguenza, gli operatori di mercato hanno cominciato a considerare sempre più probabile un inasprimento della politica, come evidenzia il rialzo dal 5,6 al 6,9% del rendimento delle obbligazioni a dieci anni tra fine gennaio e

Incertezza circa
il futuro corso
dell'inflazione





maggio e l'aumento dei tassi d'interesse a termine. Questo cambiamento nelle aspettative si è anche accompagnato a un apprezzamento del dollaro in termini effettivi.

Tuttavia, in estate i dati in arrivo segnalavano che l'attività economica si stava riportando su livelli più sostenibili, e l'inflazione pareva essersi attenuata. Alla luce di questi sviluppi e del fatto che la Riserva federale aveva rinunciato a inasprire la politica, gli operatori hanno riveduto al ribasso le loro previsioni circa il futuro andamento dei tassi a breve. Questo processo si è rafforzato nel corso dell'autunno, in quanto erano aumentate le indicazioni che la crescita nel terzo trimestre stava rallentando. Inoltre, mentre l'indice ordinario dei prezzi al consumo continuava a salire, l'inflazione di base (calcolata escludendo i prodotti alimentari ed energetici) era ulteriormente diminuita, scendendo al 2,5% in ottobre. Tuttavia, verso la fine dell'anno è risultato chiaro che l'attività economica stava crescendo rapidamente, e sono quindi riemerse aspettative di un inasprimento della politica monetaria.

In considerazione del perdurante vigore dell'attività, nel marzo 1997 la Riserva federale ha operato una leggera stretta monetaria, innalzando di 0,25 punti percentuali il tasso sui federal funds, salito al 5,5%. Questo aggiustamento evidenzia la maggiore importanza che molte banche centrali annettono a un inasprimento della politica in anticipo sulla ripresa dell'inflazione e al tempo stesso la crescente consapevolezza di come sia più facile prevenire un aumento

Inasprimento monetario in marzo per prevenire un aumento dell'inflazione

dell'inflazione oltre un intervallo di valori considerato auspicabile dalle autorità che non ridurla allorché essa lo ha superato.

Nell'impostare la politica monetaria, molte banche centrali impiegano stime del tasso di disoccupazione non acceleratore dell'inflazione (NAIRU) o dello scarto dal PIL potenziale come indicatori di massima delle pressioni inflazionistiche di fondo. Sebbene la disoccupazione negli Stati Uniti sia scesa al disotto di molte precedenti stime del NAIRU e vi siano indicazioni che il prodotto effettivo ha superato il potenziale, l'inflazione è aumentata solo molto moderatamente. Mentre ciò può significare che il NAIRU si è abbassato, va anche considerato che l'utilità di concetti quali lo scarto dal PIL potenziale e il NAIRU come guida pratica nella conduzione della politica è limitata dal fatto che è difficile effettuarne una stima precisa.

Giappone

In Giappone le autorità hanno adottato una tattica temporeggiatrice, in attesa di vedere se la riduzione allo 0,5% del tasso di sconto nel settembre 1995 sarebbe riuscita a dare impulso alla ripresa. Mentre gli strumenti di politica monetaria sono rimasti invariati, le condizioni monetarie – rispecchiate dal tasso di cambio effettivo reale e dai tassi d'interesse reali – si sono ulteriormente allentate lo scorso anno. In presenza di tassi d'interesse molto bassi rispetto ai parametri internazionali, è proseguito il deprezzamento dello yen iniziato nell'estate 1995, determinando un graduale rincaro delle importazioni. Ciò a sua volta ha interrotto la tendenza calante dei prezzi, rilevata dall'indice dei prezzi al consumo e dal deflatore del PIL. Entrambi questi indici sono leggermente aumentati nel secondo trimestre 1996, per la prima volta dagli inizi del 1995. I tassi d'interesse a breve, essendo rimasti invariati in termini nominali, sono scesi ulteriormente in termini reali, stimolando la ripresa economica.

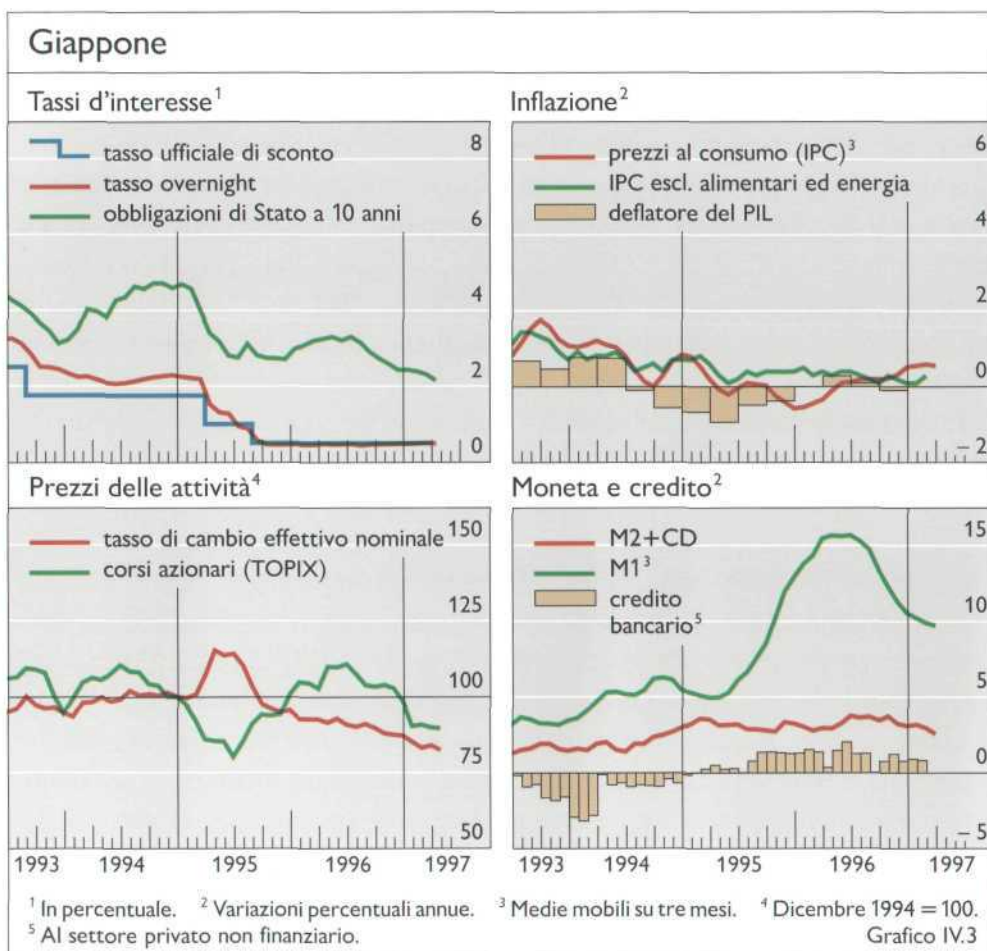
Contrariamente ai tassi ufficiali, quelli di mercato hanno subito movimenti nel corso dell'anno. La forte accelerazione nella crescita del PIL nell'ultima parte del 1995 e agli inizi del 1996 ha fatto salire di 0,3 punti percentuali nel primo semestre il rendimento delle obbligazioni di Stato a dieci anni (portatosi al 3,2% a fine giugno). Analogamente, i tassi d'interesse a termine a fine maggio segnalavano attese tra gli operatori di un inasprimento monetario e di un rialzo a circa l'1,3% del tasso overnight entro la fine dell'anno (grafico IV.2).

Mentre i mercati continuavano a prevedere una stretta monetaria, la Banca del Giappone ha mantenuto invariato l'indirizzo espansivo nel corso dell'autunno, poiché la ripresa non si era consolidata e permanevano problemi di bilancio nel settore privato. Di conseguenza, i rendimenti delle obbligazioni decennali sono calati gradualmente fino a raggiungere il 2,6% a fine 1996, scendendo leggermente al disotto di tale livello nei primi mesi del 1997.

Nel 1996 sono stati compiuti progressi nella revisione della legge sulla banca centrale che risale al 1942 e che da più parti viene ormai considerata obsoleta. Al centro delle proposte presentate dal Gruppo di studio ad hoc al Primo Ministro nel novembre scorso vi è una revisione della legge che riconosca la stabilità dei prezzi come il più importante obiettivo della politica monetaria, che rafforzi l'autonomia della banca centrale e che affermi il principio della trasparenza e della responsabilità nella conduzione della politica monetaria. Il

Indirizzo invariato,
ma condizioni
monetarie più
distese

Proposti emenda-
menti alla legge
sulla Banca del
Giappone...



dibattito sul progetto di legge è iniziato in Parlamento nel marzo di quest'anno e dovrebbe concludersi con il varo della nuova legge in giugno. Il disegno di legge è visto con favore dalla Banca del Giappone, che dal 1995 ha adottato una serie di provvedimenti per accrescere la trasparenza, in particolare fornendo informazioni più dettagliate sulla propria valutazione delle prospettive economiche e sulle considerazioni che sono alla base delle scelte di politica monetaria.

... per rafforzare l'autonomia, la trasparenza e la responsabilità

Germania

Lo scorso anno la politica monetaria ha dovuto far fronte a un'interruzione della crescita che ha accentuato le incertezze sul versante della politica fiscale. In tali circostanze, non è facile calibrare la velocità e l'ampiezza dell'aggiustamento monetario in modo da evitare che esso risulti eccessivo e generi spinte inflazionistiche qualora la crescita economica si riveli più forte del previsto o non siano attuate le preannunciate misure di riequilibrio della finanza pubblica. D'altra parte, mantenendo invariato l'orientamento della politica vi è il pericolo di ritardare la ripresa della crescita, deteriorando le prospettive di correzione degli squilibri di bilancio e rendendo quindi più difficoltosa la conduzione della politica monetaria nel futuro. È stato infine deciso un leggero allentamento in agosto, quando il tasso pronti contro termine è stato portato al 3,0%, con una riduzione di 0,3 punti percentuali, in considerazione della tendenza calante della crescita di M3 – che dall'inizio dell'anno eccedeva la fascia obiettivo del 4–7% – e di un'inflazione attestatasi in prossimità dell'1,5%.

Prospettive incerte per la politica fiscale

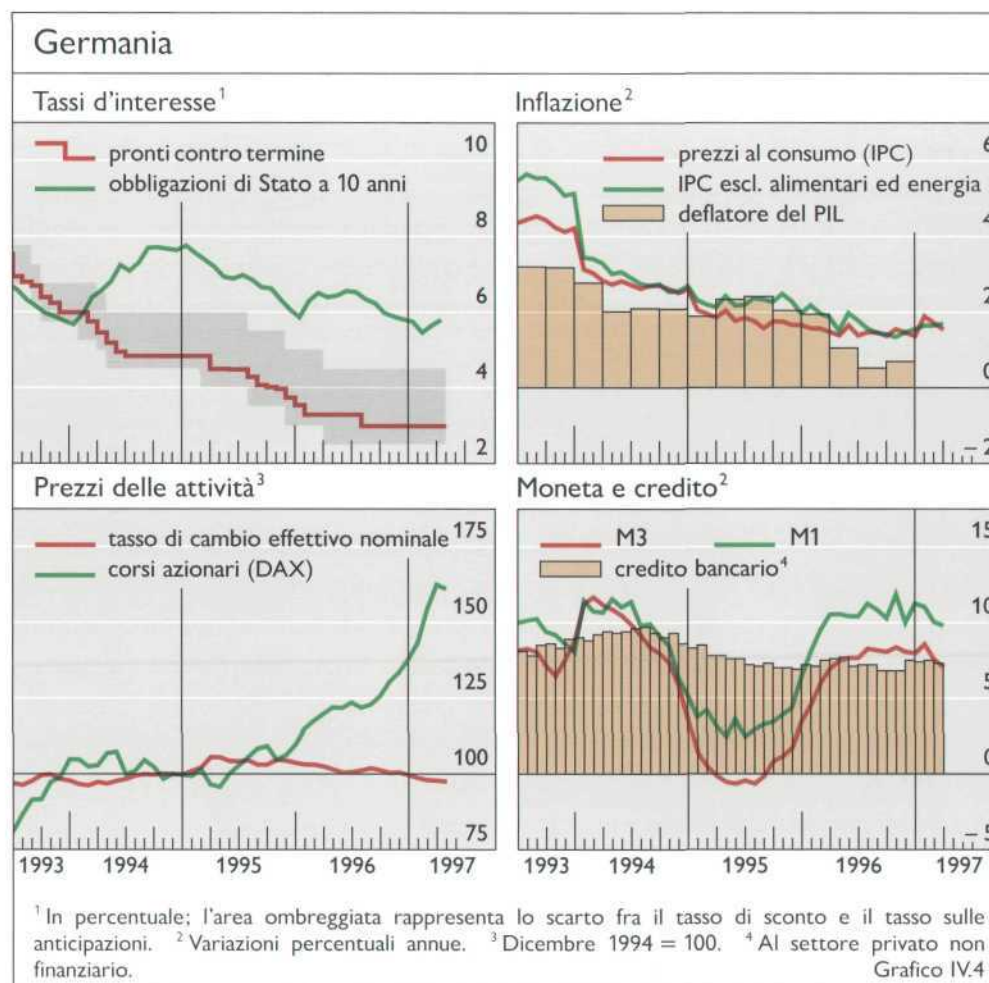
Tassi d'interesse
e aspettative
di indirizzo
monetario

Il comportamento dei rendimenti a lungo termine tedeschi nel 1996 bene illustra l'utilità relativa dei tassi a lunga e a termine quali indicatori di un cambiamento di indirizzo atteso nell'immediato futuro. Di fatto, i rendimenti decennali sono saliti dal 5,9% a fine gennaio al 6,6% a fine giugno, segnalando aspettative di un inasprimento della politica monetaria (grafico IV.4). Per contro, i tassi a termine (grafico IV.2) anticipavano un allentamento della politica in primavera e rialzi dei tassi a breve solo a partire dagli inizi del 1997. Il grafico IV.2 mostra inoltre come la manovra distensiva di agosto abbia modificato il clima di mercato e come nel marzo 1997 i mercati finanziari considerassero improbabile un cambiamento di rotta prima della fine dell'anno.

Crescita di M3
leggermente
superiore
all'obiettivo

Sebbene la crescita di M3 (8,1%) abbia leggermente superato la fascia obiettivo fissata per il 1996, essa è in gran parte attribuibile agli schemi di risparmio speciali e non è stata quindi interpretata come segno premonitore di un eccessivo aumento della spesa. Per il 1997 la Bundesbank ha nuovamente fissato un obiettivo monetario ma, abbandonando la prassi seguita in passato, essa ha esteso a due anni l'orizzonte temporale dell'obiettivo. Ciò mira a chiarire l'orientamento della politica monetaria nella fase di preparazione all'Unione economica e monetaria (UEM). Inoltre, la banca centrale tedesca ha fatto osservare che l'obiettivo può servire da variabile di riferimento per un eventuale coordinamento delle politiche necessario nel periodo che precede l'introduzione di una moneta unica. L'obiettivo su due anni prevede una crescita

Adottato obiettivo
su due anni



media di M3 del 5% l'anno, con una fascia del 3,5–6,5% per il 1997. La formula precisa che si applicherà per il 1998 sarà annunciata alla fine del 1997.

Altri paesi dell'Unione europea

Nei paesi della UE la politica monetaria e gli sviluppi sui mercati finanziari sono condizionati in misura crescente dalla scadenza del 1° gennaio 1999 prevista per l'avvio della terza fase dell'UEM. A seconda del grado di convergenza finanziaria, si possono distinguere due gruppi di paesi. Come sarà esaminato nel Capitolo V, i mercati prevedono che i tassi di cambio del franco francese, del fiorino olandese, del franco belga e dello scellino austriaco rispetto al marco tedesco rimangano ai livelli attuali. In questi paesi, e più recentemente in Finlandia, lo scorso anno i tassi di cambio non si sono discostati molto dalle loro parità centrali, e i tassi d'interesse a breve si sono portati sui livelli di quelli tedeschi.

Per altre monete partecipanti agli AEC, tra cui la lira italiana e la peseta spagnola, viene tuttora richiesto un premio di rischio, anche se nel 1996 per i tassi sia a breve che a lungo termine il differenziale rispetto ai tassi tedeschi si è ridotto drasticamente. Una convergenza analoga si è avuta per la corona svedese ma non per la sterlina; queste due valute, insieme alla dracma greca, non partecipano attualmente agli AEC.

Francia e paesi minori aderenti agli AEC

In Francia l'obiettivo di un aumento dei prezzi al consumo non superiore al 2% nel 1996 è stato conseguito dopo che si erano esauriti in agosto gli effetti dell'incremento dell'IVA del 1995. La credibilità dell'impegno di lunga data alla stabilità del cambio ha permesso alla Banca di Francia di abbassare il tasso sulle operazioni pronti contro termine da circa il 4,5% nel gennaio 1996 al 3,1% agli inizi del 1997. Di conseguenza, è pressoché scomparso il differenziale positivo dei rendimenti a tre mesi rispetto a quelli tedeschi. I tassi a lungo termine sono parimenti calati di oltre 100 punti base nel 1996, mantenendosi leggermente al disotto di quelli tedeschi in corso d'anno.

Una convergenza dei tassi a breve e a lungo termine vi è stata anche nei paesi minori partecipanti agli AEC. In Austria, Belgio e Paesi Bassi i tassi ufficiali sono stati abbassati in linea con i tassi in Germania, e in diverse occasioni i rendimenti a tre mesi sono temporaneamente scesi al disotto di quelli tedeschi. Anche in Finlandia, paese che ha aderito agli AEC nell'ottobre 1996, e in Danimarca i differenziali dei tassi a breve si sono quasi annullati verso la fine dell'anno. In questo gruppo di paesi, con l'eccezione della Finlandia, l'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo si è collocata in prossimità del 2% lo scorso anno, anche se in alcuni casi è leggermente salita.

Italia, Spagna, Svezia e Portogallo

Lo scorso anno si è assistito a una ragguardevole convergenza dei tassi d'inflazione e d'interesse anche in Italia, Spagna, Svezia e Portogallo (grafico IV.5). Di fronte a un aumento dell'inflazione nel primo semestre 1995, le banche centrali di questi paesi avevano mantenuto a livelli elevati i tassi ufficiali per il resto dell'anno. Viceversa, nel corso del 1996 la politica monetaria è stata gradualmente

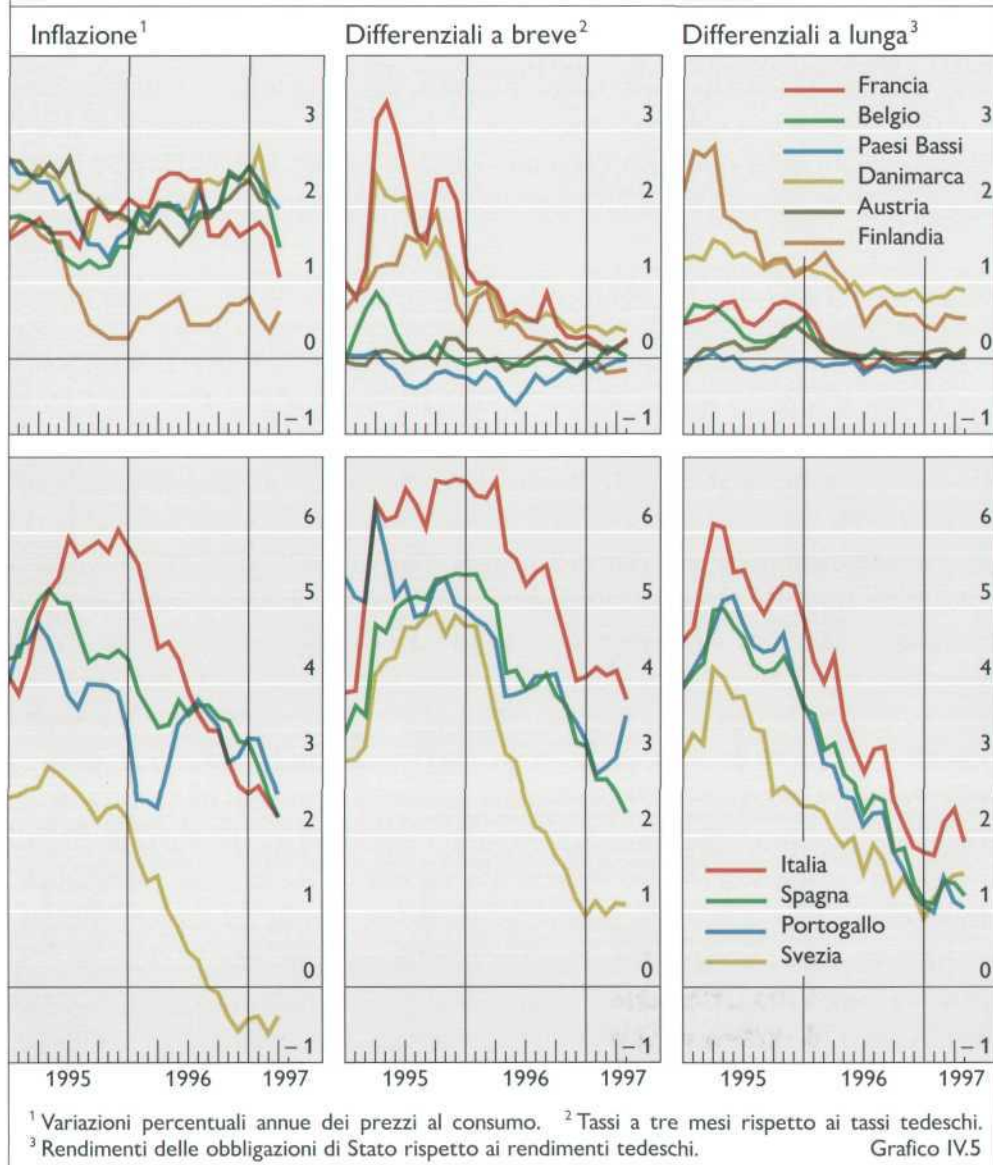
Convergenza
monetaria...

... molto forte
in Germania,
in Francia e nei
paesi minori
aderenti agli
AEC...

... ma ragguardevole anche in
Italia, Spagna,
Svezia e
Portogallo

Convergenza in determinati paesi della UE

In percentuale e punti percentuali



allentata, per lo più in risposta al calo dell'inflazione seguito a un consistente apprezzamento delle rispettive valute, a un'accelerata azione di riequilibrio dei conti pubblici e a una rapida discesa dei rendimenti a lungo termine.

In Italia l'inflazione è scesa da un massimo di circa il 6% nella seconda metà del 1995 al 2,6% nel dicembre 1996, ossia ben al disotto dell'obiettivo del 4%. Per il 1997 le autorità monetarie italiane hanno fissato, verso la fine dello scorso anno, un obiettivo di inflazione inferiore al 3%. Sebbene i tassi ufficiali siano stati ridotti di 75 punti base in luglio e ottobre, e nuovamente nel gennaio 1997, e il tasso pronti contro termine di quasi 300 punti base, i tassi a breve sono rimasti molto alti in termini reali. Con il rafforzarsi del tasso di cambio, il differenziale dei rendimenti delle obbligazioni di Stato rispetto alla Germania si è ristretto da un massimo di circa 6 punti percentuali nel 1995 a meno di 2 punti a fine 1996. Questi sviluppi hanno consentito il rientro della lira negli AEC a fine novembre.

In Spagna il tasso annuo d'inflazione è gradualmente calato da oltre il 5% nel giugno 1995 a meno del 2,5% nel primo trimestre 1997, rientrando nell'obiettivo a medio termine fissato dalla Banca di Spagna. Il tasso pronti contro termine ha potuto così essere ridotto a circa il 6% a fine 1996. Il calo più pronunciato dei tassi ufficiali ha avuto luogo in Svezia, dove l'inflazione di base è scesa al disotto della fascia obiettivo dell'1-3%. In seguito alla forte caduta dei prezzi dei beni importati e del costo dei mutui ipotecari, verso la fine del 1996 l'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo è risultata addirittura negativa.

Paesi con obiettivi di inflazione espliciti

Nei paesi che annunciano pubblicamente un obiettivo, l'inflazione di base si è mantenuta all'interno o in prossimità della fascia prefissata (grafico IV.6). Molti di questi paesi sembrano aver superato con successo una prima verifica a cui sono stati sottoposti gli obiettivi dopo l'accelerazione dei prezzi intervenuta agli inizi del 1995.

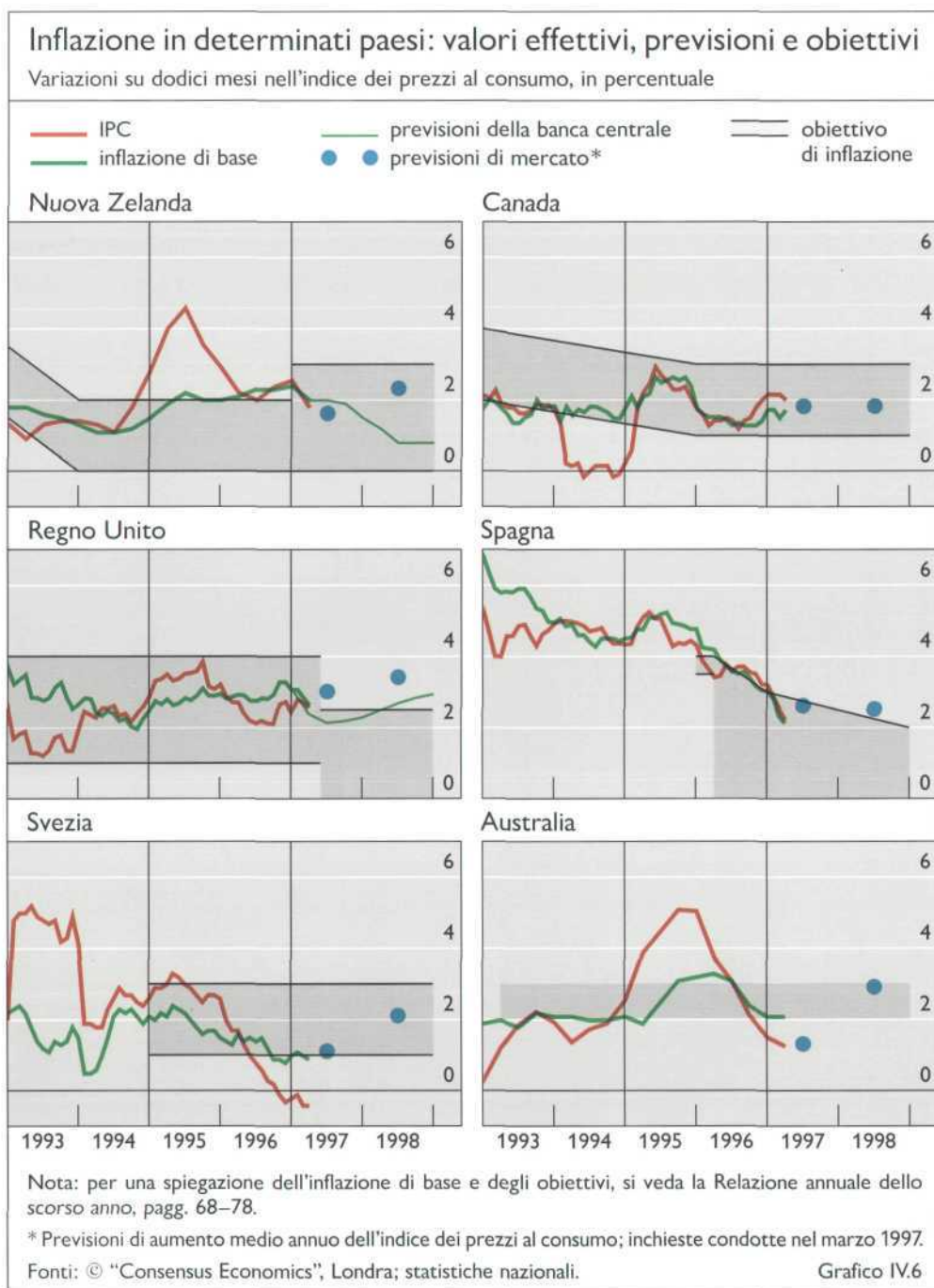
Lo scorso anno la dinamica dell'inflazione e le risposte di politica monetaria sono state alquanto diverse nelle due maggiori economie con obiettivi espliciti. In Canada l'inflazione è ridiscesa lo scorso anno nella parte inferiore della fascia obiettivo, dopo che si erano esauriti gli effetti del deprezzamento del cambio e del rincaro delle materie prime del 1994 e degli inizi del 1995. Pur essendo prevista un'accelerazione della crescita per quest'anno, l'inflazione di base dovrebbe restare moderata; l'esistenza di un ampio scarto dal PIL potenziale, in parte dovuto al proseguimento dell'azione di riequilibrio fiscale, dovrebbe infatti esercitare pressioni al ribasso sui prezzi e sui salari. Poiché i mercati finanziari hanno dato crescente peso ai favorevoli risultati in termini di inflazione, nonché al miglioramento della finanza pubblica e della bilancia corrente, verso la fine del 1996 il differenziale d'interesse a lungo termine nei confronti degli Stati Uniti è scomparso e il dollaro canadese si è apprezzato. In considerazione di questi sviluppi, nel 1996 la fascia operativa per il tasso overnight è stata ridotta di oltre 200 punti base, il che implica un sostanziale allentamento delle condizioni monetarie (grafico IV.7).

Dinamica divergente dell'inflazione in Canada...

Per contro, nel Regno Unito il tasso annuo di aumento dei prezzi al dettaglio, esclusi i mutui ipotecari, si è collocato al 3,1% nel dicembre 1996, e quindi al disopra dell'obiettivo massimo del 2,5% fissato dal governo per il 1997. Nondimeno, i tassi ufficiali a breve sono rimasti sostanzialmente stabili nel 1996, in quanto il taglio di 25 punti base operato in giugno è stato annullato in ottobre. Nel corso dell'anno la domanda interna in forte aumento si è sostituita alle esportazioni nette quale principale motore della crescita, aumentando la probabilità che anche in futuro l'inflazione continui a superare la fascia obiettivo. Tale prospettiva ha indotto la Banca d'Inghilterra a raccomandare un ulteriore rialzo dei tassi ufficiali, e ciò potrebbe aver contribuito al forte apprezzamento della sterlina a partire dall'agosto 1996 (grafico IV.7).

... e nel Regno Unito

Durante lo scorso anno vi sono stati alcuni cambiamenti negli obiettivi di inflazione dichiarati. In Nuova Zelanda, nel dicembre 1996, dopo la nomina del nuovo governo, è stato emendato il Policy Targets Agreement, portando il limite superiore della fascia dal 2 al 3%. Tale decisione è stata presa soprattutto per



attenuare i problemi derivanti dall'eccessivo interventismo reso necessario dall'impiego di una fascia relativamente ristretta. In Spagna a fine 1996 è stato annunciato un obiettivo di inflazione ridotto al 2,5% per la fine del 1997 e al 2% a partire dal 1998, per sottolineare l'intenzione di rispettare il criterio di convergenza di Maastricht in materia di inflazione.

Tassi di cambio e risposta della politica monetaria

Un problema che si è riproposto lo scorso anno riguarda il modo in cui la politica monetaria debba reagire a movimenti dei tassi di cambio che talvolta possono essere alquanto pronunciati, come è stato il caso nel 1996 in Australia, Norvegia, Nuova Zelanda e Regno Unito. In un regime di fluttuazione del

La risposta della politica monetaria dipende...

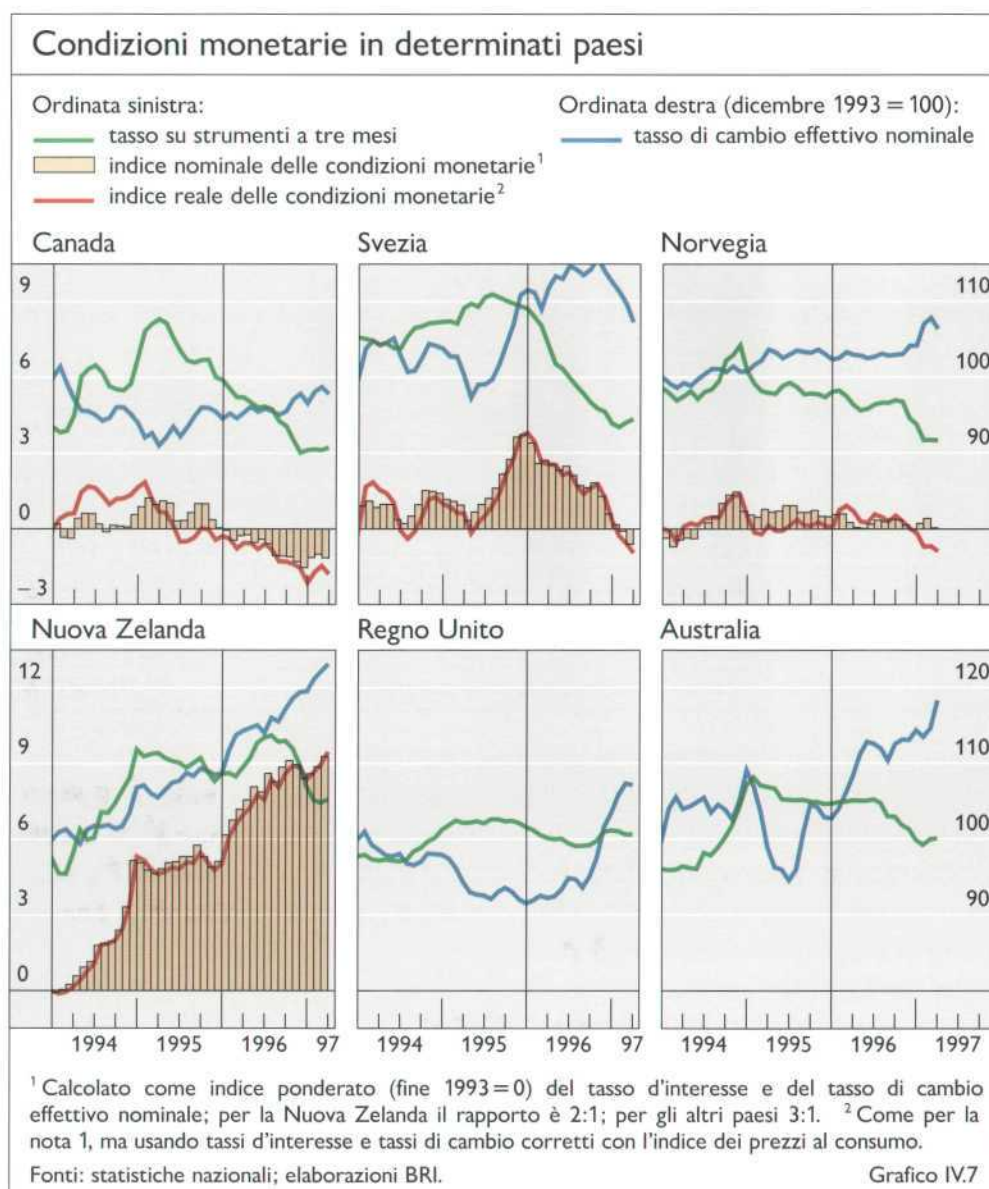
cambio, le autorità monetarie hanno bisogno di stabilire se sia più proficuo ignorare, neutralizzare o addirittura favorire tali oscillazioni.

Così come per la reazione a movimenti dei prezzi di altre attività, la risposta dipende dalle origini dello shock di cambio e dai suoi effetti sulle prospettive inflazionistiche. Ad esempio, l'apprezzamento del dollaro australiano agli inizi del 1996 potrebbe essere stato indotto principalmente dal rialzo dei prezzi delle materie prime. In un caso come questo l'apprezzamento controbilancia gli effetti inflazionistici altrimenti prodotti dal miglioramento delle ragioni di scambio, e le autorità possono considerare opportuno l'inasprimento delle condizioni monetarie dovuto al cambio. Un ulteriore esempio è fornito dal rialzo del tasso di cambio della sterlina a partire dall'agosto 1996 che, come indicato dall'ampliamento dei differenziali d'interesse a termine, può in parte spiegarsi con un'anticipazione dell'inasprimento della politica monetaria in risposta alla forte crescita della domanda interna rispetto all'Europa continentale. Nella misura in cui tali anticipazioni del mercato sono coerenti con il

... dall'origine dello shock:

spostamenti nelle ragioni di scambio ...

... variazione relativa della domanda ...



futuro corso dei tassi ufficiali auspicato dalla banca centrale, neppure in questo caso appare necessario controbilanciare i movimenti del tasso di cambio.

... o fattori monetari e finanziari

Tuttavia, i cambi possono anche reagire a dismisura agli sviluppi economici e possono altresì risentire di fattori monetari e finanziari, come mutamenti di credibilità e dei premi di rischio. Ad esempio, il rafforzamento dei tassi di cambio in Canada e in Svezia nel 1996 è in parte il risultato dell'accresciuta credibilità degli obiettivi di inflazione annunciati. Poiché tali movimenti del cambio possono influire sui prezzi delle importazioni e sulla domanda aggregata, senza necessariamente modificare la valutazione della banca centrale delle pressioni inflazionistiche di fondo, le autorità possono decidere di neutralizzare tali movimenti per mantenere invariato l'indirizzo della politica.

L'impiego dell'ICM come obiettivo operativo...

Un certo numero di banche centrali ha adottato un indice delle condizioni monetarie (ICM) per incorporare formalmente il cambio nella formulazione della loro politica. Mentre l'ICM è definito in tutti i paesi come media ponderata del tasso d'interesse a breve e del tasso di cambio, con pesi commisurati alle rispettive elasticità della domanda aggregata, il suo impiego pratico nella conduzione della politica varia da paese a paese. In Canada e Nuova Zelanda esso è utilizzato come obiettivo operativo e la banca centrale, nel contesto del periodico riesame delle prospettive inflazionistiche, formula una valutazione dell'intervallo di valori auspicabile per l'ICM e impiega i suoi strumenti per realizzarlo. Per contro, in Svezia, Norvegia, Finlandia e Islanda esso è usato come indicatore ex post dell'orientamento della politica.

... non elimina la necessità di interpretare le variazioni di cambio

La fissazione di un obiettivo operativo per l'ICM non fa venir meno la necessità di stabilire se una data variazione del cambio rispecchi fattori reali o finanziari. Nel primo caso, l'ICM desiderato viene modificato e una manovra correttiva può non essere necessaria. Nel secondo caso, esso resta invariato e i tassi ufficiali possono essere manovrati in modo da neutralizzare gli effetti della variazione del cambio sulla domanda aggregata. Una possibile spiegazione del fatto che alcune banche centrali impiegano l'ICM e altre non ne fanno uso sta in una diversa concezione dell'origine "normale" delle variazioni di cambio. Le banche centrali che impiegano l'ICM come obiettivo operativo assumono implicitamente che la loro origine sia finanziaria. In tal caso esse tenderanno a neutralizzare i movimenti del cambio, a meno che non dispongano di ulteriori informazioni che indichino la necessità di modificare l'orientamento della politica monetaria. Questo approccio può riflettere il fatto che in tali paesi i fattori monetari e finanziari hanno rappresentato storicamente la fonte più importante di variabilità dei cambi. Viceversa altre banche centrali, tra cui la Banca d'Inghilterra e la Reserve Bank di Australia, potrebbero ritenere che, al di là del brevissimo termine, la maggior parte dei movimenti del cambio sia dettata da fattori reali, e in questo caso la fissazione di un obiettivo operativo per l'ICM non appare utile.

Risanamento fiscale e risposta della politica monetaria

La risposta della politica monetaria dipende...

Un altro problema, di carattere più generale, che si è posto lo scorso anno in molti paesi concerne la risposta appropriata della politica monetaria alla restrizione fiscale. Secondo stime dell'OCSE, il disavanzo strutturale dei paesi della

UE si è ridotto di quasi l'1% del PIL nel 1996 ed è atteso un miglioramento ancor maggiore per il 1997. In Giappone è previsto un calo della spesa pubblica per quest'anno, e nell'aprile 1997 l'imposta generale sui consumi è stata elevata dal 3 al 5%. Correzioni fiscali di tale ampiezza potenzialmente hanno effetti di domanda significativi sul prodotto e sull'inflazione. Diversi fattori entrano in gioco nel decidere come la politica monetaria debba reagire.

La portata, la composizione e la credibilità dell'azione di risanamento fiscale incidono sia sull'entità sia sui tempi della risposta di politica monetaria. L'entità della risposta dipende dalla misura in cui gli effetti di domanda negativi a breve termine della stretta monetaria sono compensati da effetti di aspettativa positivi sui consumi e sugli investimenti privati. Precedenti episodi di rilevante consolidamento fiscale mostrano che non esiste una chiara correlazione negativa tra portata della restrizione di bilancio e dinamica del prodotto. Al contrario, ampi e duraturi miglioramenti, incentrati su tagli dei consumi e dei trasferimenti pubblici piuttosto che su aggravii d'imposta, hanno avuto in taluni casi un impatto favorevole sulla crescita, e ciò indica che possono manifestarsi effetti di aspettativa positivi se l'azione correttiva viene giudicata sistematica e perseverante. In secondo luogo, un'elevata credibilità del programma di risanamento proposto riduce l'evidente rischio, insito in un allentamento monetario preventivo, che si determini una combinazione delle politiche troppo espansiva in caso di mancata attuazione della restrizione fiscale.

La risposta appropriata di politica monetaria dipende anche dalle condizioni di partenza. Molti paesi europei, nonché Canada e Giappone, stanno attualmente attraversando una fase di bassa inflazione e di elevata disoccupazione. In un siffatto contesto, la restrizione fiscale ha minori probabilità di determinare forti effetti di aspettativa positivi e potrebbe condurre alcune economie nella zona di deflazione, con i rischi che ciò comporta. In tal caso, potrebbe essere una buona idea "assicurarsi una copertura di politica monetaria". Per contro, in Irlanda, nei Paesi Bassi e in Norvegia gli effetti della stretta fiscale potrebbero servire a tenere a freno le pressioni inflazionistiche; in Italia, Spagna e Portogallo la necessità di un'ulteriore disinflazione, nonché i precedenti inflazionistici meno favorevoli, giustificano un atteggiamento più cauto.

Va altresì considerato che il processo di risanamento fiscale sta avendo luogo contestualmente in molti paesi. Ciò significa che è più difficile impiegare il tasso di cambio per stimolare la domanda attraverso le esportazioni nette. Se il canale di trasmissione dei tassi d'interesse funziona più lentamente di quello del tasso di cambio, potrebbe essere appropriata una risposta più rapida della politica monetaria. Ovviamente, l'esigenza di mantenere tassi di cambio stabili in vista dell'UEM preclude in pratica l'impiego autonomo del cambio e persino dei tassi d'interesse in molti paesi europei.

Infine, nel modulare la loro risposta alla restrizione fiscale le autorità monetarie possono avvalersi dei segnali del mercato delle attività. Un'analisi combinata della reazione dei mercati obbligazionari e valutari può fornire informazioni su come essi valutano l'impatto del programma di risanamento. Se i mercati si attendono una discesa dei tassi a breve a seguito del rallentamento economico prodotto dalla stretta fiscale, si può prevedere che i rendimenti obbligazionari calino e la moneta si deprezzi. Talune indicazioni di una simile

... dalla portata, composizione e credibilità dell'azione di risanamento...

... dalle condizioni di partenza...

... e dai segnali del mercato delle attività

evoluzione nel 1996 sono ravvisabili negli effetti prodotti sui mercati finanziari tedeschi dalle previste misure di bilancio. In questo caso, la caduta dei rendimenti obbligazionari e il deprezzamento del cambio possono creare domanda, anche se questi effetti sono solo transitori se non segue un calo dei tassi a breve. Per contro, il tasso di cambio può rafforzarsi, pur in presenza di rendimenti calanti se la credibilità del programma fiscale riduce anche le aspettative di inflazione e i premi di rischio, come è avvenuto lo scorso anno in Canada, Italia e Svezia (grafico V.8). Una simile reazione può ampliare i margini per una manovra di allentamento monetario.

Tuttavia, nel decidere se rispondere ai movimenti dei prezzi delle attività va preso atto che la banca centrale può valutare l'impatto della restrizione fiscale in maniera diversa dai mercati e che i prezzi delle attività possono reagire in misura eccessiva agli sviluppi economici attesi. Come si vedrà in seguito, la natura globale della forte convergenza dei rendimenti obbligazionari nel 1996 fa ritenere che siano in atto anche fattori speculativi, nel qual caso la convergenza potrebbe in parte annullarsi, giustificando così una risposta di politica monetaria più prudente.

Evoluzione dei prezzi delle attività

Consistenti guadagni sui mercati obbligazionari e azionari...

Sullo sfondo di una crescita economica generalmente debole e di una bassa inflazione, lo scorso anno i mercati obbligazionari e azionari hanno registrato consistenti guadagni. Nondimeno, anche se le variabili fondamentali paiono attualmente favorevoli, vi è motivo di temere che in alcuni mercati la progressione dei prezzi possa avere una componente di precarietà. Sebbene il dibattito su una potenziale sopravvalutazione si sia focalizzato in gran parte sui mercati azionari, specie statunitensi, meritano attenzione anche i recenti rialzi sui mercati obbligazionari. La forte convergenza dei rendimenti obbligazionari in Europa e la netta discesa dei tassi sui mercati con rendimenti storicamente alti fa ritenere che in parte la spiegazione dei recenti guadagni di valore delle attività risieda in una maggiore propensione al rischio che potrebbe facilmente venir meno.

... con poche eccezioni

Le principali eccezioni alla tendenza ascendente dei prezzi delle attività finanziarie nel periodo in esame sono rappresentate dai mercati azionario giapponese e obbligazionario statunitense. Infatti, mentre le altre maggiori borse hanno segnato forti rialzi, il valore delle azioni giapponesi è diminuito del 16%. E mentre nella maggior parte dei mercati i corsi obbligazionari sono fortemente saliti, i tassi a lunga negli Stati Uniti si sono mossi verso l'alto, anche in risposta a indicazioni del perdurante vigore dell'attività. L'inasprimento della politica monetaria nel marzo di quest'anno ha rafforzato le pressioni al rialzo sui tassi a lungo termine statunitensi e ha innescato una discesa dei corsi sul mercato azionario USA.

Disconnessione dei rendimenti obbligazionari

Nel 1996 uno sviluppo degno di rilievo sui mercati obbligazionari è stato il calo dei rendimenti tedeschi a livelli considerevolmente inferiori a quelli statunitensi. Più di recente, lo scarto tra i tassi a lunga negli Stati Uniti e in

Correlazione dei tassi d'interesse a lungo e a breve termine*								
	Stati Uniti/Germania				Stati Uniti/Giappone			
	1975–79	1980–84	1985–89	1990–96	1975–79	1980–84	1985–89	1990–96
A lungo termine	0,52	0,65	0,81	0,61	0,19	0,40	0,67	0,52
A breve termine	0,80	0,74	0,60	– 0,57	0,73	0,33	0,30	0,11

* Correlazione tra i tassi d'interesse depurati della componente di trend e calcolati come differenza tra i tassi effettivi e la media mobile non centrata sui due anni precedenti.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRL.

Tabella IV.1

Germania è aumentato ancora, riflettendo verosimilmente condizioni divergenti dell'economia reale. Sebbene questa recente disconnessione dei rendimenti delle obbligazioni sia stata oggetto di un ampio dibattito, desta forse più sorpresa il fatto che essa non sia intervenuta prima. Dagli inizi del 1993 a fine 1996 lo spread tra tassi a breve negli Stati Uniti e in Germania è passato da quasi –400 punti base a oltre 200 punti base, mentre quello tra i tassi a lunga si è ampliato di circa 100 punti base. Benché nel periodo 1990–96 tra i tassi a breve depurati della componente di trend vi sia stata una correlazione negativa, per giunta molto pronunciata, tra i tassi a lunga essa ha continuato a essere decisamente positiva.

La divergenza tra i tassi a breve...

Il grado generalmente elevato di connessione dei tassi a lungo termine nelle tre maggiori economie durante il periodo 1990–96, nonostante le sostanziali divergenze nelle posizioni cicliche, ha indotto a temere che, anche in regime di fluttuazione del cambio, i fattori internazionali possano avere il sopravvento sulle considerazioni interne nella determinazione dei tassi a lungo termine. Una possibile implicazione di ciò è che il legame tra tassi ufficiali e a più lungo termine si sia indebolito, rendendo più difficoltosa la conduzione della politica monetaria in paesi in cui i tassi a lunga svolgono un ruolo importante nel meccanismo di trasmissione. È stata tuttavia fornita anche un'altra spiegazione della divergenza tra i tassi a breve e a lungo termine in Germania, basata su considerazioni più specifiche: l'ascesa dei tassi a lungo termine tedeschi in una fase di ristagno rifletterebbe il timore che l'euro possa essere una moneta più debole del marco tedesco. La recente disconnessione tra i tassi negli Stati Uniti e in Germania sta forse a indicare una mutata percezione a questo riguardo, oppure una revisione verso il basso, per altre ragioni, dei futuri tassi a breve in Germania.

... non ha trovato riscontro nei tassi a lunga

Forte convergenza dei rendimenti obbligazionari in Europa

Con la discesa dei rendimenti tedeschi al disotto di quelli statunitensi, i differenziali rispetto alla Germania si sono ridotti drasticamente in Europa, dove un fattore particolare è costituito ovviamente dalla prospettiva dell'UEM. Poiché nella futura area monetaria unica i tassi a breve saranno unificati, una mutata percezione della probabilità di partecipazione all'UEM ha importanti effetti sui differenziali di rendimento. Questa probabilità varia a sua volta in funzione di fattori politici, ma dipende soprattutto dalla capacità attribuita ai paesi di soddisfare i parametri di convergenza di Maastricht.

Convergenza dei rendimenti obbligazionari favorita dalle migliorate prospettive per l'UEM...

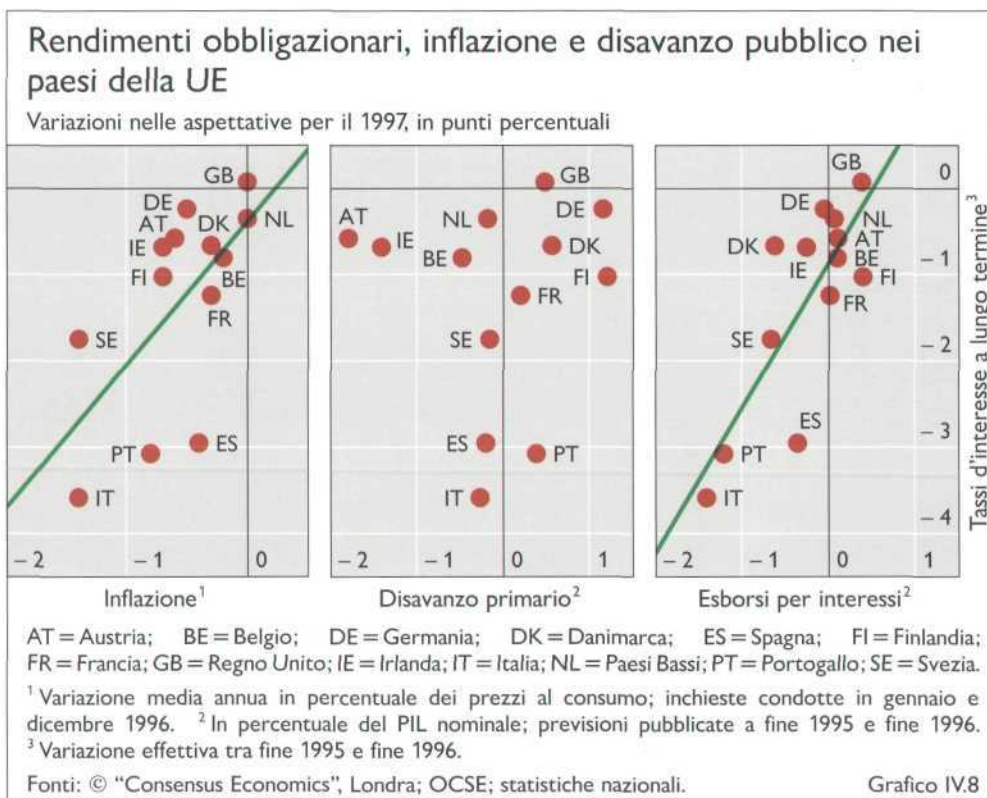
Questa condizionalità rappresentata dai criteri di Maastricht, che si riferiscono tra l'altro alla convergenza in termini di inflazione, rendimenti

obbligazionari, debito e disavanzo dello Stato nel 1997, ha accresciuto la reattività dei tassi a lunga ai cambiamenti nelle aspettative a breve termine di inflazione e di situazione di bilancio. Poiché la convergenza dei tassi a lungo termine rappresenta essa stessa uno dei criteri di Maastricht – e un calo dei rendimenti facilita il conseguimento dei parametri fiscali sia riducendo l'onere debitorio sia compensando alcuni degli effetti di domanda negativi del consolidamento fiscale – un'azione risoluta finalizzata al raggiungimento dei criteri può innescare un processo sinergico di bassa inflazione, migliorata situazione di bilancio e rendimenti obbligazionari decrescenti. Ma per le stesse ragioni questa condizionalità accentua anche la vulnerabilità a cambiamenti avversi nelle aspettative di mercato, ove permangano incertezze circa il conseguimento degli obiettivi di inflazione e di consolidamento fiscale.

... e dall'andamento delle variabili fondamentali ...

Come si è potuto osservare, la convergenza dei rendimenti obbligazionari si è accompagnata a una convergenza dei tassi d'inflazione e a una diffusa azione di risanamento dei bilanci pubblici. Nel riquadro sinistro del grafico IV.8 si può notare come nel 1996 i tassi d'interesse a lungo termine siano maggiormente diminuiti proprio nei paesi in cui durante lo stesso periodo l'inflazione media attesa per il 1997 ha segnato il calo più pronunciato. Un'analoga correlazione può essere individuata tra la caduta dei rendimenti obbligazionari e la correzione al ribasso delle aspettative di disavanzo di bilancio per il 1997 da parte dell'OCSE. Tuttavia, essa pare dovuta piuttosto agli effetti positivi dei decrescenti tassi d'interesse sull'onere debitorio dello Stato che a un inatteso rafforzamento delle misure di restrizione fiscale. Ciò pone in evidenza il pericolo che la tendenza convergente dei rendimenti possa subire una pronunciata inversione.

Oltre al ruolo svolto da fattori fondamentali, vi è anche la possibilità che nell'attuale contesto di bassi tassi d'interesse la ricerca di alti rendimenti abbia



determinato una convergenza eccessiva dei tassi obbligazionari. Negli anni novanta si è avuta una forte correlazione positiva tra il livello medio dei tassi a breve nelle tre maggiori economie e i differenziali delle obbligazioni europee ad alto rendimento rispetto a quelle tedesche. Un'ulteriore conferma del ruolo svolto da fattori di portata globale è fornita dal fatto che la convergenza dei rendimenti obbligazionari non ha riguardato solo le economie europee (Capitolo VII). Infine, l'esperienza degli AEC mostra come nel breve periodo il rafforzamento dei tassi di cambio e la conseguente convergenza dei tassi d'interesse si siano talora accompagnati a un apprezzamento del dollaro USA sul marco tedesco, così come è anche avvenuto nel 1996 (Capitolo V).

... ma permane
il rischio di una
parziale inversione

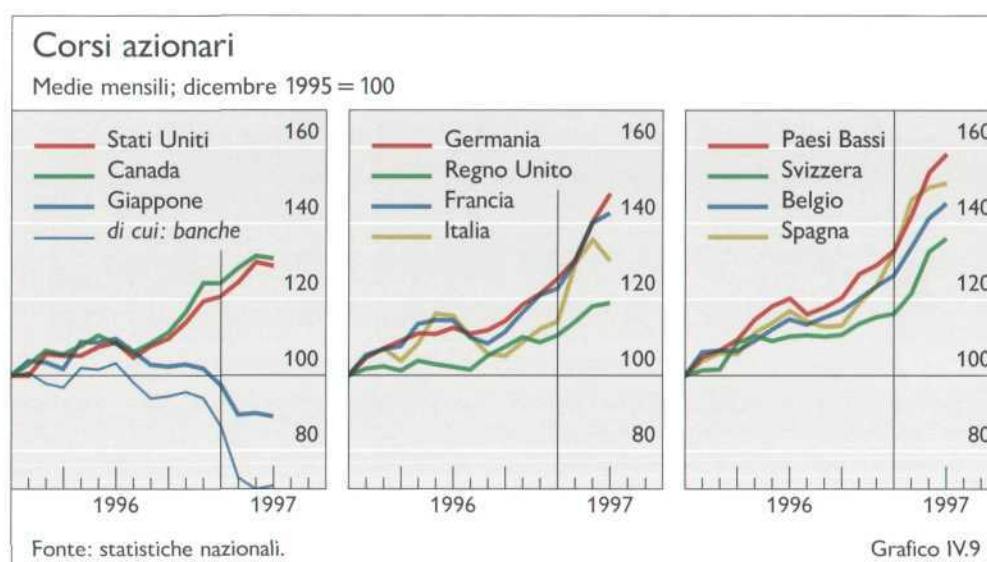
Mercati azionari

Nel 1996 i corsi azionari hanno segnato nuovi record; i maggiori guadagni sono stati registrati nei Paesi Bassi, in Spagna e in Svezia. Inoltre, nella maggior parte dei casi questi forti rialzi hanno fatto seguito ad ampi incrementi cumulativi registrati nei precedenti quattro o cinque anni. La principale eccezione alla tendenza a un aumento dei valori azionari è rappresentata dal Giappone, dove le preoccupazioni per l'impatto della restrizione fiscale sulle prospettive di crescita e l'incertezza circa gli effetti della progettata deregolamentazione finanziaria hanno esercitato pressioni al ribasso sui corsi azionari. Particolarmente colpite sono state le azioni delle banche giapponesi. Un importante fattore che ha contribuito a questo calo è stata la liquidazione di partecipazioni incrociate in seguito alla decisione delle autorità di rinunciare al salvataggio degli azionisti della fallita Hanwa Bank.

Indici azionari
a livelli record...

In alcuni casi il recente aumento delle quotazioni azionarie è stato sostenuto da una forte espansione degli utili aziendali. In Svezia, ad esempio, essi sono saliti del 41% l'anno tra la fine del 1993 e la fine del 1996. In questo stesso periodo anche negli Stati Uniti la crescita dei profitti è stata molto pronunciata. In alcuni mercati ha contribuito a questa progressione l'apprezzamento del dollaro USA. Un'ampia parte delle azioni negoziate, ad esempio, nelle borse tedesche, olandesi e svizzere va attribuita a imprese multinazionali con cospicui investimenti diretti negli Stati Uniti o con un'elevata quota di utili denominati in

... in parte sostenuti
dalla dinamica
degli utili...



Rapporto prezzo/utili ¹									
Paesi	Sett. 1987 ²	Picco 1986–1995		Media 1986–1995	Dic. 1995	Dic. 1996	Marzo 1997	Per memoria: output gap	
		Livello	Data					1987 3° trim.	1996 4° trim.
Stati Uniti	22	26	Mag. 92	18	18	21	21	0,3	0,2
Giappone	70	74	Giu. 87	53	67	57	51	– 2,9	– 2,3
Germania	15	25	Dic. 93	15	16	17	20	– 1,7	– 1,1
Francia	14	19	Gen. 94	12	13	17	18	– 2,2	– 3,0
Italia	15	29	Mag. 94	17	14	17	19	– 0,5	– 1,5
Regno Unito	17	21	Feb. 94	15	16	16	16	3,5	– 1,8
Canada	18	33	Feb. 94	17	15	20	21	2,1	– 3,1
Paesi Bassi	15	18	Feb. 94	12	13	18	20	– 0,7	– 0,2
Svizzera	14	19	Feb. 94	13	17	20	23	– 1,2	– 4,2
Belgio	15	20	Feb. 94	14	14	16	18	– 2,6	– 3,0
Svezia	23	30	Feb. 94	18	17	15	17	3,8	– 1,5

¹ Rapporto tra quotazioni azionarie e utili di bilancio. ² Mese precedente la crisi borsistica globale.
 Fonti: Datastream; OCSE; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella IV.2

dollari USA. Tra gli altri fattori che hanno sostenuto i profitti vanno menzionati l'accresciuta attenzione prestata a un rafforzamento dell'efficienza e della produttività del lavoro, nonché i minori costi di finanziamento dovuti al calo dei tassi d'interesse nominali.

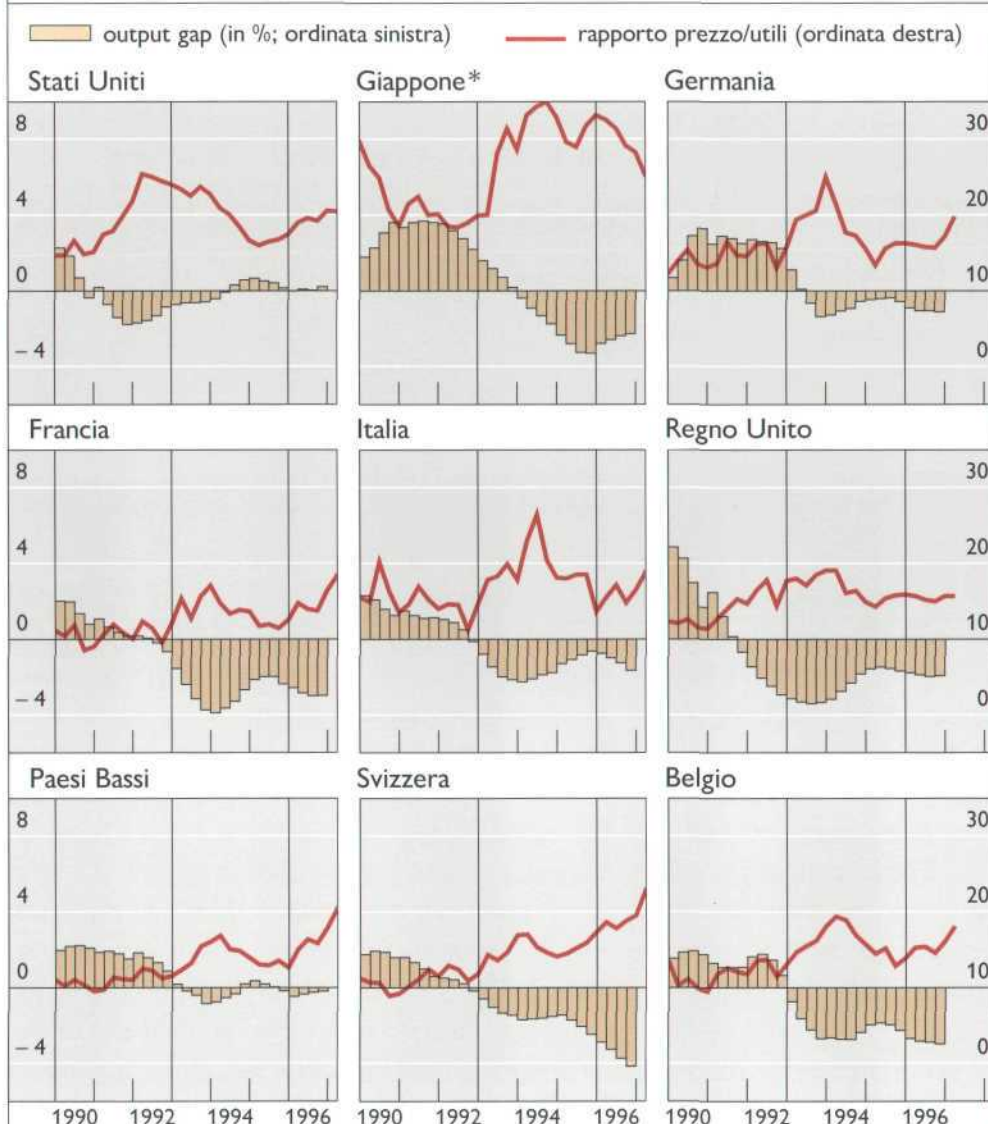
Tuttavia, all'origine del rialzo generalizzato dei corsi azionari non vi è solo la sostenuta dinamica dei profitti aziendali. Nel marzo 1997, il rapporto prezzo/utili nella maggior parte dei mercati, compresi quelli statunitensi, superava la media del periodo 1986–1995 e si collocava a livelli record nei Paesi Bassi e in Svizzera. Sono stati indicati diversi fattori che potrebbero avere favorito la generale tendenza all'aumento di tale rapporto. Anzitutto, si è detto che questa tendenza potrebbe riflettere l'impatto esercitato dalla più bassa inflazione nei paesi industriali sui premi di rischio delle azioni. In secondo luogo, nella misura in cui la recente discesa dei rendimenti obbligazionari nominali rispecchia un calo dei tassi reali, questo è un fattore addizionale in favore di un più elevato rapporto, che ha certamente svolto un ruolo nei paesi con rendimenti storicamente alti, come Italia e Spagna. In terzo luogo, specie negli Stati Uniti, il più elevato indice può rispecchiare in certa misura una crescente tendenza delle imprese a riacquistare le proprie azioni.

Il recente aumento degli indici prezzo/utili appare più pronunciato se si tiene conto delle posizioni cicliche. Tali indici raggiungono normalmente un massimo nello stadio iniziale della ripresa congiunturale, quando esistono margini nel medio periodo per una crescita degli utili superiore alla media. In tale ottica, il rapporto prezzo/utili nei mercati olandese e statunitense nel marzo di quest'anno appare relativamente elevato rispetto ai valori del passato, giacché entrambe le economie stavano praticamente operando a livelli di pieno impiego.

Può essere anche utile un confronto tra la situazione recente e quella del settembre 1987. A quell'epoca il rapporto prezzo/utili sul mercato statunitense non era eccezionalmente alto e tuttavia le azioni USA persero circa il 30% del

... ma desta interrogativi la loro appropriatezza

Output gap e rapporto prezzo/utigli



* Il rapporto prezzo/utigli è rappresentato da un livello pari alla metà di quello effettivo.

Fonti: Datastream; OCSE, "Economic Outlook"; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Grafico IV.10

loro valore nella successiva correzione intervenuta nei mercati mondiali. Nel marzo 1997 gli indici per Germania, Francia, Belgio e Paesi Bassi erano superiori a quelli del settembre 1987, anno in cui ciascuno di questi paesi si trovava in una posizione del ciclo economico più o meno analoga a quella raggiunta attualmente.

La sostenibilità dei recenti rialzi dei corsi azionari dipenderà in parte dall'evoluzione futura dei profitti societari. Gli analisti prevedono per i prossimi tre-cinque anni una crescita media degli utili negli Stati Uniti del 13% l'anno. Si fa osservare che esistono molti fattori, oltre alla posizione ciclica dell'economia, i quali influiscono sulla dinamica dei profitti delle imprese, e vi sono indicazioni che tali fattori stanno attualmente svolgendo un ruolo maggiore che in passato. In particolare, dal momento in cui è stato annullato lo scarto dal PIL potenziale nel 1994, gli Stati Uniti hanno fatto registrare una crescita degli utili di gran lunga superiore a quella avutasi in passato nelle medesime circostanze (tabella IV.3).

Utili reali per azione negli Stati Uniti ¹					
	Periodo ²				
	1965 4° trim.	1972 2° trim.	1977 1° trim.	1985 2° trim.	1994 3° trim.
Crescita su tre anni ³	0,2	4,7	3,3	0,6	15,4 ⁴
Crescita su sei anni ³	- 3,7	3,2	- 4,0	0,1	-

¹ Utili per azione deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. ² Trimestre in cui si è annullato l'output gap. ³ Crescita, su base annua, rispetto al corrispondente periodo di riferimento, in percentuale. ⁴ Crescita tra il terzo trimestre 1994 e il primo trimestre 1997.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella IV.3

Drastiche misure di riduzione dei costi, un'accelerazione del progresso tecnologico rispecchiato dai minori costi dei beni strumentali e l'apertura di nuovi mercati rappresentano alcuni degli esempi spesso citati per spiegare la recente espansione degli utili e il suo probabile proseguimento.

La sostenibilità di questi guadagni dipenderà anche dal permanere di altri fattori di sostegno, come l'apprezzamento del dollaro USA nel 1995-96. Ulteriori incrementi dei tassi a lungo termine al di fuori degli Stati Uniti o una minore propensione al rischio degli operatori potrebbero esercitare pressioni al ribasso sui corsi azionari. Un inasprimento significativo della politica monetaria statunitense potrebbe parimenti agire in tal senso.

Prezzi delle attività e politica monetaria

Vi sono varie ragioni per cui le banche centrali potrebbero voler reagire ai movimenti dei prezzi delle attività. Una prima ragione, che verrà discussa anche nei Capitoli VI e VIII, è che un assetto distorto dei prezzi delle attività può danneggiare la solidità del sistema finanziario. Verso la fine degli anni ottanta molti paesi hanno registrato forti incrementi dei prezzi delle attività reali e finanziarie, connessi con la deregolamentazione finanziaria e una rapida espansione del credito. Quando questi incrementi si sono rivelati in seguito insostenibili, sono intervenute massicce perdite nel settore bancario, che hanno aggravato la recessione e ritardato la ripresa. Se, da un lato, questo episodio mette in luce i rischi che comporta il fatto di trascurare i prezzi delle attività nella formulazione della politica monetaria, va anche detto che la recente ascesa ha riguardato solo le attività finanziarie e non si è accompagnata a una rapida espansione del credito, per cui si può ritenere che i bilanci del settore privato sarebbero meno esposti qualora vi fosse un'inversione nei prezzi delle attività. Inoltre, nella misura in cui l'attenzione delle autorità monetarie è incentrata sull'impatto che un'improvvisa caduta dei prezzi delle attività potrebbe avere sul sistema finanziario, un inasprimento della vigilanza e regolamentazione prudenziale parrebbe più appropriato che la manovra dei tassi d'interesse.

Una seconda ragione per cui le banche centrali potrebbero voler reagire ai movimenti nei prezzi delle attività sta nel ruolo importante che esse svolgono nel meccanismo di trasmissione. Un aumento dei prezzi può avere effetti diretti sulla domanda di beni e servizi e provocare quindi crescenti spinte inflazionistiche. Infatti, i prezzi delle attività – in particolare degli immobili che rappresentano

Prezzi delle
attività e solidità
del sistema
finanziario ...

... trasmissione
della politica
monetaria ...

la principale componente del patrimonio netto delle famiglie – possono incidere sulla ricchezza e sulla spesa in consumi delle famiglie, nonché sulla capacità delle imprese di raccogliere fondi e quindi di investire. Essi hanno anche un influsso sul valore delle garanzie collaterali e sulla disponibilità delle banche a erogare credito. L'importanza dei prezzi delle attività è risultata evidente lo scorso anno nel Regno Unito e nei Paesi Bassi, dove l'accresciuta ricchezza delle famiglie ha costituito un importante fattore propulsivo della spesa per consumi.

In pratica, tuttavia, i responsabili delle politiche possono esitare a reagire troppo energicamente a una variazione dei prezzi delle attività. Un problema particolare sta nel fatto che è difficile stabilire le cause di tale variazione e i suoi potenziali effetti sulla spesa. In verità, in molti paesi la flessione borsistica del 1987 pare aver avuto ripercussioni modeste sulla spesa per consumi. Inoltre, poiché i prezzi delle attività dipendono ampiamente dalle aspettative concernenti le condizioni economiche, è difficile giudicare come essi reagirebbero all'azione delle politiche. Ad esempio, un inatteso cambiamento di indirizzo potrebbe scatenare una reazione molto più forte che non una correzione prevista. Ciò sottolinea come sia auspicabile segnalare ai mercati finanziari le intenzioni delle autorità, specie quando viene modificato l'orientamento della politica. Inoltre, poiché i prezzi delle attività sono determinati da aspettative proiettate molto a lungo termine, va tenuto conto anche della possibilità di reazioni perverse. Ad esempio, un inasprimento della politica monetaria potrebbe indurre gli operatori a rivalutare le prospettive di una sostenibile crescita non inflazionistica e quindi determinare addirittura un rialzo dei corsi correnti delle attività.

Una terza ragione per cui i prezzi delle attività possono essere utili ai fini della formulazione della politica monetaria è che essi contengono informazioni sulle aspettative dei mercati finanziari circa le condizioni monetarie e macroeconomiche future. Ad esempio, vi sono molti riscontri empirici che la pendenza della curva dei rendimenti contiene informazioni sulle aspettative di politica monetaria, di crescita economica e di inflazione. Dato che le reazioni dei mercati finanziari ai cambiamenti di indirizzo attesi sono normalmente contenute, tali cambiamenti possono essere attuati più rapidamente allorché i prezzi delle attività, come i rendimenti obbligazionari e i tassi di cambio, indicano che la correzione monetaria è già stata scontata dai mercati.

Tuttavia, sebbene i corsi delle attività possano essere un utile indicatore, una politica impostata direttamente in funzione del loro andamento potrebbe innescare movimenti dei corsi che si autoconvalidano. Ad esempio, se le banche centrali interpretassero un rialzo dei tassi a lungo termine come segnale di crescenti aspettative inflazionistiche, e quindi tale da giustificare un inasprimento, la manovra monetaria convaliderebbe tale aumento iniziale. Essa potrebbe quindi innescare nuovi rialzi dei rendimenti a lungo termine, che a loro volta condurrebbero a un ulteriore aumento dei tassi a breve, non giustificato dalle condizioni economiche di fondo. Se da un lato, dunque, non appare appropriata una reazione sistematica ai prezzi delle attività, dall'altro le informazioni in essi contenute possono essere incorporate nelle previsioni della banca centrale sulle future condizioni economiche e svolgere in tal modo un certo ruolo nella formulazione della politica monetaria.

... e valore
segnalatico delle
aspettative

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

Aspetti salienti

Lo scorso anno il mercato valutario è stato contraddistinto dal permanere di due sviluppi già in evidenza nel 1995. Il primo è il rafforzamento del dollaro USA, articolato in due fasi. Per gran parte del 1996, malgrado il persistente disavanzo commerciale degli Stati Uniti, le reazioni degli operatori al differenziale positivo d'interesse e alla prospettiva di un suo ulteriore ampliamento hanno determinato un apprezzamento moderato della moneta nordamericana. Successivamente, verso la fine dell'anno, quando si è confermato il vigore dell'espansione economica statunitense, il rialzo del dollaro nei confronti di marco e yen si è fatto molto più pronunciato.

All'ascesa della valuta USA si è accompagnato un rafforzamento di determinate divise europee rispetto al marco tedesco e al franco svizzero. Ciò ha favorito l'ingresso del marco finlandese e il rientro della lira italiana negli AEC rispettivamente nei mesi di ottobre e novembre. Questo rafforzamento e il connesso calo dei rendimenti obbligazionari hanno scontato e al tempo stesso reso più probabile l'introduzione dell'euro, il secondo aspetto di rilievo del periodo sotto rassegna.

Le aspettative degli operatori vanno chiaramente nel senso della moneta unica: i tassi a termine sono indicativi di una stabilità dei cambi tra le divise per le quali si ritiene più verosimile l'adesione all'UEM. I mercati valutari – che rischiano di veder scomparire fino al 10% del volume mondiale di contrattazioni – hanno rivolto l'attenzione verso le monete dei mercati emergenti, un settore in rapida crescita. Sebbene siano stati i possibili cambiamenti nella gestione delle riserve ufficiali in seguito all'introduzione dell'euro ad avere attratto l'attenzione degli osservatori, ben più importante potrebbe dimostrarsi una diversa gestione dei patrimoni privati e delle passività mondiali. Non va peraltro sopravvalutata l'influenza di tali ricomposizioni di portafoglio sui cambi. Le differenze nella posizione relativa del ciclo economico e di conseguenza nell'orientamento monetario dei principali paesi esercitano verosimilmente un influsso superiore sull'assetto dei cambi.

In definitiva, il ruolo internazionale di euro, dollaro e yen dipenderà in certa misura dal loro uso come valute ancora da parte di paesi terzi. Se l'euro, grazie alla sua base più ampia, potrebbe in linea di principio dimostrarsi più adatto allo scopo rispetto alle valute che passerà a sostituire, il dollaro gode del vantaggio datogli dal suo status consolidato di moneta di riserva. Le politiche valutarie dei paesi in rapida crescita influiranno in misura rilevante sul futuro ruolo mondiale dell'euro.

Dollaro USA, marco tedesco e yen

L'apprezzamento del dollaro rispetto allo yen e al marco è riconducibile agli andamenti congiunturali attuali e prospettici nonché alle conseguenti aspettative circa gli orientamenti monetari. Sebbene la forza del dollaro abbia contribuito a mantenere bassa la volatilità a breve termine dei cambi per gran parte del 1996, ci si chiede se la diffusione di nuovi strumenti sui mercati valutari abbia agito come concausa. Dal momento che per buona parte dell'anno le oscillazioni dei cambi principali sono state molto contenute, durante gli ultimi nove mesi del 1996 le autorità dei tre maggiori paesi non sono intervenute e l'eccezionale incremento delle riserve ufficiali va ricondotto piuttosto agli ingenti afflussi di capitali verso Asia, America latina e parte dell'Europa.

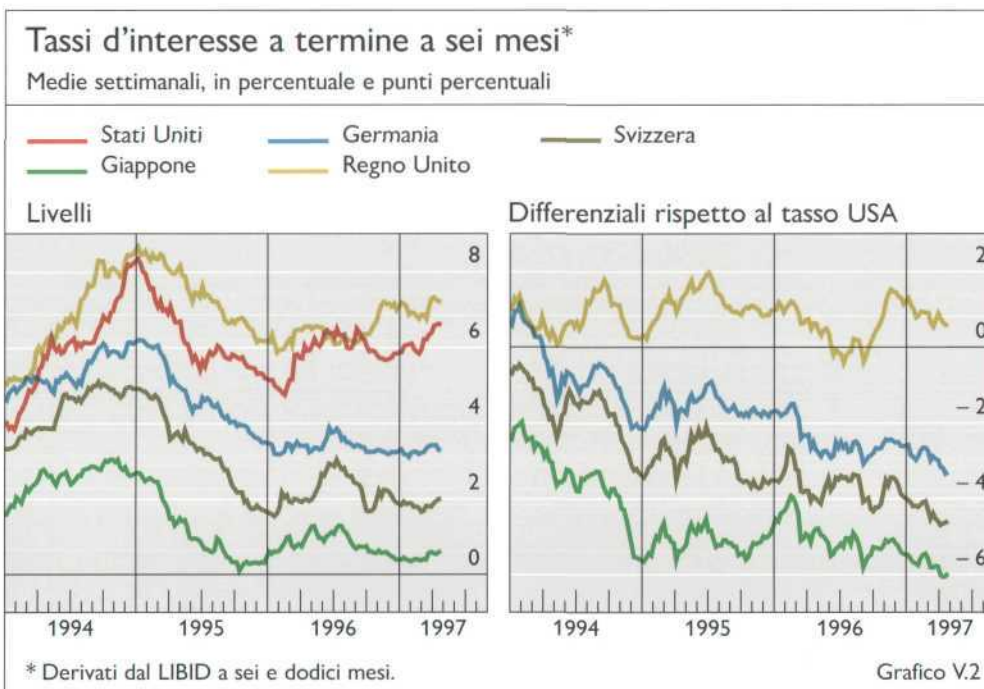
Il dollaro e gli andamenti congiunturali

Gli andamenti difformi del ciclo economico di Stati Uniti, Germania e Giappone (Capitolo II) hanno condizionato le attese degli operatori circa la posizione relativa delle politiche monetarie dei tre paesi. Dopo essere state alternanti per gran parte del 1996, nell'ultimo scorcio d'anno le aspettative sono andate nel senso di un rialzo dei tassi ufficiali USA per frenare l'andamento vigoroso dell'economia statunitense e di persistenti bassi tassi d'interesse tedeschi e giapponesi. Ciò ha trovato espressione nei differenziali tra i tassi a termine (grafico V.2) che forniscono la chiave di lettura dei movimenti delle tre valute in corso d'anno.

Le quotazioni del dollaro sono salite nel primo semestre dello scorso anno, sospinte dalle attese di un allentamento monetario in Germania per la debole dinamica economica e di una stabilità dei tassi d'interesse in Giappone. In quest'ultimo paese, le aspettative di bassi rendimenti sono mutate solo per poco

Oscillazioni contenute del dollaro in un contesto di mutevoli aspettative di politica monetaria...

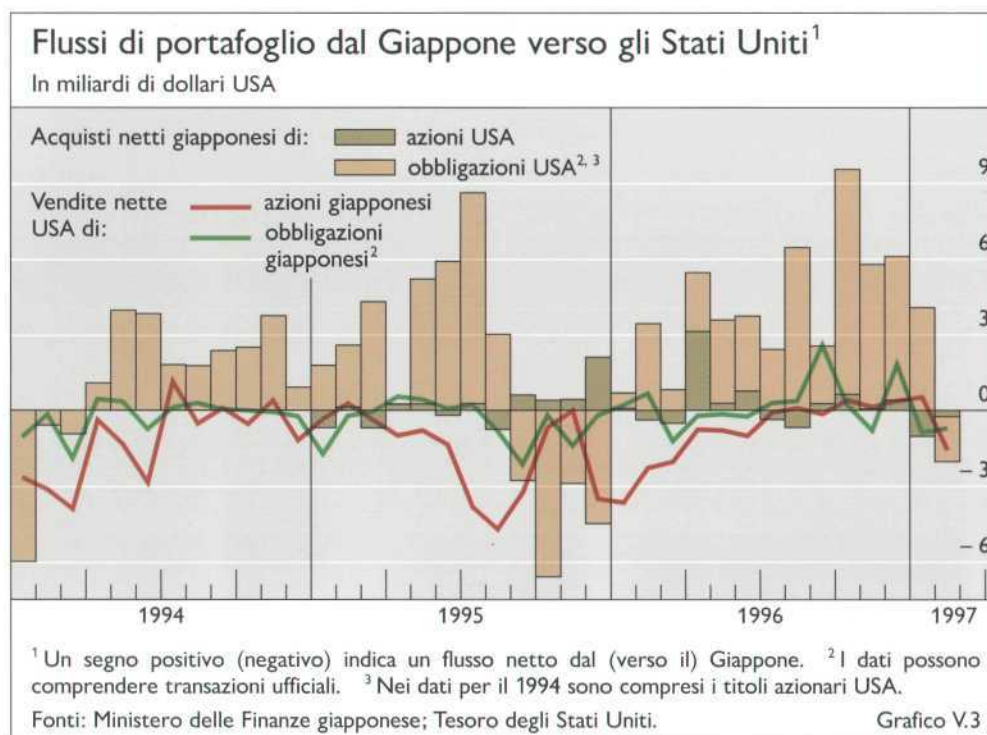




a fine aprile allorché la Banca del Giappone ha lasciato intendere che un rialzo dei tassi avrebbe accompagnato la ripresa, mentre non sono state modificate affatto dalla pubblicazione in giugno di dati che segnalavano un'espansione eccezionalmente forte del prodotto nei primi tre mesi dell'anno.

Nel corso del terzo trimestre 1996 la moneta USA ha reagito al variare delle aspettative circa l'indirizzo delle autorità monetarie statunitensi e tedesche e ha oscillato tra DM 1,47 e 1,53. Inoltre, ha superato quota ¥ 110 in un contesto di corsi azionari calanti in Giappone e di ulteriori indicazioni della probabile incapacità di autosostentarsi della ripresa giapponese, con il verosimile perdurare di bassi tassi d'interesse. Il cedimento del mercato azionario statunitense del 16 luglio ha interrotto brevemente l'ascesa del dollaro, ridimensionandone il valore di 3 pfennig. Gli investitori del mercato azionario sono parsi reagire ai segni di rapida crescita, i quali hanno acuito il timore che la Riserva federale avrebbe potuto essere indotta a innalzare bruscamente i tassi come nel 1994. Il fatto che la divisa nordamericana abbia seguito la caduta del mercato azionario invece di accompagnare l'aumento dei tassi d'interesse sul dollaro ha sollevato la questione più generale del nesso tra la moneta e i prezzi delle attività negli USA.

La valuta americana ha registrato un ulteriore apprezzamento rispetto allo yen nell'ultimo trimestre dello scorso anno nonostante gli operatori siano tornati a puntare sulla stabilità della politica monetaria statunitense. La debolezza dell'economia giapponese e i timori circa la solidità del sistema finanziario nipponico hanno reso meno verosimile nel breve periodo un rialzo dei tassi d'interesse. Per giunta, il grado insolitamente basso di contenzioso commerciale con gli Stati Uniti e il calo a livelli inferiori al 3% dei rendimenti sui titoli di Stato giapponesi hanno indotto gli investitori nipponici a ritenere meno rischioso l'acquisto di obbligazioni estere a cedola più elevata (grafico V.3). Agli ingenti deflussi di portafoglio dal Giappone si sono aggiunti i minori investimenti



esteri sul mercato azionario di Tokyo. Anche con la ripresa degli investimenti in titoli in valuta estera da parte di acquirenti istituzionali e di famiglie giapponesi, il volume di contrattazioni internazionali si è comunque mantenuto ben al disotto del massimo toccato nel 1989 (tabella V.1).

Verso la fine del 1996 hanno influito sul cambio dollaro/marco le mutevoli aspettative circa l'UEM e le attese di un probabile ribasso dei tassi d'interesse ufficiali tedeschi. La valuta statunitense si è rafforzata nel clima di forte ottimismo circa le prospettive dell'Unione monetaria venutosi a creare tra la fine di novembre – quando la lira è rientrata negli AEC – e gli inizi di dicembre. Successivamente, al volgere dell'anno, ha registrato un ulteriore apprezzamento allorché le aspettative si sono riorientate verso un inasprimento della politica della Riserva federale. Ciò ha indotto i Ministri finanziari del Gruppo dei Sette, nel febbraio del 1997, a esprimere l'opinione che il pronunciato disallineamento

... sino all'apprezzamento di fine anno per la prospettiva immediata di un rialzo dei tassi USA

Transazioni internazionali in titoli obbligazionari e azionari ¹											
	1975	1980	1985	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
	in percentuale del PIL										
Stati Uniti	4	9	35	101	89	96	107	129	131	135	164
Giappone	2	8	62	156	119	92	72	78	60	65	84 ²
Germania	5	7	33	66	57	55	85	171	159	172	200
Francia		5	21	52	54	79	122	187	201	180	227 ³
Italia	1	1	4	18	27	60	92	192	207	253	468
Canada	3	10	27	55	64	81	113	153	212	194	258

¹ Dati lordi sulle transazioni in titoli fra residenti e non residenti. ² Sulla base dei dati relativi ai regolamenti. ³ Gennaio-settembre in ragione annua.

Fonte: statistiche nazionali. Tabella V.1

Dollaro USA: stime della parità del potere d'acquisto e del valore di equilibrio fondamentale						
	Tasso di cambio di mercato ¹ rispetto al dollaro	Parità del potere d'acquisto (PPA)		PPA corretta per la produttività Goldman Sachs ⁴	Tasso di cambio di equilibrio fondamentale	
		OCSE ²	Penn ³		IIE	SBS ⁴
Marco tedesco	1,70	2,05	2,12	1,51	1,45–1,50	1,42
Yen	123	172	188	112	100	94

¹Il 9 maggio 1997. ²Media del 1996. ³1992. ⁴Primi mesi del 1997.
 Fonti: OCSE; Penn World Tables 5.6; Goldman Sachs; John Williamson, aggiornamento non ufficiale ad aprile 1996 delle stime contenute in "Estimating equilibrium exchange rates"; Institute for International Economics (IIE), Washington, D.C. (settembre 1994); Società di Banca Svizzera (SBS).
 Tabella V.2

dei mercati valutari del 1995 era stato ormai corretto. All'epoca della riunione il dollaro si era infatti apprezzato rispettivamente del 20 e del 52% nei confronti di marco e yen in rapporto ai minimi toccati nella primavera del 1995. La moneta USA ha poi continuato a rafforzarsi nell'ultima parte di febbraio e nel mese successivo, avvertendo in misura soltanto modesta il previsto inasprimento della Riserva federale di fine marzo. Un ulteriore rialzo è stato registrato in aprile, quando i dati confermavano l'esistenza di una forte domanda di manodopera e di crescenti pressioni salariali negli Stati Uniti, mentre in Germania la disoccupazione si manteneva a livelli elevati e in Giappone gli aumenti d'imposta minacciavano di rallentare la domanda.

Tali ampie variazioni dei cambi hanno agito nel senso di riorientare la domanda mondiale verso le economie con una più debole crescita. Esse hanno senz'altro favorito l'Europa (Capitolo II), stimolando le esportazioni e sostenendo la crescita, allorché i governi si accingevano a tagliare i disavanzi di bilancio in vista dell'introduzione della moneta unica. Il recupero del dollaro ha altresì concorso a contenere il rischio di surriscaldamento dell'economia statunitense. Tuttavia, in una prospettiva a più lungo termine, ci si può chiedere se l'attuale livello del dollaro sia coerente con le grandezze economiche fondamentali.

In termini di potere d'acquisto il dollaro appare ancora sottovalutato (tabella V.2), nel senso che beni e servizi permangono meno cari negli Stati Uniti che in Europa o in Giappone. Assumendo come parametro la dinamica della posizione patrimoniale statunitense sull'estero si profila invece un quadro diverso. I tassi di cambio di equilibrio fondamentale sono i tassi effettivi compatibili con uno squilibrio di parte corrente tale da non modificare il rapporto fra debito esterno e PIL. Stime necessariamente approssimative fanno ritenere che ai tassi di mercato del maggio 1997 il dollaro sia in certa misura sopravvalutato rispetto al marco e ancor più rispetto allo yen. Anche se un eventuale allargamento del disavanzo esterno statunitense diverrebbe manifesto soltanto in tempi lunghi, i \$18 miliardi di saldo commerciale negativo di gennaio indicano che tale processo potrebbe essere effettivamente iniziato. L'avanzo giapponese sembra avere già toccato il suo punto di minimo nel 1996.

Il ruolo ciclico del dollaro ...

... e le grandezze economiche fondamentali di lungo periodo

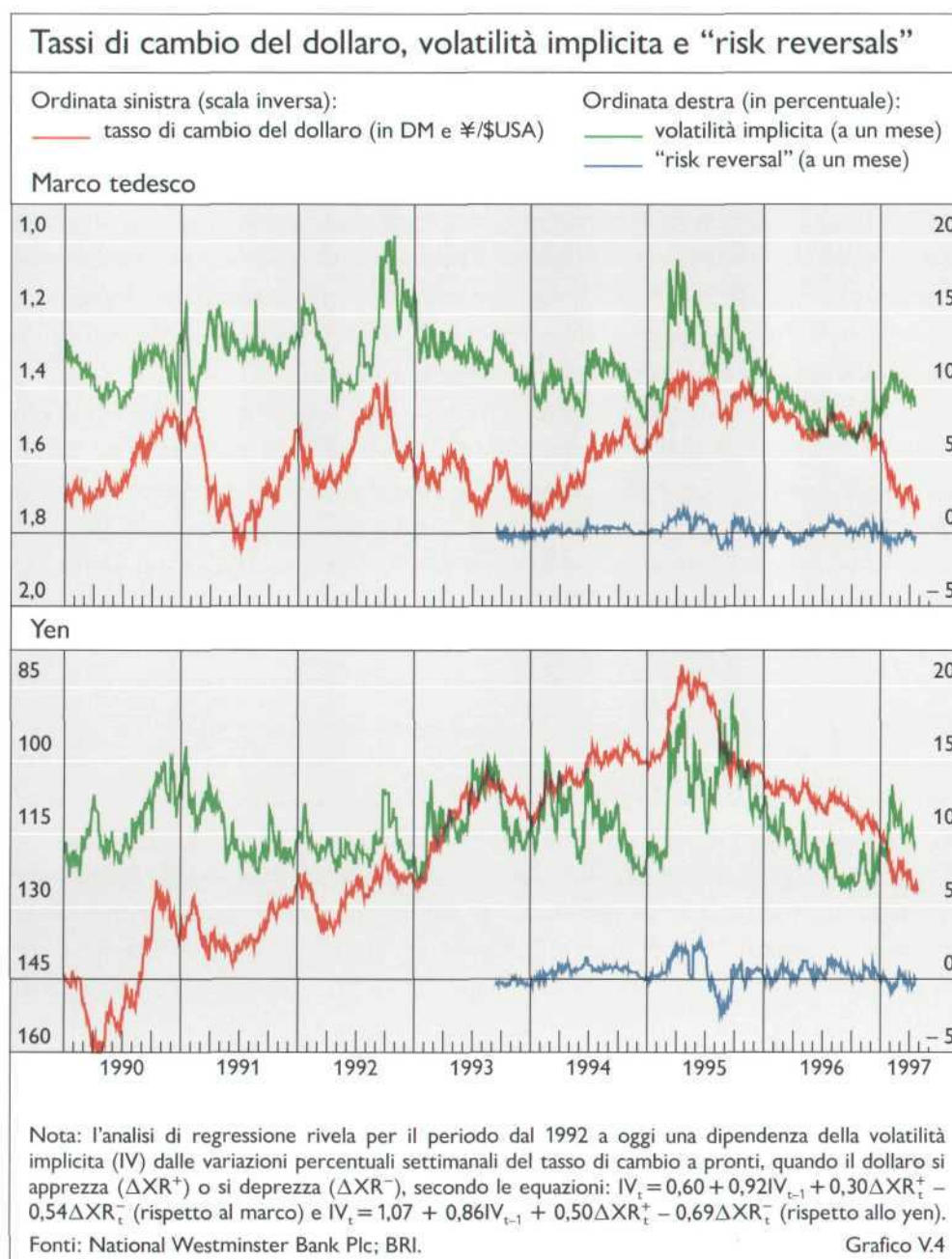
Volatilità e ciclo del dollaro

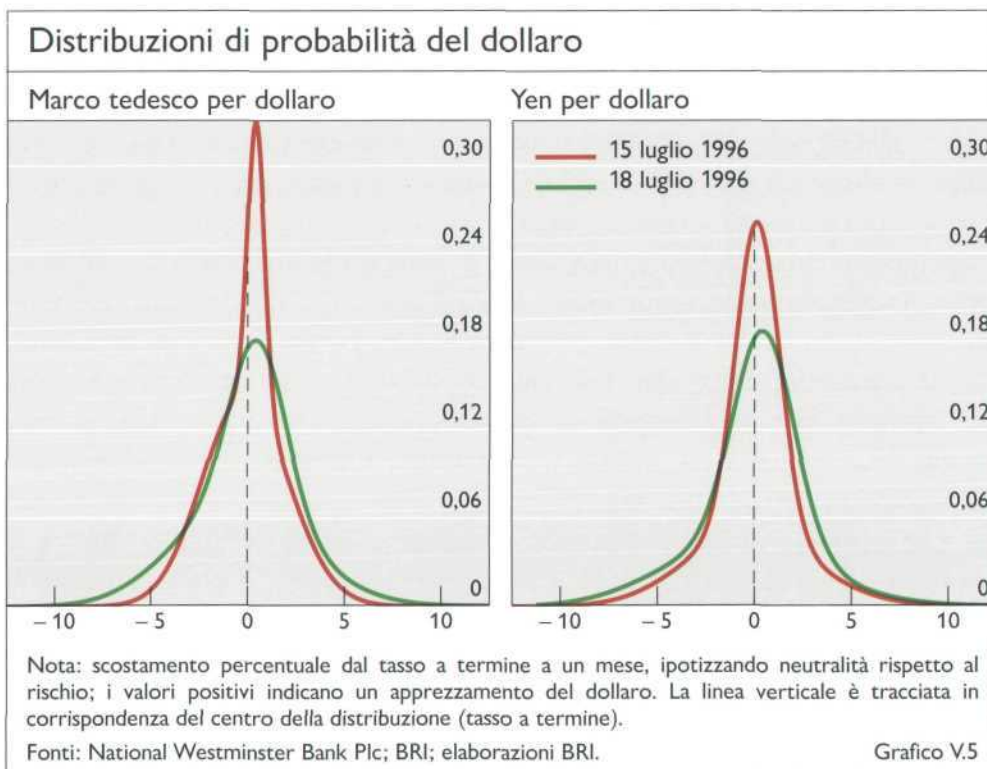
Risulta più semplice spiegare la forte ascesa del dollaro dal 1995 che l'intervallo di oscillazione a breve termine eccezionalmente ristretto dei principali cambi e i bassi premi delle opzioni valutarie (scarsa volatilità implicita) nel corso di gran parte del 1996 (grafico V.4). Le banche centrali dei principali paesi, che non hanno ritenuto di dover intervenire su mercati così tranquilli, si sono poste la questione se la relativa stabilità fosse destinata a durare. Il dibattito si è incentrato sul possibile contributo di una nuova generazione di opzioni nel determinare condizioni permanenti di inferiore volatilità. Merita comunque attenzione anche il ruolo del ciclo del dollaro nel propiziare quella che potrebbe rivelarsi una fase di calma soltanto temporanea.

La bassa volatilità registrata dal dollaro nel 1996 può essere parzialmente ascrivibile alla tendenza ascendente della moneta statunitense. A causa della

Bassa volatilità
per ...

... l'andamento
tendenziale del
dollaro ...





situazione debitoria netta verso l'esterno e del persistente disavanzo corrente degli Stati Uniti, gli investitori e gli operatori internazionali hanno una posizione attiva netta in dollari. La spinta a coprirsi contro un calo del dollaro determina un aumento dei corsi delle opzioni superiore (maggiore grado di volatilità implicita) a quello provocato dalla parallela ma più debole tendenza a coprirsi contro un suo apprezzamento. Pertanto, il forte rialzo della moneta USA attorno alla fine dell'anno non ha determinato valori di volatilità implicita superiori a quelli medi.

L'episodio di debolezza del dollaro a metà luglio ha fatto supporre l'esistenza di un collegamento tra la ricchezza finanziaria internazionale e il prezzo delle opzioni in dollari. In presenza di una caduta dei mercati azionari negli Stati Uniti e altrove, con il concomitante calo della divisa nordamericana, gli operatori hanno fatto salire la volatilità implicita ampliando la distribuzione di probabilità e hanno attribuito maggior peso alla possibilità di un'ulteriore flessione del dollaro allargando la coda sinistra della distribuzione (grafico V.5).

Il grado generalmente basso di volatilità implicita nel corso del 1996 potrebbe altresì essere riconducibile al maggior favore incontrato presso gli investitori da una nuova generazione di opzioni, chiamate "range" o "binary". Prima della comparsa di tali opzioni, gli investitori che puntavano sulla stabilità di un cambio potevano liquidare puts e calls attorno al tasso corrente. Dal momento però che tale strategia comportava generalmente un rischio di perdita illimitato in caso di forti oscillazioni valutarie, solo pochi speculatori trattavano questi titoli e comunque esclusivamente per contratti a breve. Con la nuova generazione di opzioni, invece, chi non desidera perdere più di una certa somma può facilmente puntare sulla stabilità dei cambi anche per orizzonti temporali fino a un anno. Con le opzioni "range" l'investitore versa in anticipo un importo determinato, che perderà in caso di fuoriuscita del tasso da una fascia prestabilita

... e la presenza di una nuova generazione di opzioni

e recupererà invece, moltiplicato per un fattore interessante, in caso di *permanenza* nella medesima.

Sui mercati finanziari mondiali del 1996, contraddistinti da un'ampia liquidità e dalla diffusa ricerca di più alti rendimenti, questi nuovi prodotti hanno costituito un ulteriore veicolo di crescita dei redditi. Il pagamento di importi predefiniti ha consentito a nuovi gruppi di investitori di accedere al mercato della volatilità valutaria. Persino gli acquirenti di titoli a reddito fisso con una bassa propensione al rischio, come pure i fondi d'investimento e le imprese, hanno assunto tali posizioni. Si cita a questo proposito l'esempio di uno strumento denominato in franchi svizzeri e venduto a investitori al dettaglio che prevedeva un interesse zero (costo-opportunità) qualora il cambio franco/dollaro fosse fuoriuscito da una fascia predeterminata e uno superiore ai tassi di mercato (il multiplo interessante) in caso contrario.

Le opzioni "range" potrebbero parimenti aver contribuito a ridurre la volatilità dei cambi nel corso del 1996. I market-makers, che costituiscono la controparte in queste operazioni, si sono coperti vendendo opzioni ordinarie e acquistando il dollaro basso per poi rivenderlo alto sul mercato a pronti. Queste due strategie di copertura hanno rinforzato la tendenza cedente della volatilità implicita e hanno contribuito a mantenere i cambi a pronti all'interno delle fasce di oscillazione. Naturalmente, nel contesto di maggiore fiducia nella forza dell'economia statunitense che si è venuto a creare verso la fine dell'anno, le nuove opzioni non hanno impedito né al dollaro di apprezzarsi né alla volatilità di riportarsi su livelli normali.

Andamenti delle riserve e finanziamento delle partite correnti

Lo scorso anno le disponibilità valutarie ufficiali hanno registrato un incremento eccezionale di quasi \$200 miliardi a tassi di cambio costanti (tabella V.3), malgrado l'assenza di interventi da parte delle autorità tedesche e statunitensi per l'intero 1996 e i primi tre mesi del 1997. La Banca del Giappone, dopo aver accresciuto di \$21 miliardi le proprie riserve nel primo trimestre 1996 in seguito a interventi e introiti per interessi, pare non aver compiuto alcuna operazione sul mercato valutario nel corso dei 12 mesi successivi. L'ulteriore aumento di \$14 miliardi registrato negli ultimi nove mesi dell'anno appare riconducibile principalmente ai proventi su uno stock di attività valutarie che aveva raggiunto i \$207 miliardi alla fine del 1996. Gran parte della crescita delle riserve ufficiali ha riguardato altri paesi asiatici, in particolare la Cina, e l'America latina. In Europa, anche Spagna e Italia hanno accumulato notevoli disponibilità per l'effetto congiunto degli investimenti esteri in obbligazioni denominate in lire e pesetas e dell'acquisto di dollari o marchi da parte delle rispettive banche centrali.

Nel 1996 gli Stati Uniti hanno finanziato gran parte del loro disavanzo corrente con afflussi ufficiali. Nonostante questo fosse già successo nel 1987 e nel 1995, lo scorso anno i fattori sottostanti sono stati diversi. In effetti, nel 1987 e nel 1995 la moneta USA aveva risentito della riluttanza degli investitori esteri privati ad assorbire il flusso di dollari generato dal disavanzo corrente statunitense ai tassi di cambio e d'interesse correnti, e quindi, indebolendosi rispetto alle principali valute, aveva occasionato un intervento di sostegno da parte delle

Crescita record delle riserve nonostante il limitato intervento delle principali banche centrali

Afflussi ufficiali negli USA in contropartita dei deflussi di capitali verso i paesi emergenti

Riserve valutarie ufficiali					
	1993	1994	1995	1996	Consistenze a fine 1996
	in miliardi di dollari USA				
	Variazioni a tassi di cambio correnti				
Totale	110,9	151,8	199,4	169,5	1 517,8
Paesi industriali	32,0	60,9	80,1	72,9	707,0
NIE dell'Asia ¹	20,5	30,3	21,3	15,6	261,6
Altri paesi	58,4	60,6	98,0	81,0	549,2
	Variazioni a tassi di cambio costanti ²				
Totale	115,7	111,6	181,8	196,5	1 517,8
Riserve in dollari detenute:	73,9	91,8	156,1	145,8	1 041,5
negli Stati Uniti ³	66,4	38,3	106,0	122,0	712,1
presso banche al di fuori degli USA ⁴	0,6	30,0	-15,4	19,2	126,2
non classificate	6,9	23,5	65,5	4,6	203,2
Riserve non in dollari	41,8	19,8	25,7	50,7	476,3
di cui: detenute presso banche ⁴	6,2	1,8	7,7	8,0	122,1

¹ Corea, Hong Kong, Singapore e Taiwan. ² Parzialmente stimate; valutate a tassi di cambio di fine anno. Il residuo è stato ripartito sulla base delle disponibilità note. 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 come garanzia per le loro obbligazioni Brady. ⁴ Depositi di istituzioni monetarie ufficiali presso le banche dichiaranti alla BRI.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; BRI.

Tabella V.3

autorità del G-10. Nel 1996, invece, l'apprezzamento del dollaro rispetto alle valute principali e la diffusa ricerca di alti rendimenti sui mercati finanziari internazionali (Capitoli III, VI e VII) hanno determinato forti afflussi di capitali verso i paesi emergenti. Dal momento che molti di questi agganciano la loro moneta al dollaro, il conseguente intervento sui cambi ha provocato un accumulo di riserve, generalmente investite in titoli del Tesoro USA e in altri strumenti liquidi denominati in dollari.

Per quanto concerne il Giappone, nel 1996 il suo avanzo corrente ha avuto come principale contropartita deflussi di fondi privati. In un contesto di tassi obbligazionari interni inferiori al 3% e di attenuazione delle contese commerciali con il relativo rischio di apprezzamento dello yen, gli investitori istituzionali giapponesi – come pure le famiglie – hanno acquistato obbligazioni a più alto rendimento statunitensi (\$45 miliardi), britanniche (\$10 miliardi), canadesi (\$4 miliardi) e australiane (\$3 miliardi).

Valute europee e dollaro canadese

La configurazione dei rapporti di cambio evidenziata nella Relazione dello scorso anno correlava il movimento dei tassi di cambio europei con quello dollaro/marco. Tale configurazione può essere spiegata dai flussi commerciali, dalla posizione relativa del ciclo e dal grado di internazionalizzazione delle singole valute.

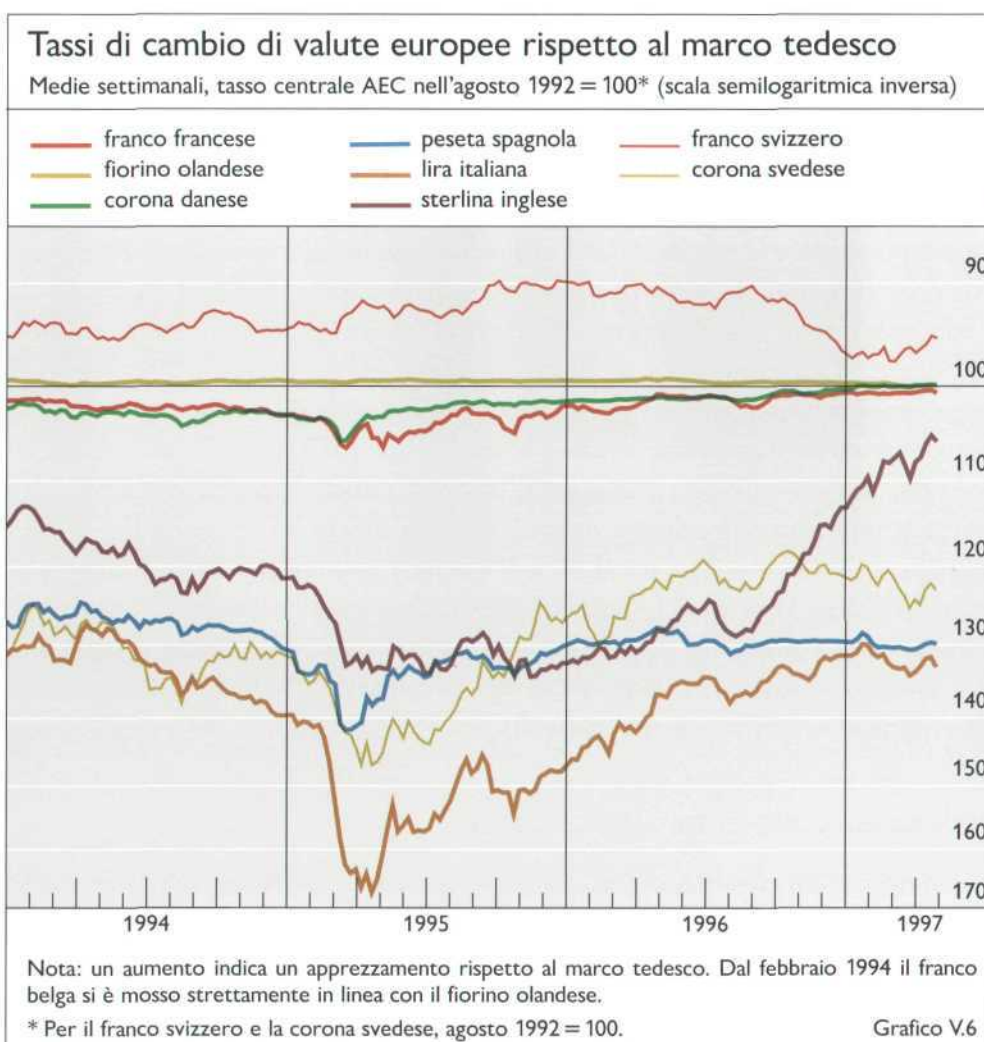
Correlazioni di cambio

Il rafforzamento del dollaro USA rispetto al marco nel corso del 1996 e agli inizi del 1997 è stato accompagnato da un recupero di gran parte delle valute europee nei confronti del marco, con la notevole eccezione del franco svizzero (grafico V.6). Un siffatto andamento dei cambi è in linea con una tendenza già osservata in passato. Quando il marco perde quota rispetto al dollaro, il franco svizzero registra un deprezzamento ancora superiore. Anche gran parte delle altre divise europee subisce un indebolimento – sia pure di entità più limitata – rispetto al dollaro e di conseguenza si apprezza nei confronti del marco, mentre il dollaro canadese e quello australiano guadagnano punti contro la moneta statunitense (grafico V.7). Di solito le valute dei paesi confinanti con la Germania – e ultimamente anche l'escudo e la peseta – seguono molto da vicino l'evoluzione del marco, mentre la sterlina inglese, quella irlandese, la lira italiana e la corona svedese seguono per il 50% o più i movimenti del marco.

I coefficienti riportati in fondo alla tabella V.4 evidenziano il buon grado di corrispondenza tra la reattività dei tassi di cambio e le misurazioni relative all'intensità dell'interscambio, alla correlazione tra i cicli economici e al grado di internazionalizzazione delle singole valute. L'intensità dell'interscambio segue più da vicino degli altri parametri la suddetta configurazione dei rapporti di

La reattività al rapporto dollaro/marco rispecchia...

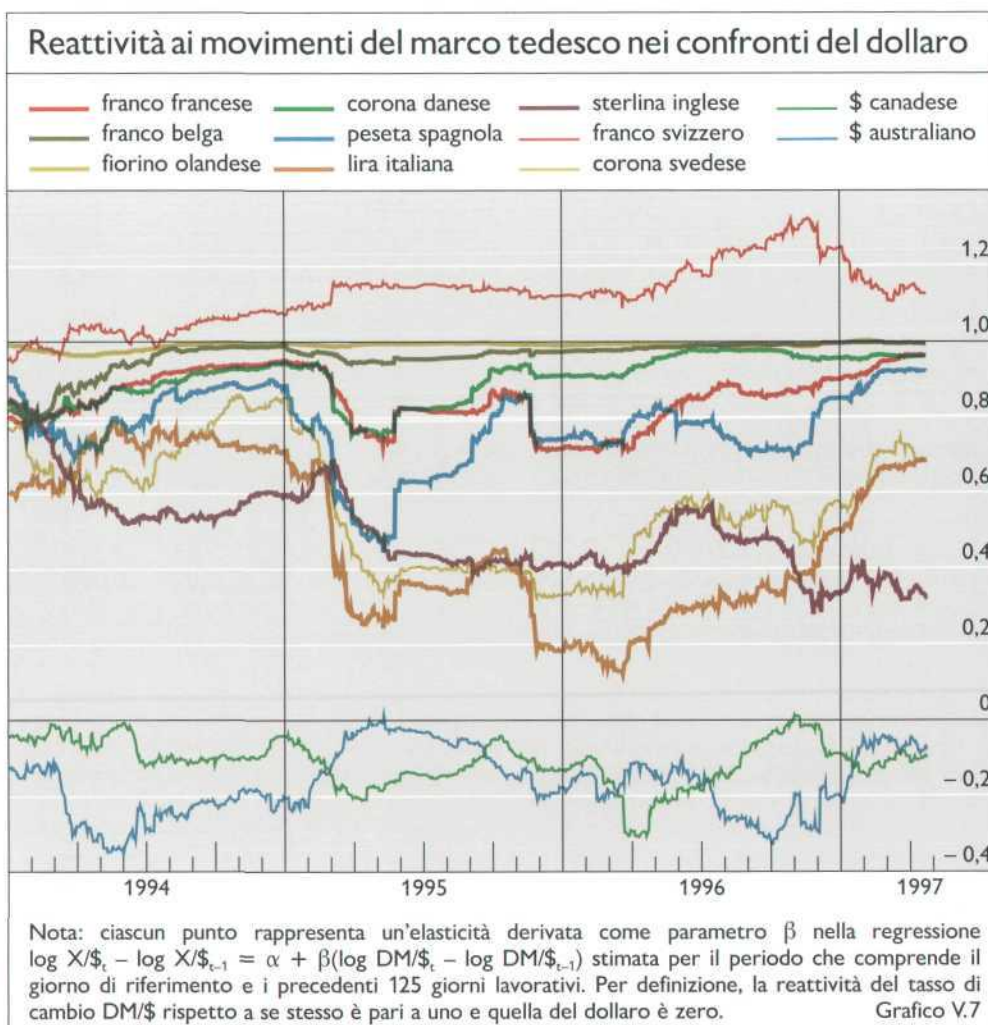
... l'intensità dell'interscambio...



...la sincronia del ciclo...

cambio. Dalle elasticità rilevate si desume che i movimenti del cambio dollaro/marco tendono a esercitare un effetto sostanzialmente analogo sui cambi effettivi delle valute europee. Nondimeno tali elasticità, assieme all'intensità degli scambi, implicano che la recente flessione del marco abbia comportato in Germania un guadagno di competitività superiore a quello dei paesi confinanti.

Un'elevata intensità di scambi – come quella tra Germania e Paesi Bassi – può determinare stretti legami valutari in quanto accresce l'interesse delle autorità a mantenere stabili i tassi di cambio bilaterali. Il commercio, inoltre, trasmette impulsi ciclici da un paese all'altro. I paesi nella stessa fase congiunturale tendono a perseguire analoghe politiche monetarie e a registrare variazioni analoghe nella bilancia dei pagamenti e quindi a presentare movimenti di cambio simili. Rispetto all'intensità degli scambi, tuttavia, la simmetria delle fluttuazioni cicliche presenta un minor grado di corrispondenza con i nessi valutari. La diversa posizione congiunturale di Stati Uniti e Canada spiega perché, a partire dalla fine del 1996, il dollaro canadese non abbia più seguito la consueta tendenza ad apprezzarsi nei confronti di una valuta USA in fase ascendente. In presenza di un'inflazione contenuta e di una disoccupazione tuttora alta in Canada, nel 1996 i tassi ufficiali canadesi sono stati ribassati undici volte e agli inizi del 1997 quelli a breve non hanno seguito immediatamente il rialzo degli omologhi statunitensi.



Un altro fattore esplicativo è l'origine dei fondi spostati dall'Europa al Nord America. Il consistente volume di investimenti internazionali in franchi svizzeri induce a ritenere che in concomitanza con un rafforzamento del dollaro avvenga un trasferimento di fondi dall'Europa al Nord America particolarmente penalizzante per la valuta elvetica, la quale di conseguenza perde quota. Una misura indiretta di questo fenomeno può essere data dall'incidenza della somma dei depositi sull'estero e dei depositi locali in valuta estera sul PIL, che è massima per il franco svizzero, più bassa per il franco francese e minima per la lira italiana.

Gli accadimenti del 1995 e del 1996 suggeriscono che il rapporto di causalità tra la forza del dollaro e la coesione delle valute europee (o le prospettive

... e i movimenti internazionali di capitali

Reattività dei tassi di cambio: una spiegazione										
	Reattivi- tà dei tassi di cambio ¹	Intensità del- l'interscambio ²		Correlazione tra cicli economici				Inter- nazio- nalizza- zione della valuta ⁵	Per memoria: variazione del cambio del dollaro al 16 luglio 1996	
				Output gaps ³		Shock di offerta ⁴			varia- zione % ⁶	rispetto DM/\$
		con DE	con US	con DE	con US	con DE	con US			
Franco svizzero	1,05	2,87	0,59	0,40	0,25	0,34	0,20	3,44	- 2,1	1,37
Marco tedesco	1,00	0,00	0,34	1,00	0,20	1,00	0,18	1,39	- 1,5	1,00
Fiorino olandese	0,94	2,75	0,53	0,63	0,39	0,24	0,18	0,89	- 1,4	0,94
Franco belga	0,93	2,22	0,48	0,52	0,09	0,39	0,15	1,05	- 1,4	0,95
Corona danese	0,84	2,22	0,29	0,29	0,42	0,21	0,17	-	- 1,4	0,94
Franco francese	0,82	1,94	0,42	0,38	0,14	0,36	0,16	0,67	- 1,3	0,82
Escudo portoghese	0,82	1,68	0,30	0,33	- 0,00	0,02	- 0,05	-	- 1,3	0,81
Peseta spagnola	0,73	1,87	0,33	0,10	- 0,33	- 0,03	- 0,08	-	- 1,2	0,81
Sterlina irlandese	0,53	1,15	0,75	-	-	-	-	-	- 0,5	0,33
Corona svedese	0,49	1,59	0,43	0,28	0,29	0,08	0,19	-	- 0,5	0,31
Sterlina inglese	0,46	1,39	0,81	- 0,01	0,56	- 0,05	0,13	0,89	- 0,3	0,32
Lira italiana	0,45	1,93	0,40	0,55	0,41	0,25	0,25	0,62	- 0,6	0,39
Dollaro USA	0,00	0,41	0,00	0,20	1,00	0,18	1,00	1,62	0,0	0,00
Dollaro canadese	- 0,09	0,14	5,29	0,06	0,86	- 0,24	0,22	-	0,2	- 0,12
Dollaro australiano	- 0,12	0,36	0,92	- 0,07	0,76	- 0,05	0,05	-	0,2	- 0,16
Per memoria: correlazione con la reattività ⁷										
dei valori	1,00	0,93	- 0,63	0,69	- 0,71	0,75	- 0,06	0,58	- 0,96	0,97
dei ranghi ⁸	1,00	0,88	- 0,41	0,68	- 0,57	0,69	0,00	0,80	- 0,95	0,95

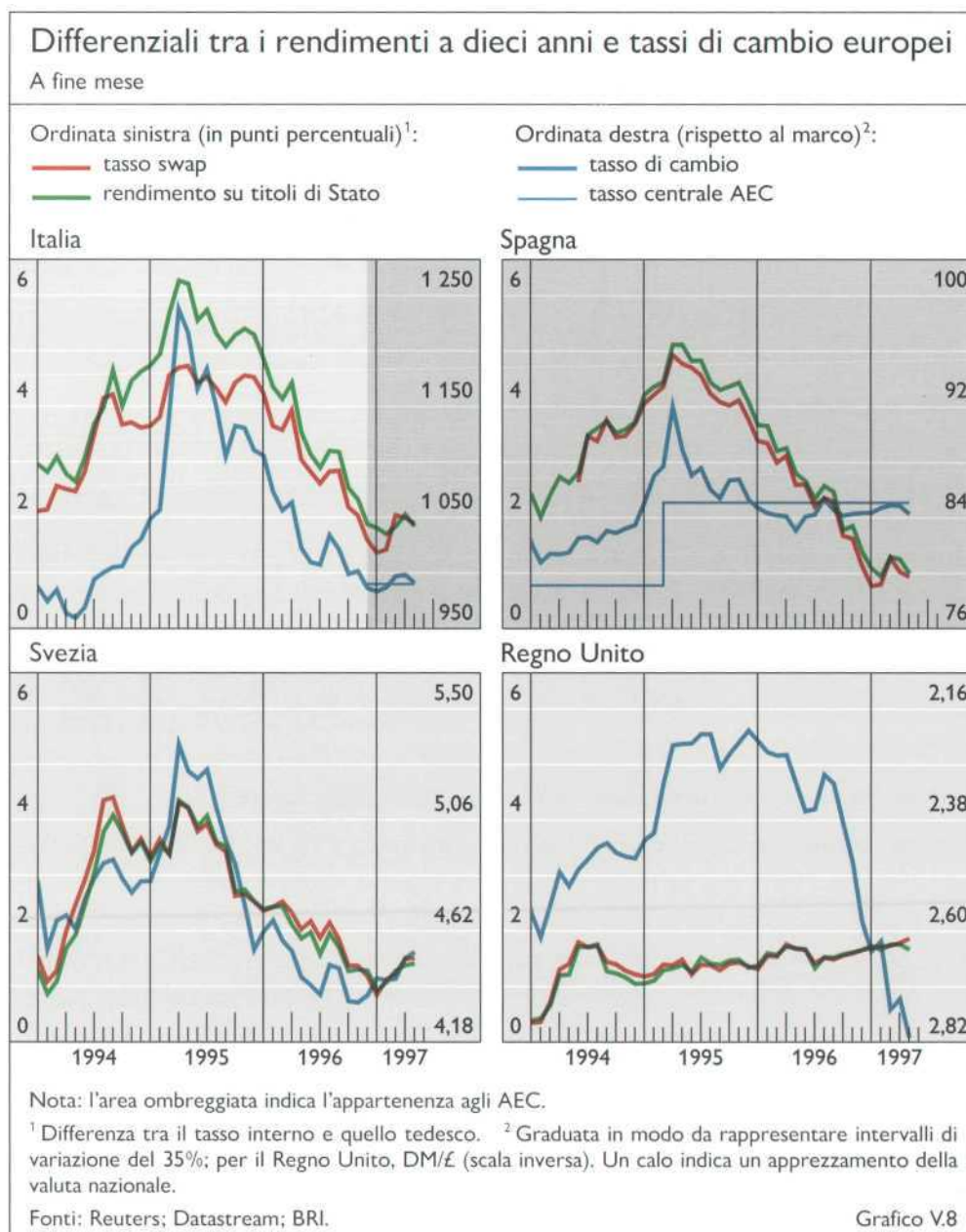
¹ La reattività dei tassi di cambio è misurata dal coefficiente angolare nella regressione delle variazioni percentuali giornaliere dei cambi del dollaro su quelle del cambio dollaro/marco, stimato per il triennio 1994-96. ² Rapporto tra la quota di scambi bilaterali con la Germania (gli Stati Uniti) e la quota di scambi mondiali della Germania (degli Stati Uniti). ³ Correlazione fra gli output gaps, calcolati come scostamenti dal PIL potenziale stimato con il filtro di Hodrick-Prescott. ⁴ Stimati con il metodo illustrato da Bayoumi ed Eichengreen in *Shocking Aspects of European Monetary Integration*, "Adjustment and Growth in the European Monetary Union", Cambridge University Press (1993), ma utilizzando dati trimestrali relativi al periodo 1980-1995 e quattro ritardi. ⁵ Totale dei depositi sull'estero e dei depositi locali in valuta estera denominati in ciascuna moneta in rapporto al PIL del paese di emissione nel 1995. Un valore elevato indica un elevato impiego internazionale della valuta in relazione alle dimensioni del mercato finanziario interno. ⁶ Un segno negativo indica un apprezzamento rispetto al dollaro. ⁷ Dal momento che l'intensità dell'interscambio con la Germania (gli Stati Uniti) non è definita per la Germania (gli Stati Uniti), questi due paesi sono esclusi. ⁸ Correlazione dei ranghi di Spearman. Tabella V.4

dell'Unione monetaria) è valido in entrambi i sensi. Mentre l'indebolimento di determinate valute europee rispetto al marco in risposta al cedimento del mercato azionario USA del 16 luglio 1996 attesta l'influsso degli sviluppi statunitensi sulle suddette monete, la flessione del dollaro a seguito delle incertezze circa il novero dei partecipanti all'UEM emerse nel settembre del 1995 (si veda la Relazione annuale dello scorso anno) testimonia il peso degli andamenti europei sulla valuta USA.

Valute europee

Maggior numero di paesi aderenti agli AEC e convergenza dei mercati obbligazionari

Contrariamente a quanto era avvenuto nel 1992, allorché era stato il marco ad apprezzarsi, lo scorso anno il vigore del dollaro nei confronti della moneta tedesca ha favorito il rafforzamento di determinate valute europee rispetto a quest'ultima e in particolare ha aiutato il marco finlandese a entrare negli AEC il 20 ottobre e la lira italiana a rientrarvi, dopo un'assenza di quattro anni, il



25 novembre. Per giunta, nel 1996 l'andamento calante dell'inflazione, il risanamento dei bilanci pubblici e la crescente fiducia nella realizzazione dell'Unione monetaria hanno determinato cospicui investimenti esteri in titoli di Stato in Italia (\$34 miliardi a fine novembre), Spagna (\$16 miliardi) e Svezia (\$5 miliardi). Il restringimento del differenziale tra i rendimenti tedeschi e quelli rispettivamente di Italia, Spagna e Svezia evidenzia le analoghe reazioni dei mercati obbligazionari e valutari a siffatti sviluppi favorevoli (grafico V.8).

Seguendo – seppure in maniera più accentuata – l'andamento consueto dei rispettivi rapporti di cambio, nel 1996 la sterlina inglese si è rafforzata nei confronti del marco mentre il franco svizzero si è indebolito. In marzo, la convocazione di elezioni generali nel Regno Unito per il 1° maggio 1997 non ha impedito alla moneta britannica di salire a DM 2,77 (il suo limite inferiore negli AEC nel triennio 1990–92), in quanto il livello dei rendimenti a termine suscitava aspettative di un rialzo dei tassi d'interesse a prescindere dall'esito della consultazione. Di fatto, l'annuncio diramato il 6 maggio, secondo cui alla Banca d'Inghilterra sarebbe stata conferita maggiore autonomia, si è accompagnato a un aumento dei tassi d'interesse a breve, e la sterlina ha guadagnato ulteriore terreno nei confronti del marco e del dollaro. Lasciando da parte le discussioni sul ruolo della sterlina come rifugio dalle incertezze dell'Unione monetaria, rimane il fatto che lo scorso anno la divisa britannica ha mostrato il più elevato grado di affinità con il dollaro dalla fine degli anni settanta (grafico V.7). Dal canto suo, il franco svizzero si è andato indebolendo a seguito dei persistenti segnali di stagnazione dell'economia elvetica e del deciso allentamento della politica monetaria nell'ultimo scorcio del 1996.

L'introduzione dell'euro

Quando la confluenza di determinate divise europee nell'euro è diventata più verosimile, l'attenzione degli operatori si è rivolta verso i suoi effetti potenziali sul mercato mondiale dei cambi e sulla gestione dei portafogli internazionali nonché sul possibile ruolo di ancora della moneta unica nei paesi non appartenenti al mondo industriale.

Prospettive di mercato a riguardo dell'Unione monetaria europea

Lo scorso anno, le aspettative dei mercati finanziari sulla probabilità di realizzazione dell'UEM e sulle possibili valute partecipanti si sono rafforzate. I rendimenti sugli swaps di tasso d'interesse negoziati sui mercati derivati fuori borsa sono indicativi di questo mutato atteggiamento. I tassi di cambio impliciti calcolati sui rendimenti a termine fino a dieci anni evidenziano aspettative di stabilità per le valute di taluni paesi nei confronti del marco (grafico V.9, riquadri superiori). Di fatto, per gran parte del 1996 i contratti di swap a termine denominati in franchi francesi con decorrenza dal 1999 e scadenza entro il 2004 sono stati contraddistinti da tassi d'interesse fissi visibilmente inferiori a quelli degli analoghi contratti in marchi a causa del forte riorientamento degli impieghi interni francesi verso i titoli obbligazionari in presenza di bassi rendimenti a

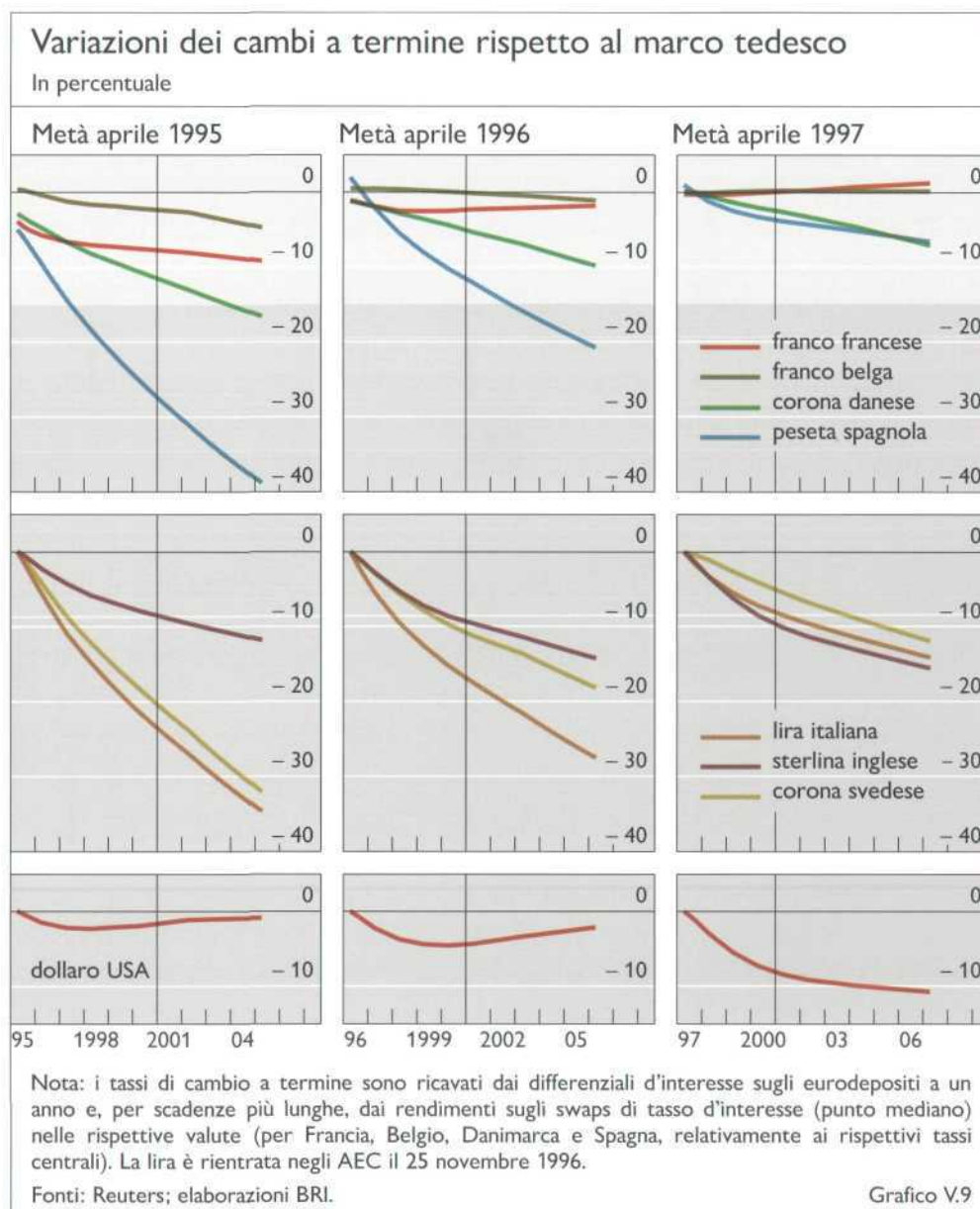
Gli indicatori di mercato puntano sull'Unione monetaria

breve. Tale configurazione è persistita nonostante il disinvestimento internazionale di \$39 miliardi di obbligazioni di Stato francesi nei primi nove mesi del 1996 e l'investimento internazionale di \$27 miliardi nei corrispettivi titoli tedeschi nell'intero anno in esame, nonché le parallele transazioni nei contratti di swap.

Per le altre valute europee – a eccezione della sterlina – agli inizi del 1997 le aspettative erano nel senso di una stabilità rispetto al marco molto superiore a quella registrata nei due anni precedenti (grafico V.9, riquadri mediani). La recente evoluzione dei tassi a termine del dollaro induce a ritenere che la valuta statunitense possa restituire all'euro parte del suo recente apprezzamento nei confronti del marco.

L'impatto dell'euro sui mercati valutari

Sebbene molti operatori finanziari abbiano lucrato la convergenza dei tassi d'interesse in Europa, l'Unione monetaria ridurrebbe i proventi delle transazioni



valutarie e dell'assunzione di posizioni scoperte. L'indagine sui mercati valutari realizzata dalle banche centrali e dalle autorità monetarie di ventisei paesi nell'aprile 1995 può essere usata come base per stimare l'entità del calo prospettico nel volume di contrattazioni. Tale stima, tuttavia, non può che essere approssimativa in quanto non sono disponibili dati disaggregati precisi, ad esempio, in merito agli scambi di franchi francesi contro lire italiane sulla piazza di Londra. Inoltre, i calcoli possono sottostimare il calo di volume potenziale nella misura in cui lo scambio tra due valute europee comporta attualmente due operazioni, ad esempio di franchi francesi contro dollari e di dollari contro lire (anche se la valuta tramite in tali transazioni sarebbe normalmente il marco e non il dollaro). Per giunta, la minore volatilità di molti tassi di cambio intraeuropei (nel 1996 la volatilità implicita media franco francese/marco è stata pari al 2%, rispetto al 7% nell'aprile 1995) potrebbe aver determinato un rallentamento delle contrattazioni, con il risultato che il previsto calo di volume potrebbe in parte essersi già verificato. Tenuto conto di questi elementi, l'indagine del 1995 fa ritenere che l'introduzione dell'euro potrebbe comportare un calo del 10% del volume di contrattazioni sul mercato valutario (tabella V.5).

La prospettiva di un simile calo si situa peraltro in un contesto di riduzione dei margini riconducibile alla recente e rapida crescita dell'intermediazione elettronica per le operazioni valutarie a pronti. Nel 1995 la negoziazione diretta fra banche rappresentava i $\frac{2}{3}$ — $\frac{3}{4}$ del totale mentre le contrattazioni più accentrate mediante agenti di cambio coprivano il resto. Nel 1992 l'agenzia Reuters, che fornisce una rete sulla quale le banche negoziano divise direttamente fra di loro, ha introdotto un servizio di intermediazione elettronica in concorrenza con gli agenti di cambio. L'anno seguente un consorzio bancario ha istituito un sistema rivale denominato Electronic Broking Service (EBS). Gli ultimi 18 mesi hanno visto un rapidissimo aumento del volume di contrattazioni tramite EBS (e anche tramite il circuito Reuters, sebbene non siano disponibili dati in termini di volume) (grafico V.10). Per quanto la crescita dell'intermediazione elettronica avvenga precipuamente a scapito di quella gestita dagli agenti di cambio, alcune banche minori hanno ridotto le loro negoziazioni dirette poiché il canale telematico consente un accesso trasparente e a basso costo ai prezzi in tempo reale. Allorché una coppia di valute raggiunge la massa critica, l'intermediazione elettronica può offrire spreads molto ristretti, che nel caso del cambio dollaro/marco possono arrivare anche a uno o due centesimi di pfennig, pari a circa un terzo di quelli ottenibili in passato. Il prospettato calo di attività successivo all'UEM verrebbe pertanto a incidere su un mercato che si sta già adeguando a *spreads inferiori*.

Di fronte a tale evoluzione, gli operatori in cambi seguono con interesse l'aumento del volume di contrattazioni in valute di paesi non industriali. Rispetto alle contrattazioni in cambi europei, quelle sulle divise delle economie emergenti offrono agli operatori interbancari margini più ampi (sebbene i gestori dei servizi di intermediazione elettronica intendano arrivare a coprire anche queste). Le informazioni su molte valute emergenti non sono prontamente disponibili, anche se alla prossima indagine triennale delle banche centrali del 1998 parteciperà un numero di autorità monetarie superiore alle ventisei del 1995. Secondo fonti ufficiali e di mercato, il volume di contrattazioni in valute non

La prospettiva di una scomparsa di determinate valute europee...

... assieme all'assottigliamento dei margini causato dalla crescita dell'intermediazione elettronica...

... determina un riorientamento strategico verso nuove divise

Unione monetaria europea e volume delle operazioni in valuta estera

In miliardi di dollari USA e in percentuale¹

	Volume delle operazioni nell'aprile 1995						
	Effettivo					Nell'ipotesi di Unione monetaria (totale meno SME)	
	Totale ²		contro:				
			dollaro ²	SME ³ totale	di cui: marco tedesco ²		
Dollaro USA	1 313	84%	—	714	365	1 313	92%
Valute UE/euro	1 099	70%	714	300	140	799	56%
Marco tedesco	584		365	140	—	(443)	
Franco francese	127		72	53	50	(74)	
Fiorino olandese	27		18	9	7	(18)	
Ecu	36		25	11	10	(25)	
Franco belga/lussemburghese	29		20	9	8	(20)	
Scellino austriaco	8		5	3	3	(5)	
Sterlina irlandese	3		2	1	0	(2)	
Marco finlandese	5		3	2	2	(3)	
Corona danese	23		17	6	5	(17)	
Corona svedese	26		15	10	9	(15)	
Sterlina inglese	140		103	32	29	(108)	
Peseta spagnola	33		25	8	8	(25)	
Escudo portoghese	4		2	2	1	(2)	
Lira italiana	49		39	10	9	(39)	
Dracma	4		2	2	1	(2)	
Yen	371	24%	329		33	371	26%
Franco svizzero	116		86		26	116	
Dollaro canadese	50		49		1	50	
Dollaro australiano	40		39			40	
Valute emergenti	25		23			25	
Dollaro di Hong Kong	15		14			15	
Dollaro di Singapore	6		5			6	
Rand sudafricano	4		4			4	
Altri paesi dichiaranti e non classificati	130		71		18	130	
Totale generale	1 572	100%	1 313	1 099	584	1 422	100%

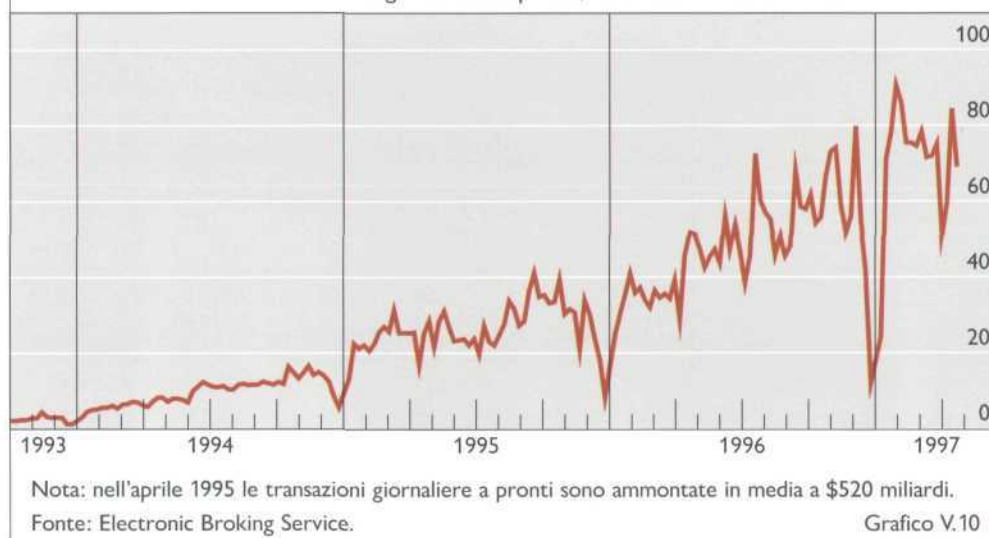
Nota: i dati in corsivo sono stimati; il contributo delle valute UE al totale delle transazioni in euro è indicato tra parentesi.

¹ Al netto delle duplicazioni per le contrattazioni fra operatori locali. La tabella riporta il totale delle transazioni in cui una determinata divisa costituisce un lato del contratto. Pertanto, ogni singola operazione viene conteggiata due volte. Per tenerne conto, il totale generale viene diviso per due e posto pari a 100%. A causa degli arrotondamenti, i totali possono non corrispondere alla somma degli addendi. L'ordine delle valute UE (ad eccezione dell'ecu) corrisponde alla probabilità attesa di adesione immediata all'UEM ("Consensus Forecasts", agosto 1996). Talune transazioni tra valute SME effettuate per il tramite del dollaro USA verrebbero meno con l'Unione monetaria. Di conseguenza, le quote per valuta riportate nell'ultima colonna sovrastimano l'importanza dell'euro, sottostimano l'importanza dello yen e rappresentano correttamente l'importanza del dollaro. ² Dati disaggregati sono disponibili soltanto per marco tedesco, franco francese, ecu e sterlina inglese; le singole componenti dell'aggregato "altre valute SME" (\$212 miliardi per il totale generale, \$148 miliardi contro il dollaro e \$53 miliardi contro il marco nelle tabelle 1-D, 1-E e 1-F) vengono stimate prendendo il volume di contrattazioni locali di ciascuna valuta come percentuale del volume totale di tali contrattazioni per tutte le altre valute SME (tabella 1-G). ³ Il totale SME per il franco francese (la sterlina) è stimato come il totale per il franco (la sterlina) meno la somma degli scambi di franchi (sterline) contro yen, franchi svizzeri, dollari canadesi e dollari australiani sulla piazza di Parigi (Londra) e degli scambi di franchi (sterline) contro dollari. Il totale SME per le altre valute UE è stimato come la differenza fra il totale relativo alla singola valuta e il suo volume di scambi con il dollaro (la quota di contrattazioni locali di tali monete contro yen, franchi svizzeri e altre divise è trascurabile).

Fonti: "Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995"; elaborazioni BRI. Tabella V.5

Volume di contrattazioni valutarie attraverso l'Electronic Broking Service

Medie settimanali delle transazioni giornaliere a pronti, in miliardi di dollari USA



contemplate dall'indagine del 1995 cresce molto rapidamente (tabella V.6) ed è già pari a oltre un terzo del volume di negoziazioni intraeuropee di cui si prevede la scomparsa con l'introduzione dell'euro. Ad esempio, il volume giornaliero di operazioni in rupie indonesiane contro dollari e yen è ormai analogo a quello delle transazioni lira/marco nell'aprile 1995. Un fattore che ha contribuito all'espansione delle contrattazioni concernenti molte divise "esotiche" consiste nel fatto che gli investitori internazionali preferiscono acquistare le valute a termine anziché collocare fondi in depositi presso banche locali o in titoli di Stato. In effetti, le operazioni a termine consentono agli investitori internazionali di lucrare gli elevati rendimenti ottenibili sui mercati monetari emergenti senza dover attendere l'introduzione di riforme in materia di ritenute fiscali, depositi a custodia, riserve obbligatorie e altri impedimenti alla detenzione di strumenti liquidi in tali paesi.

L'euro e i movimenti di portafoglio

Nell'anno trascorso la possibile reazione di breve e lungo periodo dei gestori di portafogli internazionali all'introduzione dell'euro è stata oggetto di intenso dibattito. Gli operatori finanziari hanno ipotizzato uno spostamento delle attività ufficiali a favore del dollaro rispetto al marco nel breve periodo e poi dell'euro rispetto al dollaro in una prospettiva temporale più lunga. Attualmente, le riserve internazionali in valute europee risultano molto sottodimensionate rispetto all'importanza potenziale della zona dell'euro in termini di prodotto e di quota del commercio mondiale. Nella fattispecie, al netto delle disponibilità dei singoli paesi della UE nelle divise degli altri Stati membri, l'incidenza delle valute delle nazioni della UE appartenenti al Gruppo dei Dieci sul totale delle riserve mondiali risulta pari alla metà dell'incidenza di tali paesi sul totale del prodotto del G-10 e del commercio mondiale (grafico V.11).

Per un esame delle possibili ricomposizioni di portafoglio è opportuno tenere presenti quattro elementi. In primo luogo, durante la fase di transizione

il comportamento dei residenti nella zona dell'euro potrebbe acquistare particolare rilevanza. In un rapporto reso pubblico, le autorità svizzere esaminano l'eventualità di consistenti spostamenti di fondi dall'euro al franco svizzero da parte di tali residenti. Per quanto improbabile possa essere, tale analisi evidenzia il fatto che le ricomposizioni di portafoglio non devono necessariamente riguardare solo gli investitori esterni alla zona dell'euro.

In secondo luogo, le riserve valutarie ufficiali costituiscono soltanto una

Volume di contrattazioni in cambi nelle valute di paesi emergenti					
In miliardi di dollari USA					
Valute	Volume locale ¹		Volume mondiale		
	Aprile 1995 ²	Aprile 1996 ²	Marzo 1996 ²	Aprile 1997 ²	Inizio 1996 ³
Asia	>13,6	>17,8	>16,3	>39,4	36,6
Baht thailandese	2,6 ⁴	4,0 ⁴	5,0	14,0	14,0
Nuovo dollaro di Taiwan	1,5	1,6	n.d.	3,0	1,1
Ringgit malese	n.d.	n.d.	5,0	10,0	9,5
Rupia indiana	1,6 ⁴	1,2	1,0	n.d.	1,1
Rupia indonesiana	4,8 ⁴	7,8 ⁴	3,5	10,0	8,5
Won coreano	3,1	3,2	1,8	2,4	2,4
America latina	9,1	10,9	>5,8	n.d.	
Nuovo peso messicano	2,1	2,2	1,2	n.d.	
Nuovo sol peruviano	0,1	0,2	n.d.	n.d.	
Peso argentino	1,7	2,0	n.d.	1,5	
Peso cileno	0,8	0,9	n.d.	n.d.	
Peso colombiano	0,1 ⁴	0,1 ⁴	0,1	n.d.	
Real brasiliano	4,3 ⁵	5,5 ⁵	4,5	n.d.	
Europa orientale	1,8	>5,9	>1,6	8,1	
Corona ceca	0,6 ⁴	2,5 ⁴	0,5	5,5	
Corona slovacca	0,02	0,2	n.d.	0,4	
Fiorino ungherese	0,3	0,6	0,3	0,4	
Rublo russo	0,6	2,6	0,5	1,4	
Zloty polacco	0,3 ⁴	n.d.	0,3	0,4	
Altre valute	5,4	6,7	>7,4	>7,0	
Lira turca	0,01 ⁴	0,02 ⁴	1,1	1,0	
Nuovo shekel israeliano	0,3	0,5	n.d.	n.d.	
Riyal saudita	1,4	1,5	0,3	n.d.	
Rand sudafricano	3,7	4,7	6,0	6,0	
Totale ⁶	>29,9	>41,3	>31,1	>56,1	

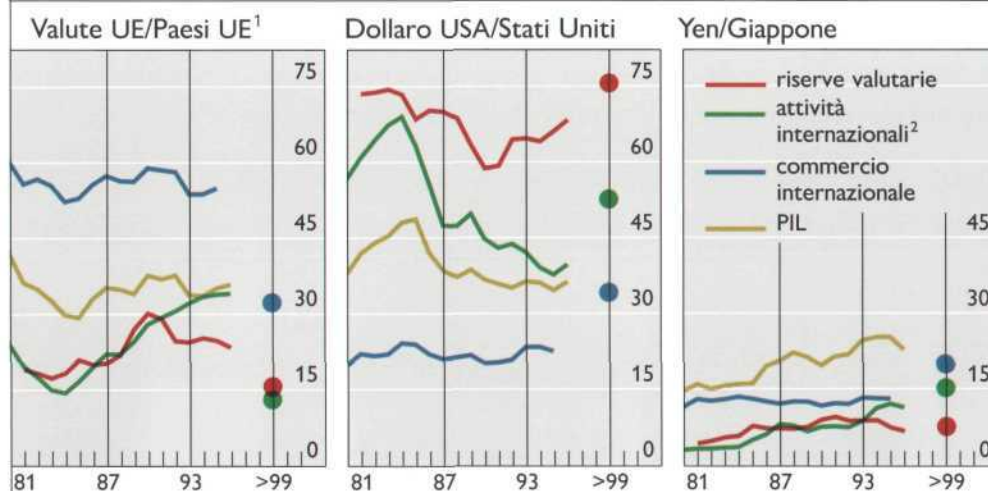
Nota: i paesi riportati in tabella (a eccezione della Repubblica Sudafricana) registravano nel 1992 un PIL aggregato di \$3,4 trilioni, pari al 15% del PIL mondiale, contro l'80% rappresentato dai paesi considerati nell'indagine delle banche centrali dell'aprile 1995.

¹ Stime fornite dalle rispettive banche centrali, al netto delle duplicazioni salvo diversa indicazione, per un periodo quanto più possibile coincidente con aprile. Per la Thailandia, media relativa al secondo semestre 1995 e media annuale per il 1996. Per Indonesia e Argentina, medie annuali. Il volume di contrattazioni di aprile per il rublo russo e il rand sudafricano è stato molto superiore alla relativa media annuale. ² Stime Citibank, al netto delle duplicazioni. ³ Stime pubblicate nel "Singapore Foreign Exchange Market Committee Annual Report 1996". ⁴ Su base lorda. ⁵ Comprende altre valute. ⁶ Il "Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995" riporta un totale complessivo (compresa la Repubblica Sudafricana) di \$1136,9 miliardi.

Tabella V.6

Il ruolo internazionale di euro, dollaro e yen

Quote per valuta e paese, in percentuale



Nota: le quote ipotetiche per il periodo successivo al 1999 sono calcolate escludendo dai dati più recenti rispettivamente: disponibilità UE di riserve in valute UE; disponibilità UE di attività bancarie denominate in valute UE e di obbligazioni/notes di emittenti UE in valute di paesi UE appartenenti al G-10; interscambio dei paesi UE appartenenti al G-10 con gli altri paesi UE. Nel 1996 il totale delle riserve, delle attività e del PIL del G-10 ammontava, rispettivamente, a \$1,52 (1,38), 5,1 (3,9) e 19,9 trilioni; nel 1995 l'interscambio del G-10 era pari a \$5,8 (3,9) trilioni (tra parentesi, totali consolidati).

¹ Comprende solo i paesi UE appartenenti al G-10. ² Comprende obbligazioni internazionali, passività bancarie internazionali verso soggetti non bancari, passività in valuta estera verso soggetti nazionali non bancari (dal 1984) ed euronotes (dal 1989).

Fonti: FMI; OCSE; BRI; statistiche nazionali.

Grafico V.11

piccola parte dei portafogli internazionali. Con un valore complessivo di \$1,5 trilioni, restano di fatto ben al disotto degli oltre \$5 trilioni che rappresentano il totale delle obbligazioni e dei depositi (non bancari) internazionali in essere. Per giunta, questo aggregato non comprende la quota di un quarto dei titoli del Tesoro USA ovvero di un terzo dei titoli del debito pubblico tedesco detenuti da non residenti, per lo più appartenenti al settore privato. In un'epoca in cui i flussi di capitali privati hanno dimostrato la loro influenza, questa maggiore attenzione per la gestione delle riserve ufficiali appare ingiustificata.

In terzo luogo, il comportamento dei gestori di *passività* a livello mondiale potrebbe essere tale da compensare soltanto in parte oppure sovracompensare le riallocazioni dei gestori di *patrimoni* privati. Ad esempio, solo una minima parte delle passività dei paesi debitori risulta essere denominata nelle valute che confluiranno nella moneta unica. La maggiore ampiezza e liquidità dei mercati di titoli a reddito fisso denominati in euro rispetto a quelli europei attuali potrebbe stimolare le emissioni di strumenti di debito in euro.

Infine, non va sopravvalutata l'influenza di tali riallocazioni di portafoglio sui cambi. In definitiva, il valore esterno dell'euro sarà determinato in larga misura dalle posizioni del ciclo economico – con le relative aspettative monetarie – e dalla credibilità della Banca centrale europea.

Euro, dollaro e yen come valute ancora

Il ruolo internazionale dell'euro dipenderà in parte dal suo impiego come moneta ancora nei paesi non appartenenti al Gruppo dei Dieci. Attualmente le

Gestione delle riserve ufficiali

L'euro richiamerebbe mutuatari e investitori internazionali

valute europee fungono da ancora soltanto in talune parti dell'Europa orientale, dell'Africa e del Medio Oriente, come indicato dalla reattività dei cambi delle monete dei paesi esterni al G-10 alle variazioni del tasso marco/dollaro (grafico V.12). Il dollaro, per contro, viene utilizzato come divisa di riferimento per le monete dei paesi americani e asiatici, per il dollaro australiano e finanche per talune valute est-europee. Il ruolo dello yen come valuta internazionale è



modesto persino in Asia, dove gran parte delle monete segue per non più del 10% i suoi movimenti rispetto al dollaro. I dati relativi al volume di contrattazioni valutarie nei paesi emergenti confermano il ruolo limitato dello yen ed evidenziano quote molto superiori di transazioni in dollari nell'area asiatica.

In prospettiva, le politiche di cambio di Russia e Cina potrebbero dimostrarsi particolarmente importanti. Sebbene in Russia l'attuale orientamento verso il dollaro della politica valutaria e delle disponibilità (ufficiali e private) in valuta estera – associato all'entità delle esportazioni di materie prime – favorisca un collegamento con la moneta USA, l'espansione degli scambi con l'Europa potrebbe in futuro spostare il baricentro a favore dell'euro. Per quanto concerne la Cina, invece, il collegamento fisso della piazza di Hong Kong con il dollaro e la rapida espansione del commercio con gli Stati Uniti rendono forse meno verosimile un riorientamento della politica valutaria.

Oro

Secondo dati recenti della London Bullion Market Association, il valore delle operazioni giornaliere in oro regolate sulla piazza di Londra a fine 1996 era pari a circa \$11 miliardi. Un'indagine della Banca d'Inghilterra rivela che gran parte delle negoziazioni ha riguardato contratti a pronti – sia materiali sia scritturali – pur in presenza di un significativo mercato a termine e di un attivo mercato delle opzioni. Nel centro finanziario britannico, quindi, il valore delle contrattazioni in oro è paragonabile a quello della sterlina contro il marco.

Volumi così elevati sono spiegabili con la maggiore propensione dei produttori a sostenere i prezzi all'origine vendendo il proprio oro a termine. Tali vendite – che sono motivate sia dall'assenza di un aumento tendenziale dei corsi dell'oro sia dal desiderio meno speculativo di ridurre la volatilità del cash flow per migliorare l'accesso al credito – danno luogo a operazioni di vendita per consegna immediata. Di fatto, le banche che s'impegnano ad acquistare a termine la produzione di oro si coprono rivendendo sul mercato a pronti il metallo mutuato mediante depositi aurei sui quali corrispondono un interesse. Nonostante la sua notevole variabilità stagionale (con picchi a fine anno ascrivibili al calo di volume disponibile per prestiti con scadenza successiva al 31 dicembre), nel più lungo periodo il tasso sui prestiti a tre mesi mostra

\$11 miliardi di scambi giornali...
...

... per effetto di un attivo mercato dei prestiti

Volume giornaliero di contrattazioni sul mercato dell'oro nel 1996

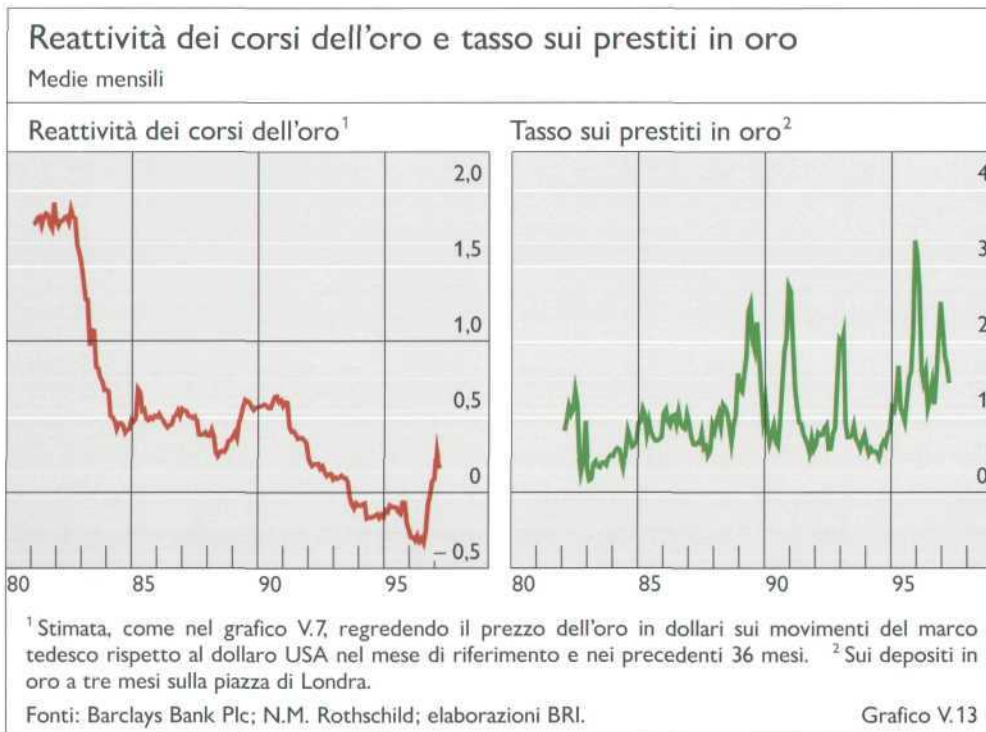
In miliardi di dollari USA

Totale	Lingotti ¹	Derivati				Per memoria:	
		Negozianti in borsa ²		Negozianti fuori borsa ³		produzione annua mondiale ⁴	riserve mondiali ⁵
		Futures	Options	Forwards/swaps	Options		
14,4	11,0	1,8	0,3	1,1	0,2	29,2	408,9

¹ Media del quarto trimestre. ² Medie del 1996. ³ Medie di maggio. ⁴ Al prezzo medio del 1996.

⁵ Disponibilità a fine anno di banche centrali, BRI, FMI e IME al prezzo di fine anno.

Fonti: London Bullion Market Association; Banca d'Inghilterra; COMEX; CBOT; TOCOM; BM&F; EOE; FMI; Gold Fields Mineral Services Ltd. Tabella V.7



L'andamento del prezzo in dollari dell'oro non è più in sintonia con quello del cambio dollaro/marco

comunque un profilo di crescita (grafico V.13, riquadro destro). In particolare, mentre nei primi anni ottanta era raramente superiore all'1%, negli ultimi tempi si è mantenuto di norma al disopra di tale percentuale.

L'applicazione al corso dell'oro della medesima analisi di elasticità condotta in precedenza sui corsi valutari mette in luce una perdita di reattività del prezzo del metallo in dollari alle variazioni dei cambi. Nel 1980, allorché raggiungeva punte massime di quotazione, l'oro veniva impiegato da molti operatori come bene rifugio rispetto a una valuta USA apparentemente soggetta a un'accelerazione del suo deprezzamento interno ed esterno. Di conseguenza, i movimenti delle quotazioni in dollari dell'oro amplificavano quelli del marco rispetto alla moneta nordamericana (grafico V.13, riquadro sinistro). Con il miglioramento delle aspettative inflazionistiche in tutto il mondo, Stati Uniti compresi, il prezzo del metallo ha invece seguito un andamento analogo a quello del rand sudafricano negli ultimi dieci anni dimostrandosi sempre meno reattivo alle variazioni del rapporto di cambio dollaro/marco (grafico V.12). Tale corrispondenza non desta sorpresa se si considera l'importanza dell'oro per l'economia sudafricana.

La diversa dinamica del prezzo del metallo può essere altresì ricondotta alla maggiore ricchezza e alle crescenti disponibilità auree degli investitori asiatici. Se la rapida espansione dell'Asia ha aumentato la percentuale di oro acquistata e detenuta da investitori residenti in paesi le cui valute sono più strettamente legate al dollaro, una quota sempre maggiore della domanda mondiale di oro (espressa in dollari) risulta quasi completamente insensibile ai movimenti della moneta USA. Lo sganciamento del corso in dollari dell'oro da quello del cambio marco/dollaro è quindi parzialmente riconducibile al peso crescente delle economie legate alla moneta USA sul mercato del metallo. Per il futuro, ci si chiede se l'introduzione dell'euro svincolerà il prezzo dell'oro e di altre merci dal dollaro.

VI. Gli andamenti finanziari nei mercati emergenti

Aspetti salienti

Lo scorso anno gli afflussi di capitali privati nei principali mercati emergenti dell'Asia e dell'America latina hanno raggiunto livelli record grazie all'ulteriore diversificazione dei portafogli da parte degli investitori dei paesi industriali. Un significativo incremento delle emissioni di obbligazioni internazionali è stato il fattore di maggior rilievo: molti più paesi sono riusciti a lanciare tali obbligazioni. Nonostante l'accresciuta offerta, i premi di rischio per le obbligazioni dei mercati emergenti si sono ridotti nel 1996 e nei primi mesi del 1997 giacché la perseveranza con cui sono state condotte le politiche di stabilizzazione e di riforma ha migliorato il merito di credito di alcuni paesi. Inoltre, data l'abbondante liquidità a livello mondiale, gli investitori sono stati indotti a ricercare impieghi a più alto rendimento e rischio. Le scadenze si sono significativamente allungate, consentendo a diversi paesi di ristrutturare il debito estero. Tuttavia, i costi di finanziamento per i paesi emergenti con minore affidabilità di credito paiono essere scesi più lentamente e restano superiori a quelli praticati ai mutuatari di paesi industriali con rating analogo.

I corsi azionari hanno registrato un forte aumento in buona parte dell'America latina, il quale fa però seguito in taluni casi a una flessione nei primi mesi dell'anno imputabile a incertezze di carattere politico o di altra natura. In Asia la situazione è più diversificata: mentre molti dei principali mercati hanno realizzato consistenti guadagni nel 1996, brusche riduzioni sono state registrate in Corea e Thailandia. In aggiunta, in molti paesi asiatici un forte eccesso di offerta sul mercato immobiliare continua a deprimere i prezzi. Ciò sta mettendo in difficoltà taluni sistemi bancari.

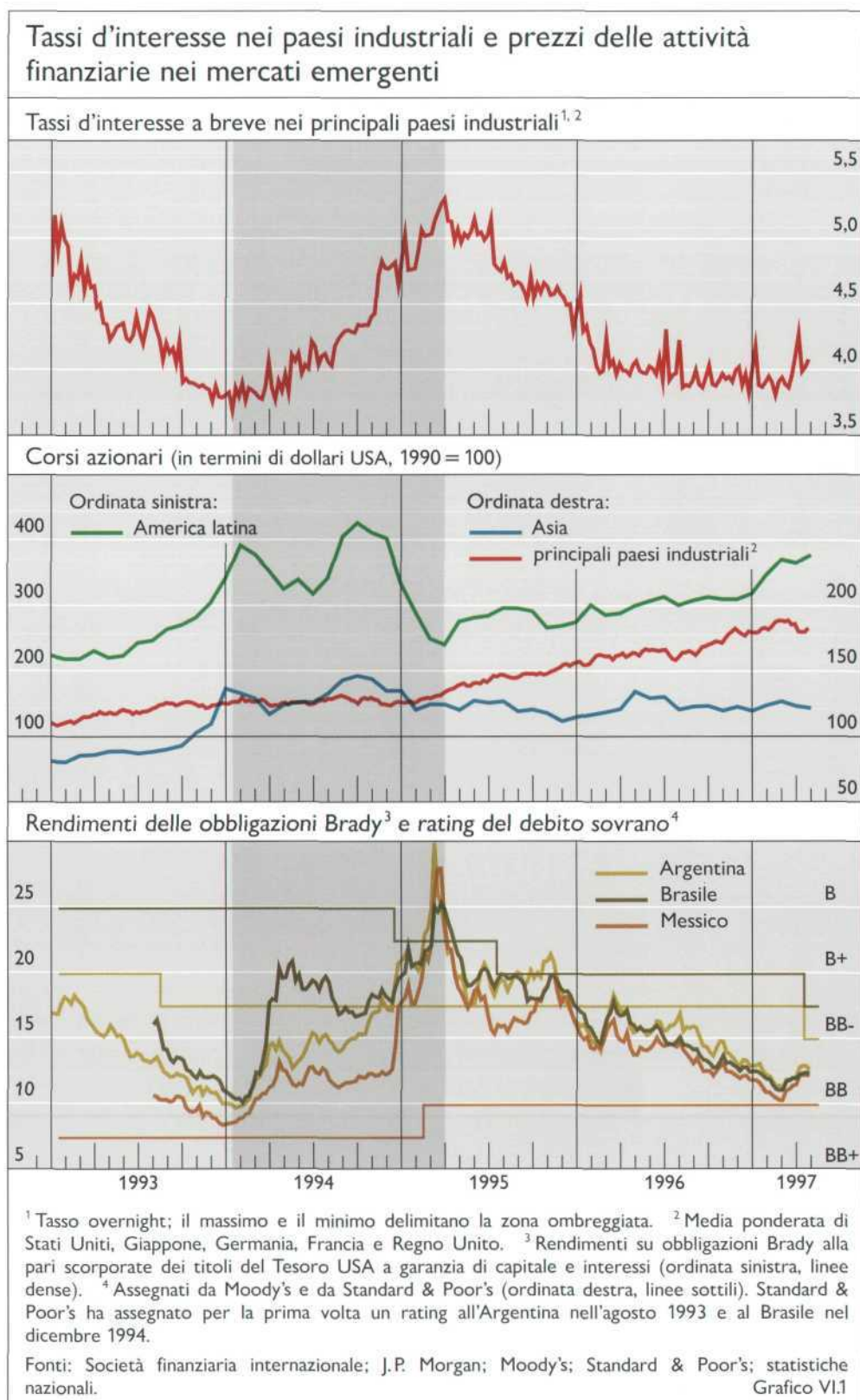
Gli aspetti che hanno caratterizzato la recente evoluzione dei flussi finanziari, come ad esempio la crescente gamma di paesi e istituzioni destinatari di massicci afflussi di capitali provenienti da un gran numero di investitori privati, hanno notevolmente accresciuto il ruolo delle agenzie di rating rispetto a qualche anno fa. Ciò vale non solo per il rating dei paesi, ma anche delle banche che sono sempre più sollecitate a una maggiore trasparenza nell'informativa di bilancio.

Ripresa dei flussi di capitale dopo la crisi messicana

Lo scorso anno è stato contraddistinto dalla vigorosa ripresa degli afflussi di capitali privati nelle economie emergenti dopo il graduale indebolimento iniziato con l'aumento dei tassi d'interesse a breve negli Stati Uniti nel febbraio 1994 e la battuta d'arresto causata dalla crisi finanziaria messicana all'inizio del 1995. I rendimenti pagati da taluni mutuatari dei mercati emergenti avevano cominciato

Cessati dopo la crisi in Messico...

a salire dagli inizi del 1994 (grafico VI.1) e il volume dei fondi affluiti aveva segnato un calo (tabella VI.1). Nei primi mesi del 1995 i flussi di capitale si sono esauriti, molti paesi – segnatamente Messico e Argentina – hanno registrato massicce perdite di riserve e i rendimenti degli strumenti debitori dei mercati emergenti sono saliti a livelli eccezionalmente elevati. La fuga di capitali da questi paesi è stata



Flussi di capitale e riserve in Asia e America latina							
In miliardi di dollari USA, tassi annui							
	1980–1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Afflussi netti privati							
Totale	12,9	52,5	81,3	99,1	78,7	77,7	149,8
Cina	1,9 ¹	–1,9	11,7	7,8	14,6	13,9	23,0
Altri paesi dell'Asia ²	4,7	26,2	19,3	34,0	26,8	37,6	56,8
Brasile	3,8	2,5	9,1	9,9	9,1	31,8	35,4
Messico	1,6	20,6	23,6	30,3	10,3	–13,2	13,5
Altri paesi dell'America latina ³	0,8	5,0	17,6	17,0	18,0	7,6	21,1
Afflussi netti ufficiali							
Totale	13,8	12,8	19,8	13,2	13,8	33,8	0,9
Cina	1,2	2,9	5,4	5,6	9,3	6,9	7,0
Altri paesi dell'Asia ²	6,8	8,3	13,3	5,7	3,7	1,9	3,8
Brasile	1,0	–1,4	–0,5	–1,2	–0,7	–0,7	–1,8
Messico	2,1	2,4	2,0	–0,9	0,3	24,5	–10,0
Altri paesi dell'America latina ³	2,7	0,6	–0,4	3,9	1,2	1,1	1,8
Aumento netto delle riserve							
Totale	13,3	55,5	71,4	59,2	48,5	62,6	83,2
Cina	2,7	14,1	23,2	1,8	30,5	22,5	31,4
Altri paesi dell'Asia ²	10,5	25,2	25,7	37,1	23,8	16,2	25,8
Brasile	–0,1	–0,4	14,7	8,7	7,2	12,9	9,3
Messico	0,6	8,2	1,2	6,1	–18,9	10,7	1,8
Altri paesi dell'America latina ³	–0,4	8,4	6,6	5,5	5,9	0,4	14,9
Nota: i flussi di capitale sono calcolati come differenza tra il saldo delle partite correnti e la variazione delle riserve; i flussi privati sono desunti come posta residua dal valore stimato dei flussi ufficiali.							
¹ 1982–1990. ² Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia.							
³ Argentina, Cile, Colombia, Perù e Venezuela.							
Fonti: FMI, "Balance of Payments Statistics"; Institute of International Finance.						Tabella VI.1	

poi arrestata da una combinazione di politiche macroeconomiche restrittive accompagnate da ulteriori iniziative di liberalizzazione dei mercati dei capitali; i finanziamenti ufficiali esteri hanno altresì fornito un significativo sostegno. La disponibilità di consistenti riserve valutarie e una politica basata sull'innalzamento dei tassi d'interesse e su una contestuale limitazione dei crediti a breve delle banche nazionali ai non residenti hanno consentito all'Asia di superare meglio la tempesta. Un importante fattore ciclico è stato il costante calo dei tassi d'interesse USA a breve dagli inizi del 1995, che ha accresciuto la liquidità sui mercati finanziari internazionali e ha indotto gli investitori dei paesi industriali a ricercare all'estero rendimenti più elevati.

La decisa ripresa degli afflussi di capitali privati in America latina nel 1996 ha consentito ai paesi di quest'area di accumulare riserve e rimborsare passività ufficiali; il disavanzo corrente della regione nel suo insieme è rimasto praticamente

... gli afflussi di capitali privati riprendono in America latina...

invariato. Le amministrazioni di alcuni paesi latino-americani, in particolare Messico e Argentina, hanno sfruttato il rinnovato accesso ai mercati finanziari internazionali per migliorare le condizioni di scadenza e di tasso del debito in essere. Le ingenti emissioni di obbligazioni messicane sono servite a finanziare rimborsi anticipati a fronte del sostegno straordinario fornito nel 1995 dal Tesoro USA e dal FMI, oltre che a riscattare parte delle obbligazioni Brady ad alto rendimento. Anche l'Argentina ha continuato ad attingere abbondantemente dai mercati internazionali dei capitali privati, finanziando un modesto ampliamento del disavanzo corrente e incrementando le riserve ufficiali internazionali. La scadenza delle obbligazioni è stata allungata ed è stata emessa un'obbligazione denominata in pesos. Infine, nel 1996 gli investimenti in titoli del debito pubblico messicano a breve denominati in pesos si sono rivelati particolarmente redditizi per gli investitori esteri in quanto il deprezzamento del peso è stato ben inferiore al differenziale di tasso d'interesse nominale (i rendimenti a breve in termini di dollari USA sono riportati nella tabella VI.2). I differenziali di tasso d'interesse possono altresì spiegare il perdurare di cospicui afflussi di capitali in Brasile. Tali afflussi hanno finanziato un crescente disavanzo corrente e ulteriori, benché più limitati, incrementi delle riserve internazionali.

... e restano sostenuti in Asia

Nella maggior parte dei paesi asiatici la forte crescita degli afflussi netti di capitali privati, già in ripresa nel 1995, è proseguita nel 1996. Nell'insieme

Tassi d'interesse a breve ¹ : in termini reali e di dollari USA							
Rendimenti annui							
	Reali ²				In dollari USA ³		
	1990-94	1995	1996	1997 1° trim.	1990-94	1995	1996
Cina	- 2,2	- 5,0	0,7	2,2	- 2,9	12,7	9,3
India	2,2	5,7	4,9	- 2,7	- 0,2	2,9	8,6
Corea	2,2	4,2	2,4	2,7	6,2	10,8	- 1,4
Hong Kong	- 3,7	- 2,7	- 0,8	- 0,4	5,7	6,3	5,4
Singapore	1,1	0,8	1,5	1,2	9,6	5,9	4,0
Taiwan	3,3	2,5	2,3	3,9	7,2	2,2	4,6
Filippine	5,0	3,4	3,6	5,8	15,2	4,1	12,0
Indonesia	8,3	6,7	8,7	11,3	12,9	11,3	13,6
Malaysia	2,7	2,5	3,5	3,9	7,8	6,7	7,7
Thailandia	5,3	5,5	4,3	5,1	10,9	11,2	8,5
Argentina	-12,4	8,2	7,2	6,2	21,9	11,8	7,4
Brasile	10,6	25,5	10,3	12,7	20,6	33,1	19,3
Cile	6,6	5,9	6,9	6,8	15,0	12,6	8,6
Colombia	0,1	9,5	8,5	5,7	11,0	11,4	29,3
Messico	3,3	9,8	- 1,1	- 1,8	4,2	3,0	28,9
Perù	-12,4	4,3	3,4	5,2	-24,6	9,8	2,3
Venezuela	- 2,5	-22,0	-36,2	-37,8	4,1	-26,9	-22,4

¹ Strumenti a tre mesi; per la Cina, a un anno; per India e Brasile, tasso overnight; per Taiwan, tasso overnight e, prima del novembre 1994, media ponderata di sei tassi del mercato monetario con scadenze da overnight a sei mesi. ² Deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. ³ Calcolati in base ai tassi d'interesse medi mensili e alle variazioni del cambio nel corso del mese.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella VI.2

dell'Asia l'accumulo di riserve ha assorbito più della metà di tali afflussi. Gli elevati tassi d'interesse interni, l'accelerazione dell'attività economica e il rilancio dei mercati obbligazionari internazionali dopo la crisi messicana hanno consentito alle Filippine di attrarre ingenti capitali esteri, finanziare un fortissimo incremento delle riserve e riscattare \$635 milioni di obbligazioni Brady. Tuttavia, in alcuni paesi dell'Asia, segnatamente Corea e Thailandia, i disavanzi correnti sono aumentati più degli afflussi netti. Come già esaminato nel Capitolo III, i crescenti squilibri di parte corrente in questi e molti altri paesi asiatici sono riconducibili all'effetto congiunto della più lenta dinamica delle esportazioni e dell'ulteriore espansione della domanda interna.

Nel 1996 un fattore importante degli afflussi di capitali in Asia è stato il maggiore ricorso ai mercati obbligazionari come fonte di finanziamento esterno. L'emissione netta di titoli internazionali da parte dei paesi asiatici è triplicata. Ciò riflette la propensione di molti mutuatari di quest'area a diversificare le fonti di finanziamento, nonché gli sforzi delle autorità di contenere l'indebitamento bancario esterno (ad esempio, in Thailandia è stato introdotto un massimale e la Malaysia ha inasprito la propria regolamentazione). Vi è stata in effetti una forte contrazione dei prestiti bancari concessi a residenti della Thailandia, dove il debito estero a breve aveva raggiunto livelli elevati. In altri paesi dell'Asia il finanziamento bancario internazionale è aumentato (tabella VII.3 e grafico VII.4).

Maggiore ricorso
alle emissioni
obbligazionarie
in Asia

Il migliorato accesso ai mercati finanziari internazionali è stato evidente anche nei movimenti dei prezzi delle attività. I rendimenti delle obbligazioni Brady, che avevano iniziato a scendere dopo il marzo 1995, sono ritornati attualmente quasi ai livelli degli inizi del 1994. Per contro, in America latina la ripresa dei corsi azionari in termini di dollari è stata soltanto parziale: l'indice aggregato della Società finanziaria internazionale è tuttora al disotto dei livelli massimi raggiunti nel 1994. In Asia i prezzi delle azioni, che nella prima parte del 1995 erano scesi molto più gradualmente, sono stati complessivamente più deboli che in America latina. La maggior parte degli indici asiatici ha subito un forte calo nei primi quattro mesi del 1997, mentre i mercati latino-americani si sono per lo più mantenuti forti. La relativa debolezza dei corsi azionari aggregati in Asia nell'ultimo biennio può rispecchiare perduranti timori circa la fragilità finanziaria e la sostenibilità degli ampi disavanzi correnti di taluni paesi. Come si vedrà più avanti, le cifre aggregate celano però andamenti alquanto differenziati a livello di singoli paesi.

Prezzi delle
attività

Flussi di capitali verso le economie emergenti negli anni novanta

Nel solo 1996 gli afflussi totali netti di capitali privati in America latina e Asia hanno superato il totale per l'insieme degli anni ottanta, mentre quelli ufficiali hanno mostrato una progressione pressoché costante (tabella VI.1). Due potenti fattori stanno favorendo una maggiore integrazione delle economie emergenti con i mercati finanziari internazionali. Innanzitutto, il diffuso processo di riforma verso un'economia orientata al mercato nei PVS ha accresciuto il numero di paesi ritenuti affidabili incrementando al tempo stesso la domanda di fondi a fini di investimento da parte di tali paesi. In secondo luogo, gli investitori

Accresciuta inte-
grazione dei mer-
cati dei capitali

dei paesi industriali continuano a diversificare i portafogli finanziari, una tendenza sostenuta dalla flessione ciclica dei tassi d'interesse a breve nelle economie industriali negli anni novanta.

Finanziamento
del debito

L'aumento degli afflussi di capitali in questo decennio ha interessato praticamente tutte le categorie di fondi, ossia crediti bancari, emissioni di titoli e investimenti azionari (sia diretti che di portafoglio). Come appare dal grafico VII.4, sia il credito bancario che il collocamento netto di titoli da parte dei paesi latino-americani o asiatici sono significativamente cresciuti. Il credito bancario è stato il principale canale di finanziamento dei paesi asiatici, mentre quelli latino-americani hanno fatto maggiore ricorso alle emissioni di titoli. Le banche potrebbero aver inizialmente preferito concedere crediti ai paesi asiatici, viste le difficoltà incontrate negli anni ottanta dalle banche commerciali dell'America latina nel rimborsare il debito. In aggiunta, le obbligazioni latino-americane in quel periodo non erano state in genere ristrutturate e apparivano quindi, negli anni novanta, un interessante strumento di investimento. Ad ogni modo, come si è già osservato, la struttura dei flussi nelle due regioni sembra mostrare una tendenza convergente.

Investimenti
azionari

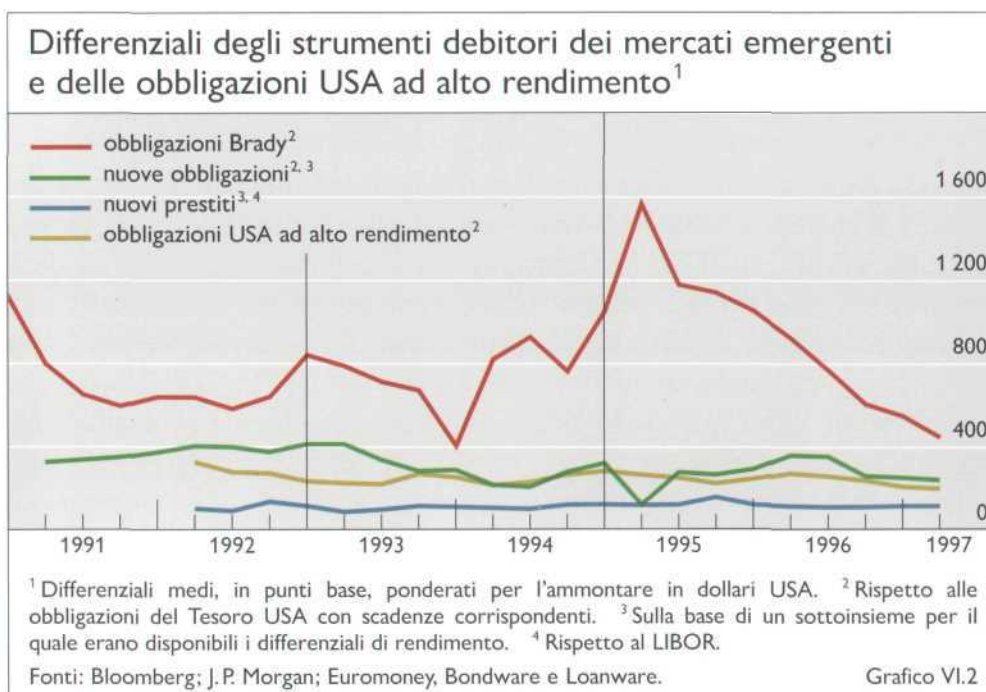
L'espansione degli investimenti azionari è stata un'altra caratteristica rilevante della ripresa degli afflussi di capitale verso i mercati emergenti negli anni novanta. Particolarmente vigorosi sono stati gli investimenti di portafoglio, la cui quota sul totale degli afflussi di capitali privati è cresciuta dal 13% nel 1991 al 19% nel 1996. Questo è un ulteriore indizio della crescente globalizzazione dei portafogli finanziari dei paesi industriali, nonché dell'importanza sempre maggiore di determinati tipi di investitori, come i fondi pensione e i fondi comuni di investimento, che in passato limitavano i propri impieghi al mercato finanziario interno.

I differenziali
d'interesse si
riducono ...

L'evoluzione del costo del finanziamento per i mutuatari dei PVS negli anni novanta fornisce una prova meno netta di tale integrazione rispetto ai flussi aggregati. Il grafico VI.2 pone a confronto i differenziali d'interesse sui tassi di riferimento USA di tre strumenti debitori dei PVS (obbligazioni Brady, nuove emissioni obbligazionarie e nuovi prestiti bancari) con quello delle obbligazioni societarie USA "ad alto rendimento" (junk bonds) con rating BB. Lo scarto delle obbligazioni Brady, lo strumento debitorio dei paesi emergenti più attivamente negoziato, è spesso utilizzato come indicatore del costo del finanziamento per i PVS. Nonostante il recente forte calo, tale scarto si situa ancora al di sopra dei livelli minimi toccati alla fine del 1993.

...segnatamente
per le obbligazioni
Brady ...

Come risulta dal grafico, i differenziali delle obbligazioni Brady sono stati generalmente ben superiori a quelli delle nuove emissioni obbligazionarie o dei nuovi prestiti. In parte, ciò è dovuto al fatto che tali obbligazioni rappresentano prestiti bancari ristrutturati e possono essere considerate dal mercato maggiormente esposte al rischio di ulteriori riscadenzamenti in caso di difficoltà di pagamento rispetto ad altre forme di credito. Inoltre, poiché le obbligazioni Brady sono state emesse unicamente da paesi che hanno avuto problemi di rimborso del debito estero, i loro differenziali incorporano probabilmente un grado di rischio maggiore rispetto a quello che si ritiene caratterizzi in genere i mutuatari dei mercati emergenti.



I differenziali di rendimento medi delle nuove emissioni obbligazionarie dei paesi emergenti sono scesi dagli alti livelli dei primi anni novanta, sebbene, come avvenuto per le obbligazioni Brady, siano stati soggetti a variazioni. Inoltre, un'analoga flessione degli spreads sulle obbligazioni USA ad alto rendimento fa ritenere che negli anni novanta non vi sia stato alcun miglioramento *relativo* delle condizioni di accesso ai mercati finanziari per i paesi emergenti. In altri termini, sia i mutuatari dei mercati emergenti sia gli emittenti di obbligazioni USA ad alto rendimento paiono aver beneficiato della maggiore liquidità e dell'accresciuta propensione al rischio, ottenendo entrambi condizioni più favorevoli. Infine, i differenziali dei prestiti bancari sono stati mediamente inferiori di circa 200 punti base ai differenziali delle obbligazioni delle economie emergenti, riflettendo in gran parte la maggiore presenza dei paesi asiatici con rating più alto nel credito bancario che nelle emissioni obbligazionarie. I differenziali dei finanziamenti bancari si sono ridotti lo scorso anno, analogamente a quelli delle obbligazioni Brady e delle nuove emissioni obbligazionarie, ma negli anni novanta non hanno mostrato una tendenza univoca di lungo periodo.

Vari fattori possono aver influenzato l'andamento alquanto ambiguo e di difficile interpretazione degli scarti medi delle obbligazioni e dei prestiti bancari di nuova emissione rappresentato nel grafico VI.2. In primo luogo, gli investitori sono stati disposti a prestare fondi a più lunga scadenza con il migliorare dell'affidabilità di credito dei paesi emergenti; questi ultimi hanno accettato di pagare scarti maggiori al fine di allungare la struttura per scadenze del proprio debito. Come appare nel grafico VI.3, la durata media delle obbligazioni è passata da quattro anni nel 1991 a dieci anni nel 1996 e ciò ha contribuito a contenere la riduzione dei differenziali. Le scadenze medie dei nuovi prestiti bancari, che includono operazioni di grande ammontare per il finanziamento a lungo termine di progetti, sono state ben più variabili e senza palesi tendenze di lungo periodo negli anni novanta.

... mentre per le obbligazioni di nuova emissione l'andamento è ambiguo...

... per effetto delle scadenze più lunghe...

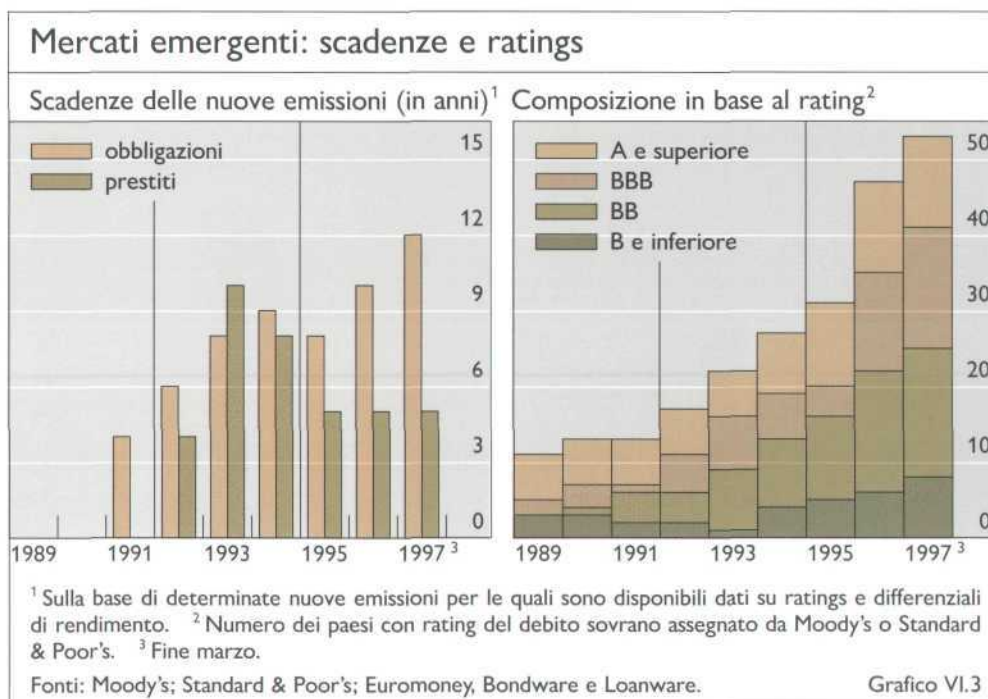
... e dell'arrivo di nuovi mutuatari

Perdurante cautela nei confronti dei mutuatari ad alto rischio...

Un secondo fattore che può aver mantenuto elevati i differenziali medi dei prestiti bancari e obbligazionari è stato l'ingresso sul mercato di numerosi nuovi mutuatari. Nella misura in cui questi ultimi presentano maggiori rischi e pagano di conseguenza premi più elevati, ciò può innalzare gli scarti medi sul mercato anche qualora i differenziali per determinate categorie di rischio si fossero frattanto ridotti. Tuttavia, le recenti variazioni nella distribuzione dei mutuatari sovrani fra le diverse categorie di rischio (grafico VI.3) non rivelano alcuna tendenza generale nella rischiosità media (la volatilità su base annua dei differenziali rispecchia probabilmente le variazioni annue nella quota dei prenditori più a rischio). Ciononostante, è possibile che l'arrivo di nuovi mutuatari possa aver rialzato gli scarti medi semplicemente perché i mercati tendono a richiedere rendimenti più elevati ai mutuatari che si affacciano per la prima volta al mercato, indipendentemente dal loro rating.

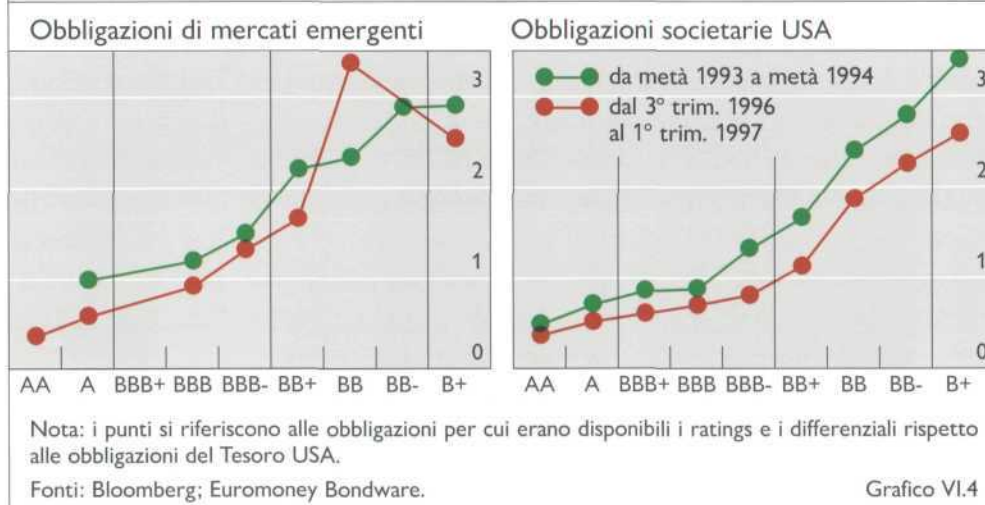
Al fine di analizzare le variazioni sia nella composizione dei mutuatari che nelle scadenze del debito, il riquadro di sinistra del grafico VI.4 pone a confronto gli scarti per le nuove emissioni obbligazionarie aventi diverse graduazioni del rischio, ma la medesima scadenza, in due periodi: da metà 1993 a metà 1994 (quando gli scarti hanno raggiunto il loro precedente minimo) e dal settembre 1996 a oggi (quando gli scarti sono ridiscesi). Per tutte le categorie di credito, salvo quelle a più alto rischio, i differenziali sono indiscutibilmente scesi tra il 1993-94 e oggi, avvalorando così l'ipotesi che i mutuatari dei mercati emergenti stiano beneficiando di condizioni più favorevoli per i loro strumenti debitori. Per contro, per i mutuatari con rating BB e B+ gli scarti non sono diminuiti in maniera uniforme, il che fa ritenere che gli investitori continuino ad avere un atteggiamento cauto nei confronti dei mutuatari a più elevato rischio dei paesi emergenti.

Il riquadro destro del grafico indica che anche i differenziali delle obbligazioni societarie USA con la stessa scadenza ed emesse negli stessi periodi delle obbligazioni dei mercati emergenti si sono ridotti dal 1994. Ciò è indicativo di



Differenziali e ratings: obbligazioni di mercati emergenti e di società USA

In percentuale



scarse variazioni palesi nel grado di discriminazione tra mutuatari di diverse aree geografiche. È nondimeno notevole il fatto che tra le categorie a più basso rischio di credito indicate nel grafico, ossia A e BBB, gli scarti siano diminuiti più drasticamente per le obbligazioni dei mercati emergenti, i cui rendimenti si collocano attualmente quasi allo stesso livello delle obbligazioni societarie USA delle classi di rischio AA e A. Invece, per le categorie di credito a rischio più elevato, il divario tra le obbligazioni dei mercati emergenti e quelle di società USA si è di fatto ampliato.

In sintesi, un esame più approfondito delle variazioni degli scarti per le nuove obbligazioni conferma che gli emittenti dei mercati emergenti a minore rischio hanno tratto vantaggio dalla combinazione di un'accresciuta liquidità e forse di una più elevata propensione al rischio, nonché di una maggiore disponibilità da parte degli investitori a valutare i mutuatari dei paesi emergenti sulla stessa base dei loro omologhi dei paesi industriali. Invece, per i prenditori cui viene annesso un più alto rischio gli scarti, seppur in discesa, permangono elevati rispetto a quelli di mutuatari con rating analogo nei paesi industriali, indicando quindi che i mercati dei capitali applicano tuttora a questo sottogruppo condizioni differenti per l'accesso al credito.

... ma spreads inferiori per i mutuatari a più basso rischio

Mercati azionari e immobiliari

I mercati azionari nei PVS hanno oggi un'ampiezza assai maggiore rispetto agli inizi del decennio: in termini di capitalizzazione/PIL, in molti casi sono ormai paragonabili a quelli dei principali paesi europei (tabella VI.3). Inoltre, tali mercati, che sono stati oggetto di crescente interesse da parte degli investitori esteri, sono ora più strettamente integrati con i mercati dei capitali dei paesi sviluppati. Ciononostante, la volatilità dei corsi azionari, sebbene tendenzialmente in calo, è rimasta più elevata che nel mondo industrializzato.

I mercati azionari più ampi ma ancora volatili...

... hanno avuto andamenti fortemente divergenti

Anche i prezzi immobiliari sono volatili...

Nel 1996 e agli inizi del 1997 gli andamenti dei corsi azionari si sono differenziati nei vari paesi. In molti paesi latino-americani gli indici sono fortemente cresciuti, facendo segnare ingenti guadagni in Argentina, Brasile e Venezuela. In Cile e Colombia vi è stata invece una flessione. Varie borse dell'Asia hanno raggiunto nuovi record mentre a Taiwan il mercato si è ripreso da un calo provocato da timori di ordine politico. Per contro, due importanti mercati hanno registrato un improvviso crollo: agli inizi del 1997 gli indici coreano e thailandese erano scesi di circa il 50% rispetto ai precedenti massimi.

I prezzi degli immobili sono determinati in gran parte dagli stessi fattori che influenzano quelli azionari: credito bancario, crescita reale, aspettative di inflazione, e così via. Il boom dei prezzi immobiliari nei mercati emergenti dell'Asia è stato molto più intenso che nelle principali economie industriali. La crescita media su base annua dei prezzi reali durante la fase espansiva nei paesi per cui sono tempestivamente disponibili dati (illustrati nella tabella VI.4) è stata in genere

Mercati azionari: capitalizzazione, volatilità e andamenti recenti					
	Capitalizzazione ¹		Volatilità ²		Variazione dell'indice ³
	1990	1996	1993-94	1995-96	
Cina	0,5 ⁴	13,8	26,6	10,5	71,7
India	12,9	35,1	8,9	8,2	-25,3
Corea	43,6	25,4	6,1	6,1	-47,6
Hong Kong	111,5	280,8	10,1	5,5	32,8
Singapore	91,6	169,0	3,9	3,1	- 1,1
Taiwan	62,7	100,5	13,9	8,5	6,6
Filippine	13,4	97,5	10,2	6,4	8,2
Indonesia	7,1	41,2	8,9	7,3	17,6
Malaysia	113,6	315,5	9,0	5,8	16,7
Thailandia	28,0	54,0	11,0	7,7	-54,1
Argentina	2,4	15,7	9,1	9,4	28,7
Brasile	4,0	28,6	13,6	7,6	31,3
Cile	49,1	90,8	8,7	5,1	-22,4
Colombia	3,5	20,8	8,2	6,7	-21,4
Messico	13,5	37,1	7,9	11,4	9,4
Perù	2,2	23,0	11,0	9,0	6,8
Venezuela	17,2	15,4	12,4	15,2	26,9
<i>Per memoria:</i>					
Stati Uniti	53,8	108,7	1,4	2,0	27,2
Giappone	98,2	67,6	6,0	3,4	-25,2
Germania	23,6	29,4	3,2	1,7	19,4
Regno Unito	86,7	151,0	4,2	2,5	22,6
Altri paesi europei del G-10 ⁵	26,9	47,8	4,7	3,8	10,9

¹ In percentuale del PIL. ² Scarto quadratico medio delle variazioni mensili nel periodo gennaio 1993-novembre 1994 e gennaio 1995-novembre 1996 (per escludere il mese di dicembre 1994 che ha risentito della crisi). ³ Variazione percentuale dal massimo raggiunto nel 1995 al febbraio 1997, in termini di dollari USA. ⁴ 1991. ⁵ Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 1990.

Fonti: Società finanziaria internazionale; Institute of International Finance; OCSE; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella VI.3

Cicli dei prezzi immobiliari in Asia					
Variazioni percentuali dei prezzi reali, tassi annui					
	Da minimo a massimo	Da massimo a minimo	Ciclo incompiuto più recente		Elasticità rispetto all'indice dei prezzi azionari*
			Percentuale	Anno d'inizio	
Corea			-2	1990	-0,12
Hong Kong	20	-30	56	1995	1,07
	24				
Singapore	27	-26	18	1992	0,82
Filippine	42	- 8	7	1991	0,34
Indonesia	54		-8	1990	0,13
Malaysia	26	-13	-6	1991	-0,21
Thailandia			-7	1991	-0,09

Nota: i calcoli sono basati sui dati annui dei prezzi rilevati per lo più nelle capitali. Per il ciclo più recente, sulla variazione tra l'anno d'inizio indicato e il 1996.

* Elasticità della variazione percentuale annua dei prezzi immobiliari nominali rispetto alla variazione percentuale annua dei corsi azionari, dal 1991 al 1996.

Fonti: Colliers Jardine; Jones Lang Wootton.

Tabella VI.4

superiore al 20%, rispetto a circa il 10% normalmente registrato negli Stati Uniti o nelle maggiori economie europee. Ciò è riconducibile principalmente al rapido ritmo di industrializzazione e urbanizzazione che ha creato una domanda eccezionalmente vigorosa di nuovi fabbricati, come conferma l'andamento dei canoni di locazione degli uffici: dalla metà degli anni ottanta, il canone medio reale nelle zone centrali di Kuala Lumpur e Singapore è più che raddoppiato e ha registrato un incremento quasi altrettanto forte a Hong Kong.

Tuttavia, a differenza dei corsi azionari, i prezzi delle proprietà immobiliari non sempre scendono rapidamente quando si determina un eccesso di offerta. Come in buona parte dei paesi industriali, negli ultimi anni vi sono state significative flessioni dei prezzi dopo i massicci incrementi registrati nei periodi anteriori, in genere a seguito di un deciso inasprimento monetario. In due economie (Hong Kong e Singapore) i cicli dei prezzi sono stati più brevi rispetto agli altri paesi indicati nella tabella VI.4; tale fenomeno, insieme alla più stretta correlazione tra prezzi immobiliari e corsi azionari durante gli anni novanta, implica una maggiore e più rapida reattività dei prezzi immobiliari alle condizioni di eccesso di offerta rispetto a Corea, Filippine, Malaysia o Thailandia. Mentre a Hong Kong e Singapore la correzione al ribasso seguita agli eccessi degli anni ottanta ha già fatto posto a un nuovo boom, in altri paesi l'aggiustamento resta tuttora incompleto. Secondo le stime del settore delle costruzioni, ulteriori e significativi aumenti dell'offerta nel 1997 o nel 1998 a Bangkok, Giacarta, Kuala Lumpur e Manila rischiano di accentuare la pressione al ribasso sui prezzi.

... benché talvolta rigidi verso il basso

Fragilità finanziaria in Asia

La ripresa degli afflussi di capitali privati nei mercati emergenti è avvenuta in un momento di notevole fragilità dei sistemi bancari nella maggior parte di questi paesi.

Le ultime crisi in America latina hanno innescato un processo di ristrutturazione

Banche asiatiche sovraesposte dopo anni di rapida crescita

In America latina, Argentina, Brasile, Messico e Venezuela non si sono ancora del tutto ristabiliti dopo le gravi difficoltà degli ultimi anni (analizzate nella 66^a Relazione annuale). È tuttora in corso un vasto processo di ristrutturazione comprendente sovvenzioni pubbliche, fusioni, maggiori partecipazioni estere e una più rigorosa vigilanza prudenziale basata sia su prescrizioni che su incentivi di mercato. Ne sono stati una concreta manifestazione i profondi tagli all'occupazione nel settore bancario, che era stata spesso gonfiata dai facili profitti realizzabili in un contesto di iperinflazione: tra il 1990 e il 1996 l'occupazione in questo settore è stata decurtata del 34% in Brasile e del 20% in Argentina. La quota delle sofferenze sul totale dei prestiti erogati si è notevolmente ridotta (tabella VI.5). Vi è stato un drastico inasprimento delle condizioni del credito, con una brusca contrazione degli impieghi bancari.

La rapidissima crescita in Asia nella prima metà degli anni novanta ha creato un clima di continua espansione della domanda, favorendo uno straordinario aumento del rapporto credito bancario/PIL che non trova equivalenti nella recente storia dei paesi industriali (tabella VI.6). I più elevati tassi di espansione del credito

Quota percentuale dei crediti in sofferenza						
	Crisi negli anni ottanta		1990	1994	1995	1996 ²
	Anni ¹	Media				
India ³				23,6	19,5	17,3
Corea	1986	6,7 ⁴	2,1	1,0	0,9	0,8
Hong Kong ⁵				3,4	2,8	2,7
Taiwan ⁶	1986	5,5	1,2	2,0	3,1	3,8
Indonesia			4,5	12,0	10,4	8,8
Malaysia	1988	30,5	20,4	8,1	5,5	3,9
Thailandia	1983-88	15,0	9,7	7,5	7,7	n.d.
Argentina	1985	30,3	16,0	8,6	12,3	9,4
Brasile			4,7	3,9	7,9	5,8
Cile	1983	15,5	2,1	1,0	1,0	1,0
Colombia ⁷	1984	25,3	2,2	3,1	3,8	4,6
Messico ⁷	1982	4,1	2,3	10,5	14,4	12,5
Perù	1985	17,7	12,8	6,9	4,8	5,1
Venezuela	1983	15,4	3,0	24,7	10,6	3,8
Per memoria:						
Stati Uniti	1987	4,1	3,3	1,9	1,3	1,1
Giappone ⁸				3,3	3,3	3,4 ⁹
Italia			5,2	8,1	9,3	10,1
			1992 ¹⁰			
Finlandia			8,0	4,6	3,9	2,7
Norvegia			9,1	5,4	4,1	3,2
Svezia			11,0	6,3	4,4	3,0

¹ Anni culminanti delle crisi. ² Dati provvisori. ³ Solo banche del settore pubblico. ⁴ Sono disponibili dati ufficiali soltanto dal 1986. ⁵ Solo banche con sede legale nel territorio di Hong Kong. ⁶ Prestiti scaduti. ⁷ Solo banche commerciali. Le cifre relative al Messico per il 1995 e il 1996 tengono conto dei programmi speciali per ridurre le sofferenze. Senza tali programmi le cifre sarebbero state 19,3 nel 1995 e 24,2 nel 1996. ⁸ Esercizi contabili. ⁹ Settembre 1996; includendo i crediti ristrutturati la cifra è 4,5. ¹⁰ Anno culminante delle crisi bancarie nei paesi nordici dell'Europa.

Tabella VI.5

Espansione del credito bancario al settore privato in rapporto alla crescita del PIL						
	1981-89	1990-94	1995	1996 ¹	Per memoria: credito bancario al settore privato in % del PIL	
	Variazioni percentuali medie annue				1980	1995
Cina ²	4,6	3,8	- 0,5	3,8	47,5	83,9
India	2,6	-2,0	3,8	- 2,0	20,2	23,9
Corea	3,2	2,6	2,2	- 0,6	36,2	55,7
Hong Kong ³	11,7	8,8	8,9	- 6,1	71,7	321,4
Singapore	2,1	0,8	7,8	5,7	62,9	84,9
Taiwan	7,1	9,2	1,1	- 3,9	49,2	143,1
Filippine	-7,6	10,7	27,4	31,5	37,9	39,3
Indonesia	15,1	10,4	4,4	5,7	8,1	49,1
Malaysia	6,8	3,1	10,5	13,1	33,1	76,9
Thailandia	6,8	10,0	11,1	5,8	27,5	88,7
Argentina	-4,0	7,9	6,2	0,4	16,5	17,9
Brasile	3,5	1,4	6,7	- 4,9	17,5	27,4
Cile	3,8	3,1	1,3	14,4	26,5	43,6
Colombia	2,0	4,1	4,2	5,0	10,8	16,4
Messico	-1,9	25,7	- 0,6	-36,0	12,8	33,6
Perù	-9,6	22,0	25,8	29,9	9,2	12,7
Venezuela	-2,9	-9,6	-39,4	-19,6	24,9	7,0
<i>Per memoria:</i>						
Stati Uniti	1,7	-3,5	4,2	- 0,6	62,1	63,3
Giappone	3,8	0,3	0,5	- 1,9	81,0	115,1
Germania	1,4	2,5	0,8	4,6	74,2	96,1
Regno Unito	9,6	1,3	2,3	3,3	39,9	99,7
Altri paesi europei del G-10 ⁴	1,7	2,0	- 2,6	- 0,8	61,0	76,2

¹ Dati provvisori. ² Crediti al settore non statale. ³ Credito totale. Solo banche autorizzate.

⁴ Media ponderata sulla base del PIL e delle PPA del 1990.

Tabella VI.6

sono stati registrati nei paesi di più recente industrializzazione: Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. In Thailandia i valori massimi sono stati raggiunti nel 1995, mentre nel 1996 vi è stato un sensibile calo. L'espansione del credito nelle Filippine, dove la ripresa della crescita reale è iniziata abbastanza tardi rispetto agli altri paesi, ha segnato invece un'accelerazione giacché, nello spazio di appena un paio di anni, il volume reale del credito bancario è all'incirca raddoppiato.

Il recente rallentamento ciclico in molti paesi asiatici ha evidenziato le debolezze strutturali dei loro sistemi bancari. Un fattore importante è stato il rialzo (o il mantenimento a un livello elevato) dei tassi d'interesse reali, in parte inteso a raffreddare la rapidissima espansione del credito, ma anche finalizzato a sostenere il cambio in un contesto di amplissimi disavanzi correnti. Dopo una serie di aumenti durante buona parte del 1996, all'inizio di quest'anno i tassi d'interesse reali in Indonesia e Thailandia risultavano essere saliti al di sopra rispettivamente del 10 e dell'8% (grafico III.3). In Malaysia, dove si è consentita una maggiore flessibilità del cambio, i tassi d'interesse reali sono stati inferiori e

La fragilità bancaria è dovuta all'aggiustamento a un contesto liberalizzato

molto più stabili. Anche in Corea i tassi reali restano elevati, sebbene vi sia stato un significativo deprezzamento del cambio. In taluni paesi questi problemi sono stati acuiti dalle pressioni al ribasso sui prezzi delle attività.

Le cause di fondo della fragilità del settore bancario in Asia sono molteplici. Si possono individuare quattro elementi comuni che caratterizzano i problemi dell'aggiustamento a un ambiente più aperto e liberale e che ricordano difficoltà molto simili incontrate non troppi anni fa dai paesi industriali. Innanzitutto, una fondamentale causa d'instabilità è stata la violenza dei cicli dei prezzi delle attività indotta da un'eccessiva espansione dei finanziamenti bancari e di altra fonte. Le banche che si erano sviluppate in un contesto fortemente regolamentato non avevano spesso l'esperienza per valutare adeguatamente i rischi del credito in un mercato liberalizzato. Alcune hanno assunto esposizioni eccessive, nell'aspettativa implicita di un sostegno ufficiale qualora fossero subentrato difficoltà. In molti casi, il sistema di vigilanza prudenziale non è stato sufficientemente rafforzato per affrontare questi accresciuti rischi. In secondo luogo, la liberalizzazione dei movimenti di capitale e la maggiore libertà con cui le istituzioni finanziarie nazionali hanno potuto effettuare transazioni internazionali hanno reso più difficile il compito della politica monetaria (argomento trattato anche nel Capitolo III). Gli obiettivi di cambio hanno sovente vincolato l'utilizzo dei tassi d'interesse ai fini della stabilità interna. Una terza causa sta nel fatto che le precedenti politiche di prestiti amministrati hanno lasciato un retaggio di crediti in sofferenza. Infine, l'intensificarsi della concorrenza tra le istituzioni interne non ha sempre condotto a una razionalizzazione dei sistemi bancari, spesso fortemente frammentati, che questi paesi hanno ereditato dal passato.

Cicli dei prezzi delle attività

I cicli dei prezzi delle attività sono accentuati dal credito bancario...

Una caratteristica fondamentale che ha accomunato le crisi finanziarie degli ultimi anni sia nei paesi industriali che nei PVS è stata la presenza di cicli dei prezzi delle attività alimentati da un'eccessiva espansione del credito bancario. Poiché questi due fenomeni tendono a rinforzarsi vicendevolmente, quanto meno a breve termine, l'instabilità finanziaria può essere acuita quando le economie si adeguano a un contesto finanziario più liberale. Prima della liberalizzazione i massimali ai tassi d'interesse sui depositi mantengono redditizia l'intermediazione bancaria. Inoltre, il credito bancario viene tipicamente destinato all'amministrazione statale o alle imprese industriali, mentre solo una modesta quota viene in genere convogliata verso i mercati azionari o immobiliari. L'abolizione di tali restrizioni non soltanto accresce le possibilità di manovra delle banche, ma le incoraggia altresì a ricercare nuovi impieghi redditizi data la compressione dei margini sulle attività tradizionali.

... poiché nuove opportunità di profitto...

Dopo la liberalizzazione, le banche tendono generalmente a concedere prestiti per l'acquisto di azioni o beni immobili. Le banche stesse possono investire in azioni e addirittura detenere partecipazioni in altri tipi di istituzioni finanziarie (ad esempio, quelle specializzate nel credito fondiario) autorizzate ad assumere maggiori rischi. Analogamente, i prestiti immobiliari possono fortemente espandersi per un certo numero di anni, alimentando un boom senza precedenti di questo mercato. L'ascesa dei prezzi delle attività "contagia" inoltre i crediti erogati per altri fini, poiché le banche ritengono

che sia le azioni sia i beni immobili offrano buone garanzie collaterali mentre i prezzi salgono.

I mutuatari continuano a indebitarsi, anche a tassi d'interesse più elevati, per acquistare attività il cui valore è in rapida ascesa e le banche continuano a concedere finanziamenti poiché il valore delle garanzie cresce. L'alta redditività degli investimenti immobiliari e azionari nelle fasi iniziali del boom incoraggia sia i mutuatari che le banche a ricercare esposizioni sempre maggiori, determinando così ulteriori rialzi dei prezzi. In questa fase, inoltre, la concorrenza tra banche e altre istituzioni finanziarie diviene più intensa contraendo sempre più i margini proprio quando i rischi aumentano. Il punto in cui i prezzi immobiliari superano il valore attuale dei guadagni futuri non è determinabile con precisione poiché non vi sono certezze su quale sia il "giusto" tasso di sconto e poiché i guadagni futuri sono anch'essi di difficile valutazione, soprattutto nei paesi in rapido sviluppo. In tali circostanze è pressoché inevitabile una bolla speculativa nel settore immobiliare.

Quando la bolla scoppia, le banche e i loro clienti vengono a trovarsi in gravi difficoltà. In un primo momento, il crescente eccesso di offerta potrebbe non riflettersi sui prezzi nella misura in cui i proprietari e i loro creditori non immettono le proprietà sul mercato e le transazioni diminuiscono. Tuttavia, a un certo punto l'aumento dei costi di finanziamento (e il conseguente accumulo di arretrati da interessi) rende tale situazione insostenibile. In particolare, gli investitori fortemente indebitati possono essere costretti a vendere, facendo cadere i prezzi. Con la riduzione del valore degli immobili detenuti in garanzia dalle banche o da altre istituzioni, le pressioni a vendere si intensificano, rafforzando le spinte al ribasso sui prezzi le quali a loro volta possono indurre vendite forzate che rischiano di trascinare i prezzi immobiliari al disotto dei loro livelli di equilibrio di lungo periodo.

Questo processo pone le autorità di fronte a vari problemi. Una prima questione concerne quali misure si possano o debbano adottare per moderare gli eccessivi aumenti dei prezzi delle attività durante un boom. In molti paesi asiatici, dove gli obiettivi di cambio condizionano la determinazione dei tassi d'interesse interni (si veda più avanti e, in particolare, il grafico VI.5), il margine per una loro manovra è limitato. In ogni caso, un inasprimento della politica monetaria in un momento di rapida ascesa dei prezzi delle attività, ma non del livello generale dei prezzi, può essere problematico giacché solo fortissimi aumenti dei tassi d'interesse potrebbero contenere l'inflazione dei prezzi delle attività una volta che si sono radicate le aspettative al rialzo.

Come si è visto nel Capitolo IV, gli aumenti dei prezzi delle attività possono essere di rilevanza diretta per la banca centrale soprattutto quando esse sono date in garanzia per prestiti bancari o sono finanziate tramite il credito bancario. In tali casi, i movimenti dei prezzi delle attività possono intaccare la solidità dell'intero sistema finanziario, spesso per effetto dei problemi incontrati da banche minori o da altri operatori creditizi apparentemente marginali. Mentre le banche più grandi e meglio capitalizzate della Thailandia, ad esempio, hanno mantenuto scarti di garanzia relativamente prudenti, alcune banche minori o altre istituzioni finanziarie si sono comportate altrimenti. Le società di finanziamento in Thailandia sono gravemente esposte in campo immobiliare e molte banche vi detengono significative partecipazioni.

... inducono le banche ad assumere troppi rischi...

... con gravi difficoltà quando la bolla speculativa scoppia

Cosa fare per moderare i boom?

I rischi sistemici...

... sottolineano la necessità di misure prudenziali...

Di conseguenza, le banche centrali e gli altri organi di vigilanza hanno spesso cercato di inasprire le direttive prudenziali sull'erogazione di prestiti nei momenti in cui i prezzi delle attività vengono sospinti da eccessive pressioni speculative. Le autorità possono imporre per i prestiti immobiliari uno scarto di garanzia minimo e una durata limite. Agli inizi del 1997, ad esempio, Hong Kong ha aumentato dal 30 al 40% lo scarto di garanzia raccomandato per gli appartamenti di lusso. In taluni casi si può far ricorso alla "moral suasion" per scoraggiare una troppo rapida espansione del credito per investimenti immobiliari (Malaysia, Thailandia e Indonesia). Spesso la banca centrale ha utilizzato il potere normativo di cui dispone per rendere più incisiva la "moral suasion" (ad esempio, autorizzando l'apertura di nuove succursali in funzione del rigore con cui le banche si attenevano alle raccomandazioni).

In molti paesi vi è stato un deciso rallentamento del nuovo credito bancario. Tuttavia, la capitalizzazione degli interessi sui crescenti prestiti in sofferenza ha gonfiato il volume del credito bancario rilevato dalle statistiche in alcuni paesi, mentre in altri sono stati erogati nuovi finanziamenti per evitare il dissesto di promotori immobiliari con fabbricati invenduti. Questi fattori possono aiutare a spiegare perché l'espansione del credito abbia apparentemente continuato a finanziare massicci investimenti nel settore immobiliare e delle costruzioni ben dopo l'emergere di un eccesso di offerta su molti mercati immobiliari asiatici.

... che andrebbero anche applicate al portafoglio azionario

Un altro motivo di preoccupazione è l'esposizione delle banche ai rischi del mercato azionario. La discesa delle quotazioni in Corea ha comportato per le banche pesanti minusvalenze latenti. Man mano che aumentavano le perdite, i criteri di accantonamento sono stati allentati riducendo le riserve che le banche sono tenute a costituire a copertura delle perdite stimate sul mercato azionario. Il boom dei corsi azionari in Malaysia è continuato fino ai primi mesi del 1997. Le misure annunciate dalla banca centrale della Malaysia nel marzo di quest'anno, che hanno posto un limite ai prestiti per investimenti sul mercato sia azionario che immobiliare, sono riuscite a moderare l'ascesa delle quotazioni azionarie. La politica di cambio maggiormente flessibile di tale paese ha permesso inoltre di contenere la volatilità dei tassi d'interesse.

Come affrontare i postumi di un boom?

Un secondo problema che si pone alle autorità è quale comportamento adottare una volta che la bolla dei prezzi immobiliari è scoppiata e si verificano fallimenti. In questo caso, le banche si ritrovano in genere con proprietà immobiliari difficili da vendere. Se esse non dispongono di capitali sufficienti, il settore pubblico è spesso obbligato a finanziare la detenzione di queste proprietà. Nel decidere il momento opportuno per la liquidazione di tali attività vanno valutati due pericoli opposti. Il primo è il collasso dei prezzi determinato dalla vendita troppo precipitosa in condizioni di debolezza del mercato. L'altro è un lungo periodo di illiquidità del mercato. I potenziali acquirenti, consapevoli che sul mercato vi sono ampi stocks di beni immobili invenduti, sono restii a comperare. La necessaria correzione dei prezzi si protrae così nel tempo, mentre i costi di finanziamento del debito aumentano, soprattutto quando i tassi d'interesse reali sono elevati.

A tale riguardo è istruttiva l'esperienza della Resolution Trust Corporation negli Stati Uniti, che è riuscita a vendere le attività delle casse di risparmio fallite

nel periodo 1989–1995. La vendita mediante aste competitive è iniziata quasi immediatamente e il valore delle attività liquidate ha raggiunto il massimo nel 1990–91. Sebbene il mercato immobiliare USA si fosse di fatto indebolito, per effetto di queste vendite e di altri fattori, dal 1991 in poi ha iniziato una rapida ripresa grazie anche alla politica di bassi tassi d'interesse della Riserva federale. In Svezia il progetto iniziale di liquidare in un periodo di 10–15 anni le proprietà acquistate dallo Stato dopo la crisi bancaria del 1991 ha fatto posto a una politica di più rapido smobilizzo. Ciò è stato favorito dalla decisione di rendere fluttuante la corona svedese alla fine del 1992, che ha consentito alle autorità un maggiore margine nel ridurre i tassi d'interesse in presenza di una profonda recessione.

Mobilità dei capitali

Una mobilità dei capitali fortemente accresciuta ha consentito più ampi e più persistenti disavanzi correnti rispetto al passato e ha acuito il tradizionale dilemma di politica monetaria concernente la compatibilità fra gli obiettivi di tasso di cambio e d'interesse. Un obiettivo di cambio rende più difficile, e forse quasi impossibile, l'utilizzo dei tassi d'interesse da parte della banca centrale per manovrare l'offerta di credito. Inoltre, un cambio fisso può determinare squilibri potenzialmente pericolosi nelle posizioni in valuta. Una tipica fonte di problemi nelle economie industriali ed emergenti è stata la combinazione di un cambio fisso con tassi d'interesse e d'inflazione interni relativamente elevati che di regola incoraggia i residenti (le banche e la loro clientela) a contrarre prestiti in valuta estera per finanziare transazioni o attività in moneta locale. A causa di tali sbilanci il sistema bancario viene a trovarsi esposto a rischi di forti perdite nel caso in cui il disavanzo corrente provochi alla fine una sensibile svalutazione.

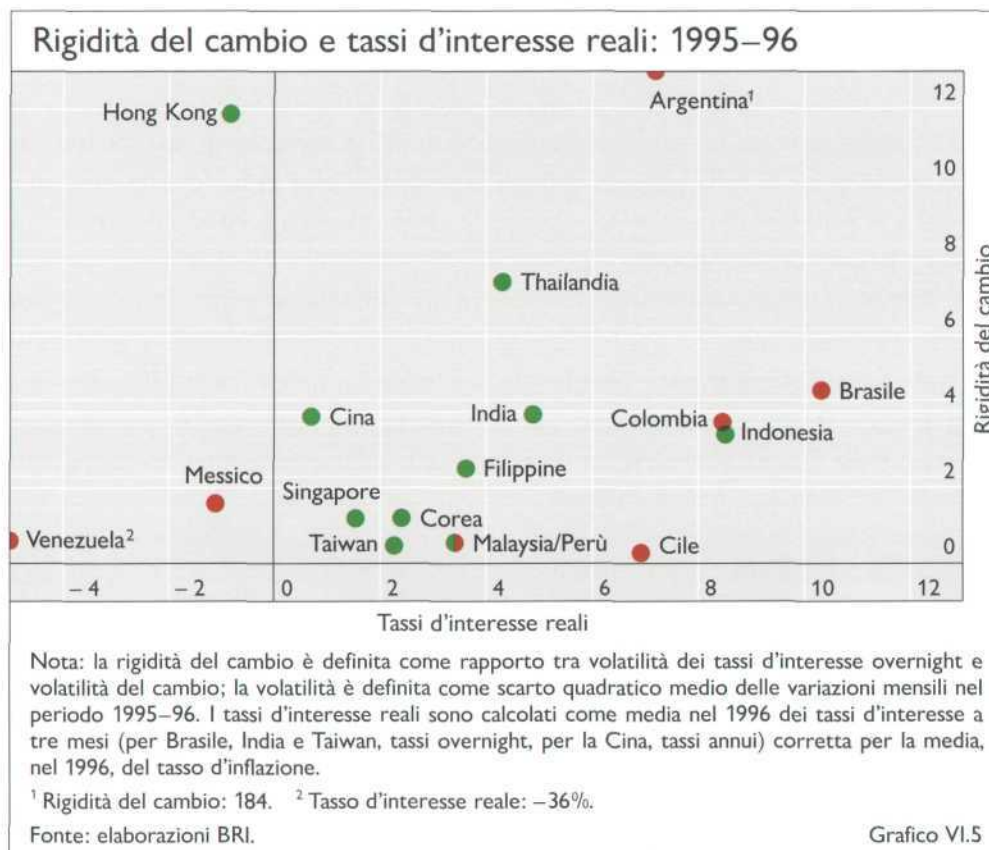
In termini generali, gran parte dei paesi asiatici ha tradizionalmente subordinato la politica monetaria all'obiettivo di cambio, spesso accettando il prezzo di una maggiore volatilità dei tassi d'interesse. Tuttavia, negli ultimi anni molti paesi hanno optato per una maggiore libertà del cambio (l'Indonesia, ad esempio, ha recentemente ampliato la banda di oscillazione) e sono riusciti a mantenere più stabili i tassi d'interesse. Il rapporto tra la volatilità del tasso d'interesse e quella del cambio fornisce una misura, sia pur imperfetta, del peso relativo attribuito ai due obiettivi nella determinazione della politica monetaria (grafico VI.5). In base a tale misura, tra i PVS asiatici Hong Kong e Thailandia hanno avuto i sistemi di cambio più rigidi, e infatti la volatilità dei cambi negli ultimi due anni è stata molto ridotta. Tuttavia, allorché si indebolisce la fiducia del mercato nel cambio, questa politica richiede un livello elevato dei tassi d'interesse reali (Thailandia).

In parte a causa della riluttanza di molti paesi asiatici ad apprezzare il cambio per contenere gli incipienti afflussi di capitali, questi ultimi sono stati massicci durante tutta la prima metà degli anni novanta, periodo in cui le riserve valutarie di tali paesi sono fortemente cresciute. Ad esempio, le difficoltà del sistema bancario thailandese sono attribuibili in parte alla creazione, agli inizi del 1993, delle Bangkok International Banking Facilities (BIBF) le quali, oltre a promuovere Bangkok come piazza finanziaria internazionale, hanno consentito alle banche locali di indebitarsi in dollari. Data l'ampiezza limitata della fascia obiettivo e la forte incidenza del dollaro nel paniere di riferimento, il rischio di perdite di cambio appariva relativamente ridotto.

Dilemma fra tasso d'interesse e tasso di cambio

Verso una maggiore libertà dei cambi?

Afflussi di capitali e credito interno



Molti provvedimenti sono stati adottati per limitare l'effetto espansivo sul credito prodotto dagli afflussi di capitali esteri. Alcuni paesi asiatici hanno mantenuto le riserve obbligatorie per i depositi esteri a breve più elevate rispetto ad altre forme di provvista. La Banca di Thailandia ha adottato varie misure volte a contenere la crescita dei prestiti delle BIBF sul mercato interno. Dal settembre 1995 le passività nette in valuta estera delle banche locali sono state assoggettate a massimali (ad esempio, il 20% delle attività). In aggiunta, i depositi esteri sono stati esclusi dal calcolo dei rapporti prestiti/depositi prescritti alle banche.

Prestiti amministrati

I prestiti amministrati indeboliscono la disciplina nell'erogazione di credito

Una terza importante causa della fragilità del sistema bancario è stata l'erogazione di crediti su incitamento dei poteri pubblici. Le sofferenze bancarie lasciate in eredità da tale pratica sono particolarmente pesanti in Cina, dove quasi un quinto dei crediti è inesigibile. Sotto il regime di pianificazione centralizzata, le banche non svolgevano praticamente alcun ruolo nella valutazione del rischio di credito e i prestiti bancari erano semplicemente la contropartita contabile del piano materiale. In tale sistema, le imprese statali disponevano di mercati "captive" per i loro prodotti che solo dieci anni fa rappresentavano due terzi della produzione industriale cinese. Importanti riforme economiche hanno permesso a imprese private, collettive o in compartecipazione di accedere a tali mercati e le imprese statali contribuiscono attualmente per meno di un terzo alla produzione industriale. Inoltre, molti beni da loro prodotti restano invenduti e le giacenze aumentano. Giacché non è consentito il fallimento delle imprese

statali (non soltanto rappresentano il principale datore di lavoro ma sono anche un importante fornitore di prestazioni sociali), le perdite si sono accumulate oberando le banche di crediti inesigibili. Molte di queste imprese restano in attività solo perché le banche forniscono loro il capitale di esercizio. Un obiettivo primario della politica attuale è garantire che le banche concedano crediti a condizioni di mercato; lo scopo è abolire entro il 2000 i controlli sul credito per investimenti fissi.

Anche in India e Indonesia i crediti in sofferenza sono generalmente concentrati nelle banche statali (o ex statali). Le attuali difficoltà delle istituzioni coreane sono in larga misura dovute alle precedenti politiche di credito amministrato, sotto forma di prestiti agevolati a settori prioritari nelle fasi iniziali dello sviluppo della Corea e, in tempi più recenti, di finanziamenti in favore di piccole e medie imprese (a più alto rischio).

Concorrenza e aggiustamento strutturale

Un quarto elemento è il fatto che alla deregolamentazione del mercato interno non è seguita una razionalizzazione del sistema finanziario. In numerosi paesi asiatici i margini di profitto si sono ridotti, in particolare nelle attività tradizionali, costringendo le banche ad avventurarsi in nuove aree sconosciute e spesso più rischiose. In molti paesi industriali l'accresciuta concorrenza ha innescato un forte movimento di razionalizzazioni e fusioni, spesso incoraggiato dalle autorità soprattutto dopo una crisi bancaria. In Asia, invece, in molti casi gli azionisti delle banche si sono opposti alle fusioni. L'elevato numero di banche indonesiane (239), ad esempio, è di per sé indicativo del grado di frammentazione del sistema; gli sforzi della banca centrale per incoraggiare fusioni hanno avuto successo in un unico caso lo scorso anno. In Corea non vi sono stati recenti esempi di fusioni tra banche. Le difficoltà manifestatesi ultimamente in Thailandia hanno indotto le autorità a raddoppiare gli sforzi per la razionalizzazione del sistema. Il collasso della più grande società finanziaria del paese nel febbraio 1997, con quasi il 50% delle esposizioni nel credito immobiliare e al consumo, ha spinto le autorità a imporre un aumento di capitale a talune istituzioni. È stato inoltre annunciato un programma ufficiale per incoraggiare le fusioni. In base al sistema normativo a due livelli della Malaysia, solo le banche con un capitale azionario superiore a una data soglia possono condurre determinate operazioni; attraverso le fusioni, però, anche le banche più piccole possono raggiungere le dimensioni richieste per essere classificate istituzioni "di primo livello". Un'altra tattica impiegata dalle autorità di taluni paesi è consistita nel facilitare o consentire l'accesso all'attività bancaria unicamente mediante l'acquisizione di istituzioni già esistenti.

Concorrenza
e necessità di
ristrutturazione

Miglioramento dell'informativa di bilancio delle banche

Un'efficace disciplina del mercato, fattore che può svolgere un ruolo fondamentale nell'imporre alle banche una gestione prudente, dipende dalla trasparenza. Tuttavia, dal momento che l'attività bancaria per sua natura si basa sul possesso di informazioni confidenziali sui clienti, la trasparenza non è sempre di facile attuazione. Nondimeno, la liberalizzazione, la proliferazione di strumenti finanziari più sofisticati e la globalizzazione hanno fornito un considerevole

impulso alla diffusione di informative di bilancio più complete e accurate da parte delle banche sia nei PVS che nei paesi industriali (il ruolo dell'accresciuta pubblicità delle informazioni nel rafforzamento della regolamentazione di vigilanza prudenziale viene analizzato nel Capitolo VIII).

Verso una maggiore trasparenza nei mercati emergenti?

Non è facile dire in che modo la gravità e la persistenza delle recenti crisi bancarie nei mercati emergenti abbiano influito sulla tendenza a una migliore pubblicità delle informazioni. Da un lato, le consistenti perdite delle banche, che spesso finiscono per ricadere sui contribuenti, hanno indotto le autorità nazionali a inasprire gli adempimenti informativi. In America latina, Argentina e Messico costituiscono due recenti esempi emblematici. Dall'altro lato, alcune autorità di vigilanza temono che la completa divulgazione di informazioni sul reale stato finanziario di molte banche potrebbe compromettere la fiducia e ritengono che non sia possibile migliorare la pubblicità delle informazioni, pur essendo favorevoli in linea di principio, fintantoché le istituzioni rimangono fragili. A ogni modo, negli ultimi anni sono stati realizzati alcuni progressi in termini di rigore contabile, frequenza e grado di dettaglio dei rendiconti finanziari, potenziamento delle procedure di revisione e promozione del ruolo delle agenzie di rating.

Più informazioni sulla qualità degli impieghi...

Molti paesi hanno adottato provvedimenti per far sì che le banche forniscano informazioni più dettagliate sulla qualità dei crediti, accompagnati in molti casi da criteri più rigorosi sugli accantonamenti a fronte dei crediti al momento dell'erogazione e allorché si modifica la situazione. L'Argentina, ad esempio, ha utilizzato i tassi d'interesse sui prestiti come parametro della loro rischiosità. L'India ha recentemente inasprito le norme per la tempestiva imputazione a bilancio delle perdite su crediti. Analoghe misure sono state adottate per il portafoglio titoli delle banche, imponendo una contabilizzazione maggiormente riferita ai prezzi correnti di mercato (India) o una crescente trasparenza sulle posizioni "fuori bilancio" (Thailandia). È stato inoltre richiesto alle banche di palesare le esposizioni rilevanti (ad esempio, verso particolari settori come l'immobiliare o verso singoli mutuatari). Nonostante tutti questi progressi, resta ancora molto da fare. Numerosi paesi consentono tuttora alle banche di dissimulare la reale entità delle perdite su titoli e su crediti. Soltanto in un numero relativamente ridotto di paesi vengono resi disponibili al pubblico i dati sui costi del mancato servizio del debito capitalizzati nei crediti bancari.

... e sulle grandi esposizioni ...

... ma restano molte lacune

I rendiconti di esercizio sono più dettagliati ...

Un secondo importante sviluppo è stata l'accresciuta frequenza e accuratezza dei rendiconti sui risultati finanziari delle banche. Tali rendiconti non sono soltanto segnalazioni statistiche (con cui le autorità di vigilanza in molti paesi sintetizzano le condizioni finanziarie di tutte le banche poste sotto la loro giurisdizione), ma includono spesso un resoconto gestionale indicante come i rischi e varie altre questioni vengono affrontati.

... e le banche sono soggette a una migliore revisione contabile

In molte giurisdizioni sono state inasprite le disposizioni che disciplinano il ricorso a revisori interni ed esterni. Diversi paesi hanno elevato i requisiti minimi richiesti per la funzione di revisione interna. È stata limitata inoltre la possibilità di scelta dei revisori e ampliata la portata delle loro relazioni. I revisori spesso hanno il dovere di notificare direttamente all'autorità di vigilanza qualunque problema riscontrato nelle banche esaminate.

Il ruolo delle agenzie di rating

Negli ultimi anni la notevole espansione dell'attività delle agenzie di rating ha consentito una migliore conoscenza da parte del mercato dei risultati economici delle banche. Il numero dei paesi emergenti cui è stato assegnato un rating è passato da 13 all'inizio del decennio a 53 nei primi mesi del 1997 (grafico VI.3). Questo sviluppo di importanza cruciale è il riflesso di cambiamenti fondamentali nella natura sia dei prestatori che dei prenditori di fondi sui mercati internazionali dei capitali. Alla fine degli anni settanta e nei primi anni ottanta, i capitali esteri venivano forniti principalmente dalle banche le quali, teoricamente, erano in grado di valutare e sorvegliare in modo indipendente il merito di credito di un paese. Nel contempo, i PVS destinatari dei flussi di capitali privati erano per lo più costituiti da un gruppo relativamente ristretto di paesi e da mutuatari ben noti, generalmente enti del settore pubblico. Spesso si riteneva che l'esistenza di rapporti stretti e durevoli tra creditori e mutuatari attenuasse l'esigenza di una valutazione autonoma del merito di credito. Negli anni novanta, invece, i flussi di capitali esteri hanno iniziato a essere convogliati attraverso fondi pensione, fondi d'investimento, compagnie di assicurazione o altri investitori con

Accresciuto ruolo delle agenzie di rating...

Banche e ratings				
	Obbligo per le banche di richiedere un rating	Presenza di una agenzia di rating locale	Numero di banche fra le maggiori dieci a capitale nazionale a cui era assegnato un rating nel febbraio 1997 da una:	
			agenzia locale ¹	agenzia internazionale ²
India	NO	Sì	8	8
Corea	NO	Sì	0	10
Hong Kong	NO	NO	—	3 ³
Singapore	NO	NO	—	Tutte e 6
Taiwan	NO	Da maggio 1997	—	6
Indonesia	NO	NO	—	10
Malaysia	NO	Sì	7 ⁴	2
Thailandia	NO	Sì	3 ⁵	9
Argentina	Sì	Sì	10 ⁶	10
Brasile	NO	Sì	n.d.	9
Cile	Sì ⁷	Sì	10	10
Colombia	NO ⁸	NO	—	5 ⁹
Messico	NO	Sì	5	10
Perù	Sì	Sì	10	(6)
Venezuela	NO	Sì	Tutte	7

¹ Per i depositi in moneta nazionale. ² Passività valutarie a lungo termine. Se i ratings sono disponibili solo per i depositi in moneta locale, la cifra è indicata tra parentesi. ³ Solo banche di proprietà locale. Cinque banche hanno ricevuto ratings per passività valutarie a lungo termine. ⁴ Le banche vengono quotate sulla base dell'insieme delle operazioni bancarie. ⁵ Rating basato sulle obbligazioni a lungo termine in moneta locale. Nessuna banca è quotata in base ai depositi in moneta locale. ⁶ Una banca le cui passività sono garantite dal Governo federale non è tenuta a richiedere un rating. ⁷ Almeno due agenzie devono assegnare un rating ai titoli bancari. ⁸ Viene però richiesto un rating se si effettuano determinate operazioni (ad esempio, emissione di titoli). ⁹ Per emissioni di ADR (American Depositary Receipts) e GDR (General Depositary Receipts).

Fonte: banche centrali.

Tabella VI.7

scarsa esperienza nella valutazione dell'affidabilità di credito dei tanti mercati emergenti presenti nei loro portafogli diversificati. Al tempo stesso, sul mercato internazionale si sono affacciati mutuatari sia pubblici che privati poco o per nulla conosciuti.

... che quotano
oggi molte più
banche...

Le principali agenzie quotano oggi un numero maggiore di banche appartenenti a una più ampia gamma di paesi (tabella VI.7). Tale evoluzione è dovuta a diversi fattori. Innanzitutto, le autorità di vigilanza in alcuni paesi hanno obbligato, o quanto meno fortemente incoraggiato, le banche poste sotto la loro giurisdizione a richiedere e pubblicare il loro rating. È nota l'importanza attribuita alla pubblicità delle informazioni in Nuova Zelanda, sebbene le autorità non siano giunte a rendere obbligatorio il rating per tutte le banche in quanto gli istituti minori hanno obiettato che ciò avrebbe comportato loro costi spropositati. Argentina e Perù hanno imposto alle banche di richiedere un rating. In Cile, oltre alla valutazione attribuita dalle agenzie private, è prescritto che revisori ufficiali assegnino a ciascuna banca un rating sintetico che viene poi pubblicato.

Per molti paesi un fattore ben più importante è stato l'accresciuto ricorso delle banche ai mercati finanziari internazionali per la raccolta di fondi; infatti l'accesso a tali mercati richiede spesso l'assegnazione di un rating da parte di un'importante agenzia e questa valutazione incide di regola sulle condizioni del prestito. Similmente, le operazioni bancarie internazionali non sono più appannaggio esclusivo di grandi banche molto note; numerose banche minori e relativamente poco conosciute hanno sviluppato rapporti di affari diretti a livello internazionale con altre banche di dimensioni analoghe, attività notevolmente facilitata dall'esistenza di ratings affidabili.

... fornendo un
contributo fonda-
mentale

L'accresciuta sorveglianza che deriva dall'attività delle agenzie di rating ha permesso di conoscere più approfonditamente la posizione economico-patrimoniale delle banche. In molti paesi le autorità di vigilanza e le banche stesse hanno adottato provvedimenti per far sì che le agenzie di rating ricevano tutte le informazioni necessarie circa la posizione finanziaria delle banche. In aggiunta, negli ultimi anni le agenzie non hanno esitato a declassare banche grandi e influenti prima che organismi ufficiali ne rendessero pubblicamente note le difficoltà.

I ratings sono
tendenzialmente
improntati a
cautela...

È però importante non attribuire ai ratings un significato più ampio di quello originariamente voluto. Le agenzie tendono ad avere un approccio cauto poiché esse devono evitare di farsi eccessivamente influenzare da andamenti puramente congiunturali e poiché la loro credibilità dipende da una relativa stabilità della valutazione. Di conseguenza, il merito di credito di un paese tende naturalmente a mantenersi molto più stabile nel tempo rispetto sia alle condizioni economiche interne che ai differenziali di rendimento pagati sui finanziamenti esteri. Il grafico VI.1 (pagina 107) pone a confronto l'evoluzione dei ratings e i movimenti dei differenziali in Argentina, Brasile e Messico. Gli spreads sulle obbligazioni Brady, che misurano la percezione sul mercato dei rischi di future inadempienze, mostrano chiaramente variazioni molto maggiori rispetto ai ratings.

Analoghe considerazioni valgono per il merito di credito di banche. Gli analisti finanziari e le autorità di vigilanza bancaria vogliono spesso controllare variazioni anche di ridotta entità e potenzialmente di breve durata dei risultati economici delle banche che i ratings di per sé non colgono. In secondo luogo, in

molti casi la valutazione assegnata a una banca o a un debito bancario incorpora una stima della probabilità di un salvataggio ufficiale in caso di difficoltà. Benché questo sia un dato che i creditori hanno bisogno di conoscere, esso può non fornire un quadro accurato della solidità intrinseca di una banca. Per evitare questi inconvenienti alcune agenzie hanno recentemente messo a punto ratings “distinti” che non tengono conto del sostegno ufficiale. Un terzo problema riguarda il merito di credito di sistemi bancari e non soltanto di singole banche. Sebbene la valutazione di alcune caratteristiche dell'intero sistema, come l'efficacia degli schemi di vigilanza locali, costituisca una parte dell'attività di quotazione di singole banche, è raro che vengano attribuiti ratings a sistemi bancari. Il mercato richiede principalmente valutazioni di singoli istituti; esistono inoltre difficoltà concettuali nel definire il rischio di credito di un intero sistema. In quarto luogo, oltre che sull'impiego di indicatori obiettivi, il rating si basa anche su un elemento di soggettività (ad esempio, sulla qualità del management). Tale aspetto è tanto più importante in paesi dove il livello dell'informativa di bilancio è carente. A ciò si collega il fatto che ben poche banche nei mercati emergenti possono vantare un lungo passato di buoni risultati gestionali in un contesto liberalizzato. Al contrario, le statistiche delle inadempienze sul mercato delle obbligazioni societarie USA, dove i ratings hanno una lunga tradizione, permettono di verificare l'accuratezza di tali quotazioni.

Un ultimo e importante punto riguarda il rapporto tra rating della banca e quello del paese in cui essa ha sede. Il merito assegnato dalle principali agenzie internazionali alle passività in valuta estera delle banche non può generalmente superare la quotazione attribuita al debito sovrano del paese in questione. Tale criterio si applica sia alle banche private che a quelle pubbliche in quanto il governo di un paese in difficoltà finanziaria potrebbe adottare provvedimenti per impedire alle banche nella sua giurisdizione di onorare il debito estero. Per tale ragione, i ratings internazionali assegnati alle banche di molti mercati emergenti tendono a “raggrupparsi” in prossimità o leggermente al disotto di quello attribuito al debito sovrano. Per consentire una differenziazione più accurata alcune agenzie hanno iniziato a utilizzare scale nazionali di ratings che prescindono dal rischio sovrano. Quale sia il parametro più utile dipende dalla natura della crisi all'origine delle difficoltà. In molti paesi le agenzie locali svolgono anch'esse un ruolo importante, soprattutto nel valutare le passività in moneta nazionale. Emerge quindi il problema di elaborare ratings comparabili a livello internazionale soprattutto laddove le quotazioni locali sono richieste dalle autorità nazionali in relazione a esigenze specifiche.

In sintesi, la pubblicità delle informazioni e il ruolo delle agenzie di rating sollevano svariate questioni che tendono ad assumere maggiore rilevanza con il crescere del numero di banche che operano a livello internazionale e la “polverizzazione” degli attuali mercati finanziari internazionali.

... e talvolta tengono conto dei salvataggi ufficiali

Le agenzie non dispongono ancora di dati storici sufficienti

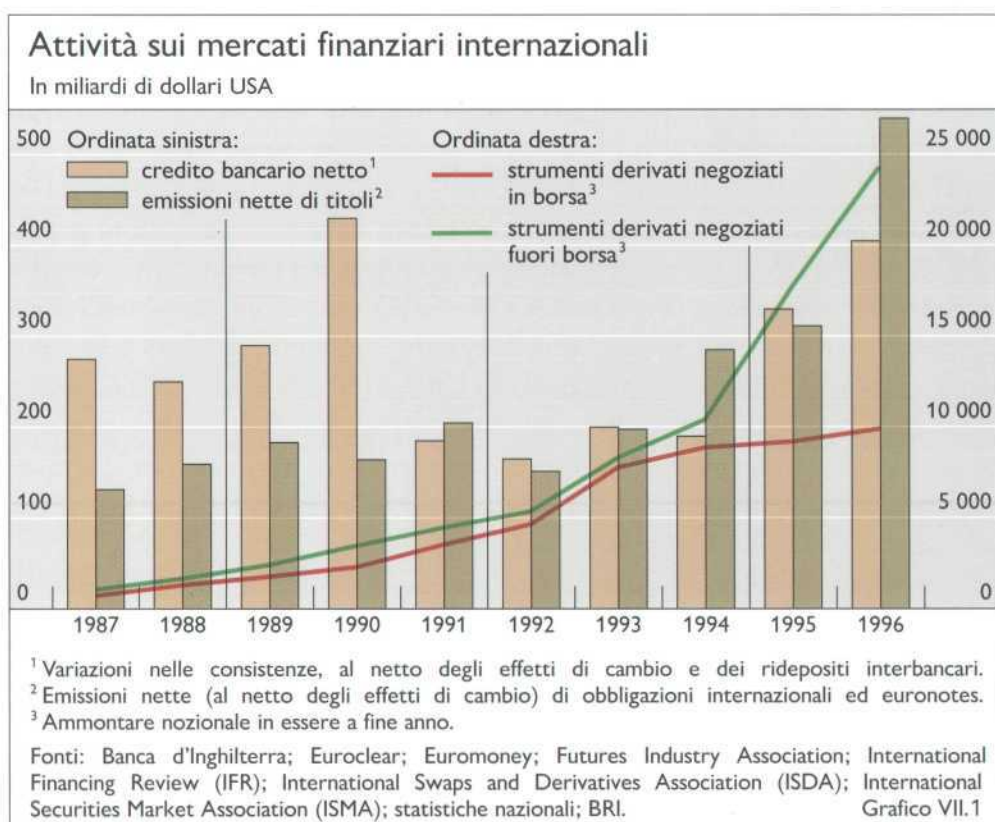
Rapporto con il rating del paese

Questioni irrisolte

VII. I mercati internazionali dei capitali

Aspetti salienti

L'abbondante liquidità, la bassa inflazione, le diffuse politiche di riequilibrio dei bilanci pubblici, gli ulteriori progressi verso l'Unione economica e monetaria europea (UEM) e la perdurante liberalizzazione finanziaria hanno dato impulso all'attività sui mercati internazionali dei capitali nel 1996. In effetti, la piazza finanziaria mondiale è stata spesso al centro dell'ininterrotta ricerca di più elevati rendimenti da parte degli investitori, con una crescente accettazione di emissioni di più bassa qualità creditizia e la proliferazione di strutture sempre più complesse. L'attività è stata caratterizzata da un volume senza precedenti di emissioni di titoli e da un'ulteriore crescita dell'intermediazione bancaria. Al tempo stesso, si è accentuata la sovrapposizione tra i due segmenti del mercato: alle istituzioni finanziarie va infatti attribuita la maggior parte delle nuove emissioni e sono state le acquisizioni di titoli delle banche ad aver determinato l'intera espansione delle attività bancarie. Nei mercati derivati, al ristagno delle contrattazioni in strumenti negoziati in borsa ha fatto riscontro il perdurante vigore dell'attività sui mercati fuori borsa (OTC) e sono tornati in auge i titoli che offrono flussi di pagamento collegati a derivati.



Finanziamento netto stimato sui mercati internazionali ¹							
Componenti del finanziamento internazionale netto	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Consistenze a fine 1996
	in miliardi di dollari USA						
Totale attività esterne delle banche dichiaranti ²	- 48,0	185,5	316,4	274,9	680,0	496,6	8 289,9
Attività sull'interno in valuta estera	- 61,4	-39,8	-0,9	0,2	-36,0	81,2	1 355,6
<i>meno: ridepositi interbancari</i>	-294,4	-19,4	115,5	85,1	314,0	172,9	4 630,5
A = Credito bancario internazionale netto ³	185,0	165,0	200,0	190,0	330,0	405,0	5 015,0
B = Collocamenti netti di euronotes	34,9	40,4	72,1	140,2	192,4	265,0	834,1
Totale emissioni obbligazionarie internazionali perfezionate ⁴	319,7	334,7	432,4	373,6	358,7	569,2	
<i>meno: rimborsi e riacquisti⁴</i>	150,0	223,8	307,0	228,4	239,6	294,1	
C = Finanziamento netto mediante obbligazioni internazionali ⁴	169,8	110,9	125,4	145,2	119,2	275,1	2 391,8
D = A + B + C = Totale finanziamento internazionale	389,7	316,3	397,6	475,4	641,6	945,1	8 240,9
<i>meno: duplicazioni⁵</i>	34,7	71,3	122,6	60,4	111,6	200,1	1 310,9
E = Totale finanziamento internazionale netto	355,0	245,0	275,0	415,0	530,0	745,0	6 930,0

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 dati di flusso. 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 nei collocamenti netti di euronotes. ⁵ Titoli internazionali acquisiti o emessi dalle banche dichiaranti, nella misura in cui figurano nelle statistiche bancarie come crediti verso non residenti.

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

Tabella VII.1

Alla base di questi sviluppi vi sono cambiamenti di fondo nelle pratiche e nelle strutture di mercato, conseguenti alla rimozione delle barriere normative e all'innovazione tecnologica, oltre che all'azione di forze di mercato più profonde. L'emissione di titoli internazionali si sta sempre più sostituendo ai canali di finanziamento tradizionali. Nello stesso tempo, le operazioni pronti contro termine (PcT) stanno gradualmente rimpiazzando i depositi interbancari ordinari, consentendo la partecipazione di una più ampia gamma di operatori e rendendo sempre meno netta la distinzione tra operazioni bancarie e in titoli. Inoltre il rapido sviluppo delle negoziazioni di prestiti e la crescente popolarità di strumenti quali i titoli garantiti da attività, le obbligazioni strutturate e gli swaps di attività stanno accentuando l'interconnessione tra i segmenti del mercato. I progressi compiuti lo scorso anno nella gestione dei rischi di credito hanno parimenti contribuito a rafforzare questi legami.

Nonostante il diffondersi della titolarizzazione a livello mondiale, le banche commerciali sono state generalmente in grado di mantenere la loro posizione dominante al centro del sistema finanziario grazie a una gestione più attiva dei loro bilanci, all'offerta di nuovi servizi fuori bilancio e alle acquisizioni di società di intermediazione finanziaria e di fondi d'investimento. Dal canto loro, le banche d'investimento hanno compiuto incursioni in aree finora riservate alle banche commerciali, come quelle dei prestiti consorziali e della valutazione del rischio

di credito. Queste tendenze hanno accentuato la convergenza tra banche commerciali e d'investimento, mentre entrambi i gruppi hanno dovuto anche fronteggiare sul loro stesso terreno la concorrenza di altri intermediari del mercato. In questo contesto in evoluzione e dai contorni più sfumati, l'obiettivo principale delle iniziative ufficiali è stato quello di agevolare l'ordinato dispiegarsi delle forze di mercato e nel contempo di preservare la stabilità del sistema finanziario.

Il mercato bancario internazionale

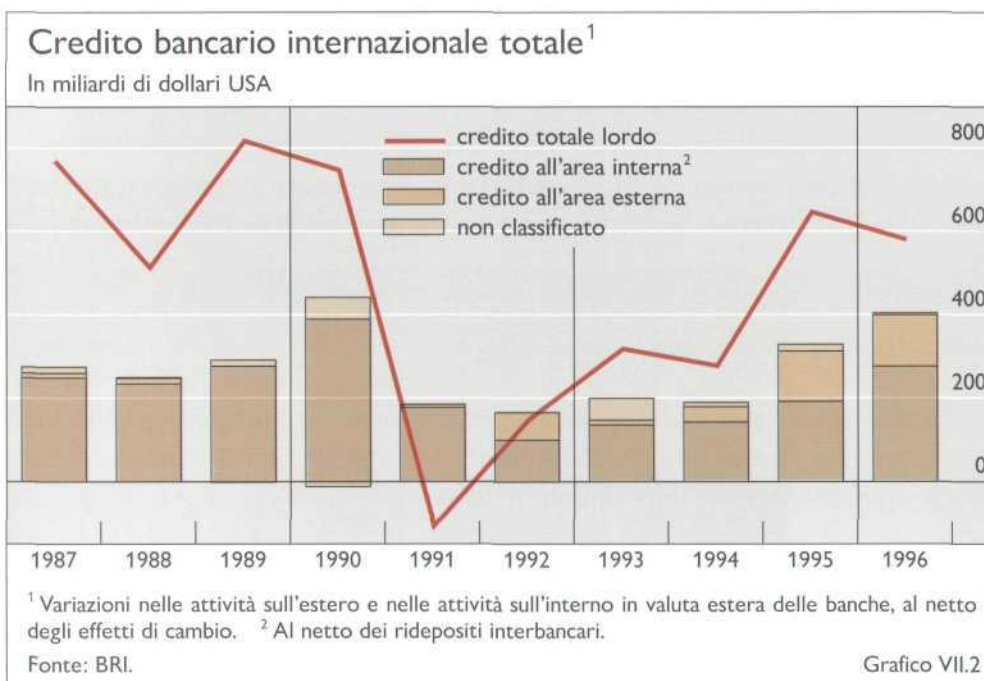
Lo scorso anno è stato concordato un volume eccezionalmente alto di prestiti consorziali internazionali (\$USA 530 miliardi). La maggior parte delle operazioni ha riguardato le imprese non finanziarie dell'area industriale, specie in settori alle prese con ristrutturazioni economiche o privatizzazioni, ma sono aumentate

Aspetti principali dell'attività bancaria internazionale ¹							
Impieghi e raccolta del credito bancario internazionale	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Consistenze a fine 1996
	in miliardi di dollari USA						
A = Attività verso paesi esterni all'area dichiarante	6,8	66,0	11,6	36,6	120,8	123,8	1 115,6
B = Attività verso paesi interni all'area dichiarante	-116,6	80,4	251,4	228,3	506,5	449,5	8 291,7
1) Attività verso soggetti non bancari	100,9	90,0	122,7	-49,3	189,5	305,4	2 666,6
2) Impiego di fondi internazionali per crediti sull'interno	76,9	9,8	13,3	192,5	3,0	-28,7	994,6
3) Ridepositi interbancari	-294,4	-19,4	115,5	85,1	314,0	172,9	4 630,5
C = Partite non classificate	0,4	- 0,8	52,5	10,1	16,7	4,5	238,1
D = A + B + C = Credito bancario internazionale lordo	-109,4	145,6	315,5	275,1	644,0	577,9	9 645,5
E = D - B 3) = Credito bancario internazionale netto	185,0	165,0	200,0	190,0	330,0	405,0	5 015,0
A = Passività verso paesi esterni all'area dichiarante	- 11,7	13,2	-14,8	74,6	96,4	93,7	983,3
B = Passività verso paesi interni all'area dichiarante	-208,8	91,2	112,5	539,2	338,5	316,3	7 595,7
1) Passività verso soggetti non bancari	15,2	104,4	86,2	132,8	120,6	207,5	1 865,8
2) Raccolta di fondi interni per impieghi internazionali	117,7	40,7	85,6	-64,4	19,0	- 7,0	1 370,9
3) Ridepositi interbancari	-341,7	-53,9	-59,3	470,9	198,9	115,8	4 358,9
C = Partite non classificate	63,9	6,7	43,0	47,1	94,0	110,9	795,0
D = A + B + C = Indebitamento internazionale lordo	-156,7	111,1	140,7	660,9	528,9	520,8	9 373,9
Per memoria: prestiti consorziali ²	136,7	221,4	220,9	252,0	310,8	530,0	

¹ Variazioni nelle consistenze, al netto degli effetti di cambio. ² Nuovi prestiti annunciati.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Euromoney; BRI.

Tabella VII.2



anche le facilitazioni apprestate per i mutuatari di mercati emergenti. L'elevata liquidità e la crescente partecipazione di banche d'investimento e di investitori istituzionali hanno fatto sì che le condizioni tariffarie e non di prezzo dei prestiti continuassero a evolvere in favore dei prenditori. I bassi margini applicati a firme di prim'ordine hanno incoraggiato le banche ad abbinare tali operazioni ad altri servizi più lucrativi o a schemi complessi e a ricercare più alti rendimenti attraverso l'erogazione di prestiti a mutuatari meno quotati o privi di rating e le operazioni collegate a fusioni. Le banche sono state anche indotte a sviluppare ulteriormente la loro attività sul mercato secondario, ad esempio mediante l'istituzione della Loan Syndications and Trading Association negli Stati Uniti e l'annuncio lancio in Europa della Loan Market Association. La tendenza a una gestione più attiva del portafoglio prestiti delle banche è risultata particolarmente evidente nell'area del rischio di credito, con un'ulteriore espansione dei derivati creditizi e l'introduzione da parte di una grande banca statunitense, agli inizi di quest'anno, di un modello che applica al rischio di credito il concetto di valore a rischio (si veda, di seguito, la sezione sui mercati derivati). Nondimeno, le autorità bancarie hanno lanciato ripetuti appelli alla prudenza, facendo notare che le condizioni applicate alle transazioni potevano non tenere adeguatamente conto dei rischi sull'arco dell'intero ciclo economico.

Le operazioni effettive in bilancio delle banche internazionali, quali risultano dalle statistiche complete della BRI, evidenziano un quadro contrastante per il 1996, con una diminuzione dei flussi bancari lordi cui fa riscontro una forte accelerazione del credito bancario netto. Questa divergenza tra i due andamenti rispecchia principalmente una contrazione dell'attività interbancaria. In realtà, la decelerazione dei flussi bancari lordi sarebbe stata persino maggiore senza il concorso delle transazioni in titoli iscritte in bilancio, soprattutto sotto forma di PcT. Migliorando le opportunità di raccolta e di impiego, l'uso crescente dei

Elevato volume di fondi in cerca di collocamento ...

... gestione più attiva del rischio di credito ...

... e crescente uso delle operazioni pronti contro termine ...

... con conseguente ampliamento della base di partecipanti al mercato

PcT ha consentito agli operatori tradizionali di mantenere la propria presenza sul mercato e a nuovi partecipanti l'accesso a questo settore. L'attività creditizia complessiva delle banche ha inoltre risentito lo scorso anno della ridotta partecipazione delle istituzioni giapponesi e delle difficoltà incontrate dai sistemi bancari di alcune economie di mercato emergenti. Tuttavia, nonostante le misure prese dalle autorità nazionali di diverse economie emergenti per contenere le importazioni di capitali a breve, gli arbitraggi di tasso d'interesse hanno continuato a stimolare i flussi bancari verso questi paesi.

Andamenti per settori, valute e nazionalità delle banche dichiaranti

Le banche commerciali riescono a mantenere la loro posizione preminente...

La contrazione dell'attività interbancaria è stata all'origine del rallentamento complessivo delle operazioni bancarie internazionali. Per contro, si è accelerato il credito alla clientela non bancaria (comprese le istituzioni finanziarie non bancarie), mettendo in evidenza la gamma sempre più ampia di partecipanti al mercato monetario internazionale all'ingrosso. Nello stesso tempo, il forte aumento delle disponibilità in titoli delle banche dichiaranti sta a indicare un più stretto legame fra le transazioni interbancarie e le negoziazioni in titoli. Il fatto che il credito sull'estero a operatori non bancari entro l'area dichiarante abbia raggiunto un livello quasi doppio di quello dei fondi affluiti da questo gruppo illustra il ruolo chiave svolto dalle banche nell'offerta di fondi liquidi ad altri partecipanti del mercato all'ingrosso. Indirettamente ciò fornisce anche una conferma delle indicazioni empiriche di un crescente impiego dei PcT da parte degli investitori istituzionali per finanziare l'assunzione di posizioni, sebbene con un grado di leva finanziaria minore e in forma più diffusa che agli inizi degli anni novanta.

... nonostante applichino strategie divergenti

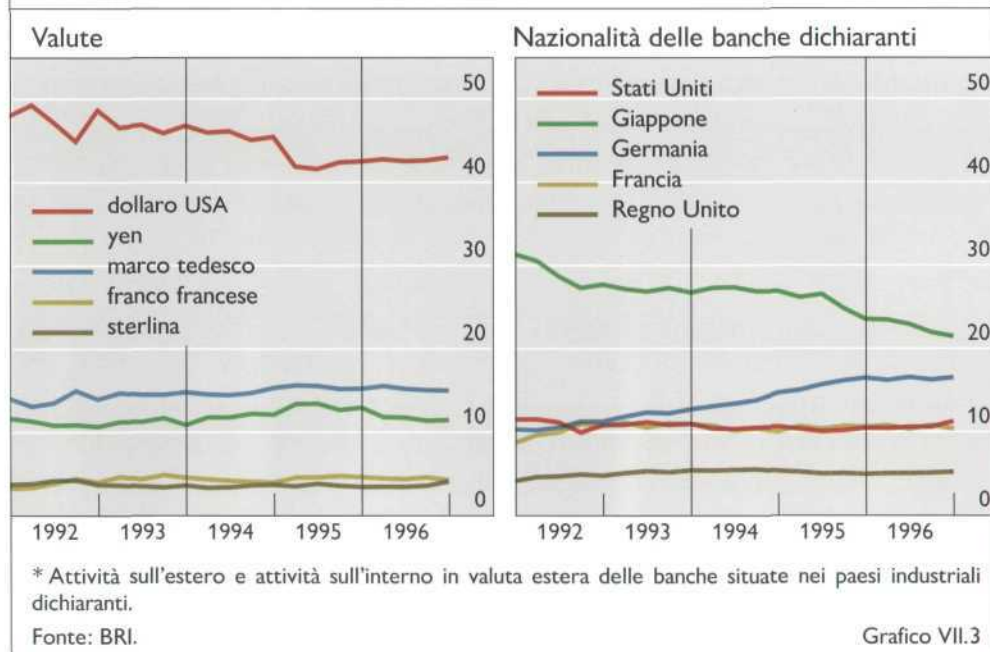
Un aspetto saliente dello scorso anno è l'ulteriore erosione della quota delle banche giapponesi sul totale delle attività bancarie internazionali (dal 24,8 al 21,6%), in parte dovuta alle difficoltà da esse incontrate nel finanziarsi sul mercato interbancario internazionale. Nonostante la varietà delle strategie adottate dalle istituzioni finanziarie e le ristrutturazioni in atto nel settore, non vi sono stati in realtà grandi cambiamenti nell'importanza relativa di altri maggiori gruppi bancari, e ciò per una serie di ragioni. Anzitutto, le banche dei paesi anglofoni paiono aver dato più rilievo alle operazioni fuori bilancio, come la sottoscrizione di emissioni e i servizi di gestione del rischio. In secondo luogo, le ricorrenti tensioni nei mercati valutari e mobiliari hanno dato origine ad ampi flussi compensativi che hanno interessato i sistemi bancari nazionali delle valute di emissione, indipendentemente dalla loro posizione competitiva internazionale. Ad esempio, l'intensa attività in PcT in cui è stato controparte il sistema bancario francese ha avuto luogo parallelamente alle vendite di titoli in franchi francesi da parte di non residenti. In terzo luogo, vi sono stati diversi influssi contrastanti connessi con la ristrutturazione del settore finanziario globale come, ad esempio, la razionalizzazione delle operazioni attraverso un taglio di posizioni intragruppo e una maggiore concentrazione dell'attività a Londra.

Sulla composizione valutaria influiscono le banche giapponesi...

La ridotta partecipazione delle banche giapponesi ha avuto a sua volta forti ripercussioni nel 1996 sulla composizione per valute dei flussi bancari internazionali, determinando in particolare uno spostamento a scapito del dollaro e

Struttura per valute e nazionalità del credito bancario internazionale*

Quote percentuali, a fine trimestre



dello yen. Tuttavia, nel caso della moneta statunitense, ciò è stato ampiamente compensato dall'accresciuta domanda di finanziamenti per altri scopi, come le acquisizioni di titoli. Nello stesso tempo, l'espansione dell'attività bancaria in monete europee cela importanti differenze tra i singoli segmenti del mercato che rispecchiano cambiamenti di preferenze nei portafogli internazionali. Mentre si è accelerata l'attività creditizia in marchi tedeschi, lire italiane, sterline e fiorini olandesi, vi è stato un ulteriore calo delle posizioni bancarie in ecu.

... e mutate preferenze nei portafogli internazionali

Operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante

Lo scorso anno il nuovo credito bancario ai paesi esterni all'area dichiarante ha registrato un'ulteriore crescita. Essa ha avuto luogo nonostante il drastico ridimensionamento dei flussi creditizi alla Thailandia (il paese asiatico con il più elevato indebitamento bancario dopo la Corea), dove le misure restrittive adottate dalle autorità e un disavanzo record delle partite correnti hanno ridotto la disponibilità delle banche a erogare crediti a residenti. D'altra parte, un consistente volume di transazioni collegate al finanziamento di progetti d'investimento e/o la perdurante attività di arbitraggio di tasso d'interesse hanno determinato un aumento del credito bancario ad altri importanti paesi mutuatari dell'Asia, tra cui Corea, Cina, Indonesia, Malaysia e Filippine. Nel caso della Corea, l'impulso all'afflusso di fondi impartito dai più favorevoli requisiti patrimoniali applicati dopo l'adesione di questo paese all'OCSE è stato mitigato alla fine dell'anno dalle notizie sull'emergere di significative perdite per crediti inesigibili al settore societario locale. Più in generale, il tentativo di ridurre la dipendenza dai flussi bancari a breve e l'accoglimento riservato ai nuovi emittenti asiatici da parte di investitori in titoli internazionali hanno consentito lo scorso anno ai prenditori di questa regione di diversificare le loro fonti di finanziamento, uno

Drastico calo dei finanziamenti alla Thailandia...

... ma accelerazione dei flussi creditizi verso altri paesi asiatici...

... e verso
l'America latina...

sviluppo positivo se si considera l'elevata quota del loro indebitamento a breve verso le banche (fino al 70% del debito bancario totale per Corea e Thailandia).

I finanziamenti ai paesi dell'America latina sono aumentati ulteriormente, in quanto un certo rallentamento nei crediti a breve diretti al Brasile è stato più che compensato da una ripresa dei flussi bancari verso il Messico e da un aumento di quelli all'Argentina e ad alcuni altri paesi, tra cui Colombia, Ecuador e Perù. Il massiccio rifinanziamento di prestiti ufficiali sul mercato mobiliare internazionale da parte di Argentina e Messico può avere facilitato indirettamente l'accesso del settore privato locale al mercato bancario, come risulta da indicazioni di un accresciuto ricorso delle imprese ai prestiti internazionali. In Brasile, le ingenti emissioni di titoli internazionali da parte di operatori finanziari e non finanziari si sono accompagnate a massicci afflussi di fondi bancari a breve attratti dagli elevati differenziali d'interesse, nonostante le molteplici misure ufficiali per arginarli. In altri paesi di quest'area, il finanziamento esterno è stato realizzato soprattutto sul mercato mobiliare internazionale e vi sono stati casi sporadici di attivo arbitraggio di tasso d'interesse tramite i sistemi bancari locali.

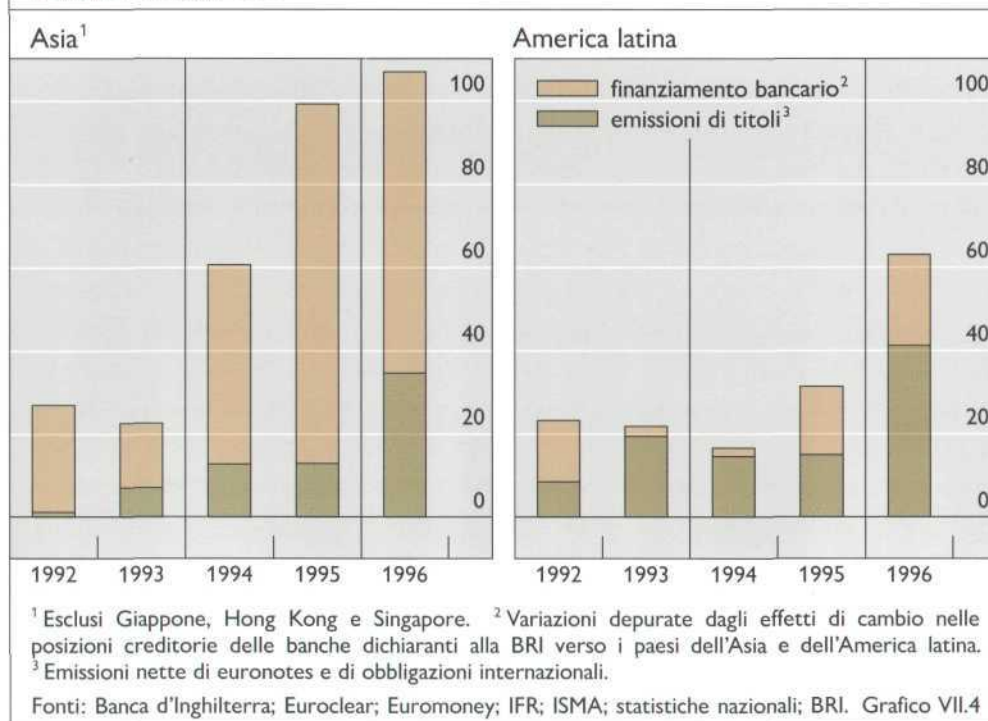
... con disparità di
comportamento
tra i maggiori
gruppi di prestatori

L'attività bancaria con altri paesi esterni all'area dichiarante è stata caratterizzata da consistenti transazioni con Australia, Grecia, Turchia e Russia. Mentre nei primi due casi esse hanno riguardato un volume elevato di acquisti di titoli, la maggior parte dei nuovi prestiti a Turchia e Russia, dato il rischio attribuito ai crediti verso questi due paesi, recava scadenze molto brevi. Nell'insieme, tuttavia, il comportamento dei diversi gruppi nazionali di prestatori nei confronti dei paesi esterni all'area si è notevolmente differenziato nel 1996. I dati disponibili per il primo semestre dell'anno mostrano che le banche europee hanno contribuito a buona parte del nuovo credito all'area in via di sviluppo, mentre è stata più modesta l'attività delle banche statunitensi e le istituzioni giapponesi si

Operazioni delle banche con paesi esterni all'area dichiarante*								
Posizioni delle banche verso	Attività			Passività			Consistenze a fine 1996	
	1994	1995	1996	1994	1995	1996	Attività	Passività
	in miliardi di dollari USA							
Totale area esterna	36,6	120,8	123,8	74,6	96,4	93,7	1 115,6	983,3
Paesi industriali	- 1,3	26,0	21,2	22,4	20,3	18,5	208,8	189,5
Europa orientale	-13,0	3,3	10,9	2,0	9,2	2,7	94,7	48,7
Paesi in via di sviluppo	51,0	91,5	91,8	50,1	66,9	72,5	812,2	745,1
America latina	2,0	16,4	21,8	21,0	43,0	23,0	267,3	224,2
Brasile	- 6,7	12,0	10,0	9,9	24,3	7,9	83,4	68,3
Messico	6,6	-4,2	1,0	0,1	7,4	3,9	73,8	37,4
Medio Oriente	3,1	-7,5	0,0	2,9	8,1	16,6	72,4	219,0
Africa	- 2,0	-3,7	-2,4	3,3	-1,2	2,7	33,6	43,2
Asia	47,8	86,3	72,3	22,9	17,0	30,3	438,9	258,6
Corea	15,1	22,5	25,9	4,9	4,5	5,3	108,5	29,9
Thailandia	19,4	38,8	8,9	2,0	4,7	-2,5	98,7	9,2
*Variazioni nelle consistenze, al netto degli effetti di cambio.								
Fonte: BRI.							Tabella VII.3	

Finanziamento bancario internazionale ed emissioni di titoli dei residenti in Asia e America latina

In miliardi di dollari USA



sono generalmente astenute dall'assumere nuovi impegni di credito con questi paesi. Sebbene nel caso di alcune istituzioni possano aver influito fattori esterni, come temporanee difficoltà di finanziamento, questo ruolo diversificato va visto nel più ampio contesto di differenti strategie creditizie internazionali delle banche.

I mercati mobiliari internazionali

Nel 1996 il finanziamento netto totale sotto forma di euronotes e obbligazioni internazionali ha raggiunto il record assoluto di \$540,1 miliardi. Ciò rappresenta un aumento del 19% nello stock in essere, decisamente superiore a quello registrato sui mercati mobiliari nazionali. L'emissione di titoli di debito internazionali è stata alimentata dalla ricerca di più elevati rendimenti da parte degli investitori in un contesto globale di abbondante liquidità, dall'ulteriore sviluppo della titolarizzazione, dalla migrazione dell'attività di raccolta dai mercati nazionali e dalla comparsa di nuovi mutuatari. Nella ricerca di impieghi più redditizi, gli investitori internazionali hanno nuovamente mostrato la propensione ad abbassare la soglia della qualità del credito e a esplorare nuove nicchie di mercato. Di conseguenza, un'ampia quota di titoli ha incorporato qualche forma di ricomposizione di attività e/o elementi propri degli strumenti derivati. È altresì aumentato il numero delle valute utilizzate, con emissioni, ad esempio, in pesos argentini, kune croate e zloty polacchi.

Sebbene in taluni mercati a reddito fisso non sempre il clima sia stato favorevole all'attività di emissione, il rinnovato interesse degli investitori per gli

L'abbondante liquidità alimenta la ricerca di rendimenti più elevati...

... determinando una riduzione dei premi di rischio che favorisce...

... le emissioni di mutuatari dei mercati emergenti...

strumenti denominati in dollari USA e sterline si è dimostrato un fattore più importante dell'andamento dei tassi d'interesse. In aggiunta, l'orientamento permissivo della politica monetaria nelle economie europee maggiori e in Giappone ha indotto gli investitori a ricercare alternative a più elevato rendimento, determinando un'ulteriore convergenza tra i tassi a lungo termine "periferici" e quelli "centrali" all'interno delle principali aree valutarie (Capitolo IV). La crescita è stata particolarmente sostenuta in Europa, poiché gli investitori hanno ridimensionato in misura crescente il rischio valutario alla luce delle indicazioni di un più risoluto impegno ad attuare le manovre correttive di bilancio necessarie a soddisfare i criteri di Maastricht e di progressi in altri aspetti relativi alla convergenza economica. Tuttavia, la ricerca di impieghi più lucrativi ha determinato un'espansione ancor più vigorosa nell'area degli strumenti debitori dei mercati emergenti. Ciò si è rivelato particolarmente proficuo per i prenditori di questi paesi, le cui emissioni nette sono più che triplicate (salendo al livello record di \$90,6 miliardi). Mentre mutuatari sovrani come Argentina,

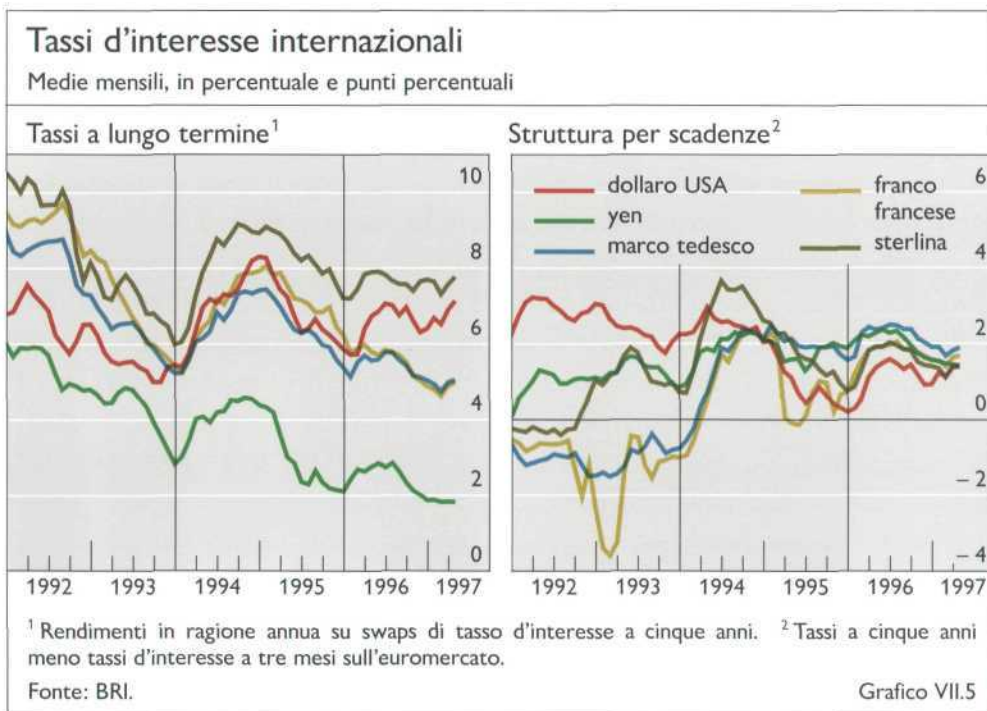
Aspetti principali delle emissioni internazionali di titoli¹

Paese di residenza, valuta e categoria di emittenti	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Consistenze a fine 1996
in miliardi di dollari USA							
Totale emissioni nette	204,7	151,3	197,6	285,4	311,6	540,1	3 225,9
Obbligazioni internazionali ²	169,8	110,9	125,4	145,2	119,2	275,1	2 391,8
Euronotes	34,9	40,4	72,1	140,2	192,4	265,0	834,1
Paesi industriali	159,0	115,3	129,7	208,4	230,5	361,5	2 421,3
Europa ³	88,3	93,7	142,7	166,2	169,9	210,0	1 457,0
Giappone	39,6	-3,4	-44,7	-27,0	-27,4	-17,6	203,7
Stati Uniti	13,8	16,8	11,1	41,1	64,3	145,7	449,7
Canada	15,9	10,5	19,1	18,2	10,6	9,1	186,6
Centri offshore	3,9	0,0	5,8	38,6	38,4	73,7	255,4
Altri paesi	16,0	12,8	25,7	28,7	27,3	79,9	230,1
Istituzioni internazionali	25,7	23,2	36,5	9,8	15,4	24,9	319,1
Dollaro USA	54,9	58,7	31,5	73,4	74,2	262,1	1 245,9
Yen	21,1	9,2	33,7	106,8	108,3	81,2	517,6
Marco tedesco	12,6	24,6	31,2	27,5	55,1	54,8	347,1
Altre valute	116,1	58,7	101,2	77,6	74,0	141,9	1 115,4
Istituzioni finanziarie ⁴	43,5	43,5	53,5	156,1	179,9	342,7	1 344,0
Settore pubblico ⁵	79,6	83,1	132,7	107,9	98,7	123,6	1 075,1
Emittenti societari	81,6	24,7	11,5	21,4	33,1	73,9	806,8
Per memoria:							
obbligazioni internazionali annunciate ²	317,7	334,1	446,5	361,6	356,4	575,1	
euronotes annunciate	95,9	113,2	109,8	194,0	271,6	269,3	

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 delle 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; Euromoney; IFR; ISMA; BRI.

Tabella VII.4



Messico e Filippine hanno rifinanziato le proprie obbligazioni Brady o i propri prestiti ufficiali sul mercato internazionale, questo si è aperto a diversi nuovi prenditori (specie dell'Europa orientale). La domanda internazionale di titoli dei mercati emergenti ha tratto sostegno dall'adozione di politiche economiche più sane, dalla diversificazione di portafoglio degli investitori istituzionali, dall'accresciuto interesse degli operatori al dettaglio in Europa, dalla migliorata informativa di bilancio e da una più diffusa disponibilità di strumenti di copertura. In tale contesto favorevole, i mutuatari sovrani hanno spesso lanciato emissioni in anticipo rispetto alle loro esigenze, al fine di diversificare la base degli investitori, di allungare le scadenze o di introdurre scadenze di riferimento lungo la curva dei rendimenti.

L'utilizzo assai diffuso di elementi derivati fornisce un'ulteriore conferma dell'incessante ricerca di impieghi più redditizi. Ad esempio, numerose emissioni obbligazionarie subordinate di istituzioni finanziarie hanno offerto agli investitori margini attraenti legati a varie componenti opzionali, spesso rivendute dagli intermediari sul mercato secondario al fine di ridurre i costi per i mutuatari. Gli emittenti hanno costantemente cercato di allettare gli investitori mediante l'impiego di strutture sempre più complesse e l'assottigliamento della linea di demarcazione tra titoli di debito e di capitale. Siffatte emissioni hanno incontrato particolare gradimento nel comparto del dollaro USA, dove il basso livello dei differenziali di swap aveva ridotto la possibilità di finanziamenti al disotto del LIBOR. Gli investitori internazionali hanno anche mostrato una maggiore propensione a esplorare nuove tecniche. Di conseguenza, i titoli garantiti da attività ("asset-backed securities", ABS) hanno guadagnato ulteriore favore, contribuendo per il 34% al totale delle emissioni nette singole di obbligazioni internazionali, rispetto al 13% del 1995. Il mercato ha mostrato una tendenza alla diversificazione a scapito di operazioni di emanazione statunitense, come indica il lancio di diverse grandi emissioni europee collegate a privatizzazioni o ristrutturazioni di bilanci. Vi sono state, ad esempio, una transazione per \$5,1 miliardi

... il diffuso utilizzo di elementi propri degli strumenti derivati...

... e lo sviluppo di nuove tecniche

basata sulla titolarizzazione di un pool di prestiti societari da parte di una banca britannica, un'operazione per \$4 miliardi nel settore del leasing aeronautico e una serie di ricomposizioni di passività in essere o di conti debitori in valuta di mutuatari dell'Europa orientale e dell'America latina. Oltre a offrire agli investitori rendimenti più elevati rispetto ad attività con analogo rating creditizio, gli ABS consentono alle istituzioni finanziarie emittenti di ridurre il fabbisogno di capitale e massimizzare gli utili. Le opportunità offerte da tali strumenti di preservare relazioni e ottenere attività complementari senza vincolare capitale sono risultate particolarmente attraenti per le banche, data la ristrettezza dei margini sui prestiti societari applicati a prenditori con merito elevato.

Preminenza delle banche d'investimento USA...

... mentre gli operatori giapponesi devono fronteggiare un calo delle operazioni in yen

L'ampio volume di attività sul mercato primario ha continuato a sostenere la redditività degli intermediari. Tuttavia, la competizione è rimasta intensa. Sebbene le banche d'investimento con sede negli Stati Uniti abbiano raggiunto una posizione dominante nei consorzi di sottoscrizione, le banche commerciali europee sono state particolarmente battagliere nel conquistare quote di mercato. Hanno invece perso terreno le istituzioni giapponesi, in parte per effetto del minor volume di operazioni in yen. Sul mercato secondario vi è stata lo scorso anno un'espansione nel turnover delle contrattazioni in titoli notificate dalle stanze di compensazione internazionali, con un aumento del 38% in termini di valore (per un totale di \$44,6 trilioni). Come negli ultimi anni, la crescita è stata più pronunciata per i titoli nazionali (70% degli scambi totali) che per quelli in eurovalute. Il marco tedesco ha continuato a guadagnare quote di mercato, contribuendo per quasi il 50% al totale delle transazioni, contro il 47% del 1995. Nel complesso, l'attività è stata stimolata da sporadici episodi di turbolenza sui mercati mobiliari europei, dal perdurante aumento delle operazioni PcT e dall'integrazione di collegamenti nazionali nelle reti di compensazione.

Le istituzioni finanziarie contribuiscono per due terzi alle nuove emissioni nette

Tipologia e paese di residenza degli emittenti

Le istituzioni finanziarie hanno fatto registrare un volume senza precedenti di nuove emissioni nette, contribuendo per quasi due terzi alla crescita totale del mercato. L'impiego di strutture ad hoc ("special-purpose vehicles", SPV) per l'emissione di ABS si è tradotto in un aumento dell'importanza relativa dei soggetti non bancari all'interno di questo gruppo di intermediari. Ma si è altresì ampliata la gamma dei mutuatari, con l'ingresso di agenzie di finanziamento a livello locale e di emanazione governativa nonché di operatori con più basso rating creditizio dei mercati emergenti. Mentre le banche europee hanno spesso impiegato le emissioni subordinate per capitalizzare i loro portafogli di negoziazione o per finanziare acquisizioni, molte istituzioni con sede negli Stati Uniti hanno mirato a sfruttare le discrepanze nel trattamento del capitale a fini fiscali e di vigilanza. Anche l'indebitamento di enti del settore pubblico e societario è sensibilmente aumentato, e gran parte della raccolta netta va ascritta ai mercati emergenti.

Forte espansione delle euronotes...

Tipologia degli strumenti

Le facilitazioni per l'emissione di euronotes hanno nuovamente rappresentato il principale canale di raccolta, portando a oltre \$1,5 trilioni il totale cumulativo dei programmi lanciati dall'istituzione di questo mercato. Lo scorso anno i

collocamenti netti sono ammontati a \$265 miliardi, ossia a quasi il 50% delle emissioni totali nette di titoli internazionali. A fine anno le euronotes costituivano il 26% di tutti gli strumenti internazionali in essere, contro il 7% a fine 1990. L'incertezza circa l'evoluzione dei tassi d'interesse in Nord America e in Europa e la crescente domanda da parte dei fondi comuni europei hanno stimolato l'emissione netta di *notes a breve termine* (compresa l'*euro-commercial paper* – ECP), salite al livello record di \$41,1 miliardi. Sebbene il segmento delle euronotes a breve abbia raggiunto un ammontare di oltre \$170 miliardi in termini di consistenze, le sue dimensioni sono ancora modeste rispetto al mercato della carta commerciale USA (\$779,4 miliardi). Oltre che alle origini più remote del mercato statunitense, questa differenza può essere attribuita ad altri fattori, come le restrizioni all'emissione in diverse importanti valute europee e le dimensioni relativamente ridotte del settore europeo di fondi d'investimento del mercato monetario. Tuttavia, l'introduzione della moneta unica potrebbe contribuire allo sviluppo di un mercato paneuropeo della carta commerciale.

... ma fattori iniziali frenano l'attività nel mercato dell'ECP...

Con un ammontare di \$223,9 miliardi, il totale dei collocamenti netti nel quadro dei programmi per l'emissione di *euro-medium-term notes* (EMTN) ha registrato un'ulteriore espansione. Le emissioni con garanzia di sottoscrizione hanno continuato a rappresentare il principale fattore di crescita del mercato, rendendo una quota sempre maggiore di titoli emessi nel quadro di tali programmi non molto dissimile dalle euroobbligazioni tradizionali. Per i nuovi mutuatari, tuttavia, i collocamenti tramite dealers rimangono un modo più discreto di saggiare l'accoglimento da parte del mercato rispetto alle euroobbligazioni tradizionali. Per i mutuatari abituali i programmi per l'emissione di EMTN offrono un accesso più rapido e più economico a differenti categorie di investitori, poiché consentono l'introduzione di strumenti personalizzati che spesso permettono di sfruttare le opportunità di arbitraggio o le lacune fiscali e prudenziali in misura maggiore rispetto alle emissioni su base singola. Questi fattori possono aver contribuito alla recente espansione di emissioni strutturate rivolte a varie categorie di investitori giapponesi, in particolare alla luce delle opportunità offerte dalle ultime misure di liberalizzazione e della netta preferenza mostrata da tali investitori per i collocamenti privati offshore.

... in contrasto con la crescente popolarità delle EMTN

Il 1996 è stato un altro anno di crescita straordinaria per il *mercato obbligazionario internazionale*. Sommando le emissioni annunciate su base singola e quelle lanciate nel quadro di programmi euronotes, tale mercato evidenzia un'espansione dell'85% nel volume lordo dei collocamenti, per un totale di \$792,4 miliardi. Le emissioni di obbligazioni globali sono più che triplicate (fino a \$118,3 miliardi) benché, in contrasto con gli esordi del mercato, quando predominavano i mutuatari sovranazionali e sovrani, la maggior parte di esse sia stata collocata mediante strutture ad hoc per la titolarizzazione di crediti.

Nuovo livello record delle emissioni obbligazionarie internazionali

Le emissioni annunciate di *obbligazioni ordinarie a tasso fisso* hanno contribuito per due terzi ai collocamenti su base singola, rispetto al 78% del 1995. Nonostante il livello storicamente basso dei differenziali degli swaps sul dollaro USA, l'attività di emissione in questa valuta è stata stimolata dal migliorato clima di mercato nei suoi confronti e dall'assottigliamento dei margini sui tassi di riferimento. Per contro, vi è stata una netta diminuzione delle emissioni in euroyen, a causa di aspettative di tasso d'interesse e tassi di swap sfavorevoli, della

Nel segmento a reddito fisso, ingenti emissioni in dollari USA...

... ma minore interesse per gli strumenti in euroyen...



... e in marchi tedeschi

Perdurante debolezza dell'attività sui mercati dell'ecu

perdurante debolezza dello yen, della recente liberalizzazione del mercato obbligazionario interno e di quello Samurai e della maggiore libertà concessa ai fondi pensione di investire in altri tipi di titoli esteri. Nel contempo, la ricerca da parte degli investitori al dettaglio giapponesi di impieghi più redditizi ha determinato l'emissione di un volume record di titoli a moneta duplice e di obbligazioni Samurai di prenditori dei mercati emergenti. Il calo di preferenza degli investitori internazionali per le obbligazioni in marchi tedeschi si è tradotto in una diminuzione della quota di questa valuta. Nondimeno, le allettanti opportunità di swap di tasso d'interesse nel segmento a cinque anni hanno alimentato un volume costante di emissioni da parte di non residenti e di società di finanziamento specializzate con sede in Germania. L'espansione all'estero delle istituzioni finanziarie tedesche è evidenziata da alcune grandi emissioni collateralizzate in marchi (Pfandbriefe) di istituti tedeschi di credito ipotecario e del settore pubblico. Non sono mancate nicchie di domanda per titoli ad alto rendimento denominati in marchi, come mostrano diversi collocamenti di elevato importo o a lunga scadenza di mutuatari dei paesi emergenti. La maggioranza degli altri principali comparti valutari europei ha beneficiato dell'espansione del segmento a reddito fisso o delle più stabili condizioni all'interno degli AEC. Tuttavia, l'attività di emissione in franchi svizzeri è stata negativamente influenzata da un certo indebolimento del ruolo di bene "rifugio" tradizionalmente svolto da questa moneta durante periodi di turbolenza. Infine, a causa delle questioni economiche e giuridiche connesse con le emissioni abbinate a swap, l'attività sul mercato delle obbligazioni in ecu è rimasta fiacca.

L'incertezza circa l'andamento dei tassi d'interesse in alcuni paesi chiave, la forte posizione di liquidità degli intermediari finanziari e la vivace domanda di

strutture altamente remunerative hanno creato un terreno favorevole alle emissioni di *obbligazioni a tasso variabile (FRN)*. Si è ulteriormente accresciuta la quota di emissioni annunciate in dollari USA, ma anche i collocamenti in sterline e marchi tedeschi sono sensibilmente aumentati. Le istituzioni finanziarie hanno rafforzato la loro posizione dominante grazie a un ampio volume di titoli assistiti da attività e di emissioni subordinate. I collocamenti lordi di mutuatari sovrani sono stati gonfiati da un'operazione per \$5,4 miliardi a favore del Messico, la più grande transazione singola mai lanciata sull'euromercato. Nondimeno, le nuove emissioni sovrane sono state eguagliate in volume dai rimborsi, il che ha consentito a questi mutuatari di beneficiare di condizioni molto più favorevoli rispetto ai collocamenti in scadenza (e spesso altamente competitive con quelle applicate ai prestiti consorziali). Le emissioni sovrane concorrono attualmente per una quota minore all'attività rispetto agli esordi del mercato delle FRN.

Infine, il mercato primario delle *obbligazioni collegate ad azioni* ha registrato una certa ripresa rispetto al bassissimo volume del 1995, e le consistenze in essere sono leggermente aumentate dopo numerosi anni di contrazione. Gli andamenti sui mercati azionari asiatici, dove negli ultimi anni si è concentrata gran parte degli emittenti, non sono stati in genere molto favorevoli. I mutuatari giapponesi hanno quasi raddoppiato le operazioni annunciate, ma ciò non è bastato a eguagliare il volume delle emissioni in scadenza. Mentre la maggior parte dei nuovi collocamenti di emittenti giapponesi è attribuibile al settore societario, un ristretto numero di banche ha lanciato emissioni convertibili in yen di elevato importo nel tentativo di rafforzare le proprie posizioni di bilancio. Altri sviluppi notevoli sono stati il più alto profilo di prenditori con sede in Europa, cui vanno riferite alcune grandi transazioni collegate a privatizzazioni, e la comparsa di emittenti latino-americani.

I collocamenti di FRN sono favoriti da ...

... emissioni di ABS e di strumenti di debito subordinati

Modesta ripresa delle obbligazioni collegate ad azioni

I mercati derivati globali

Nel 1996 i mercati derivati hanno continuato a mostrare andamenti divergenti, con un ristagno dell'attività borsistica complessiva e una forte crescita delle operazioni fuori borsa (OTC). Talune fonti di mercato hanno attribuito la debole domanda di prodotti negoziati in borsa alla bassa volatilità in diversi importanti mercati mobiliari e valutari, ma ciò non trova riscontro negli sviluppi in tutti i centri di mercato. Di fatto, il perdurante dinamismo dell'attività in strumenti OTC ordinari ed esotici e la popolarità di contratti derivati destinati agli operatori al dettaglio, come titoli strutturati e warrants, indicano che hanno agito altri e più fondamentali fattori. Tra questi figurano la rapida diffusione di strategie di copertura basate sul mercato a pronti (come le operazioni PcT), l'adattabilità degli strumenti OTC ai cambiamenti di preferenza del mercato e la riduzione dei costi per le transazioni fuori borsa. Anche la maggiore efficienza delle tecniche di gestione del rischio e la crescente concentrazione del settore possono aver attenuato la necessità di coprire posizioni residuali ricorrendo ai mercati organizzati i quali, ancora una volta, hanno subito forti pressioni all'innovazione e alla razionalizzazione. In Europa tali pressioni sono state accentuate dalla progettata introduzione della moneta unica, che ha agito da catalizzatore per una ristrutturazione su vasta scala dell'attività borsistica.

Le borse risentono del crescente impiego di strategie basate sul mercato a pronti e OTC...

Strumenti trattati nei mercati organizzati

... e offrono un quadro contrastante...

Nel 1996 il valore corrente in dollari delle contrattazioni di borsa in strumenti finanziari rilevate dalla BRI ha registrato un'ulteriore flessione. Sebbene questa sia in parte attribuibile agli effetti di valutazione dell'apprezzamento del dollaro USA sulle transazioni in altre valute, le operazioni in prodotti di tasso d'interesse sono diminuite ed è continuato il ristagno nel settore degli strumenti valutari. Mentre per questi ultimi si è osservato un certo esodo verso il mercato OTC, gli strumenti di tasso d'interesse hanno risentito negativamente della crescente preferenza mostrata da importanti operatori per strategie di negoziazione basate sul mercato a pronti e OTC. Viceversa, l'impiego di prodotti su indici azionari nella gestione di portafogli nazionali e internazionali si è tradotto in una crescita sostenuta di questo segmento del mercato.

... con un ridotto volume di operazioni di tasso d'interesse negli Stati Uniti...

All'interno delle principali categorie di rischio di mercato vi sono state significative disparità fra singoli contratti e mercati borsistici. In Nord America l'ammontare complessivo delle transazioni in strumenti finanziari si è ridotto, ma se si considerano anche i contratti non finanziari (finora esclusi dalle rilevazioni BRI) emergono andamenti contrastanti. Ad esempio, il minor volume delle operazioni su tassi d'interesse a lungo termine presso il Chicago Board of Trade (CBOT) è stato compensato da una sostenuta attività nei contratti su merci, che ha consentito a tale mercato di mantenere la propria posizione di preminenza nella regione, seguito dal Chicago Mercantile Exchange (CME) e dal Chicago Board Options Exchange (CBOE). Per contro, una ripresa delle contrattazioni su merci presso il CME non è bastata a controbilanciare il calo delle operazioni su tassi d'interesse a breve termine. Il London International Financial Futures and Option Exchange (LIFFE) ha conservato il suo primato in Europa e ha seriamente insidiato la supremazia mondiale delle borse di Chicago grazie a una netta espansione dell'attività collegata alla convergenza dei tassi d'interesse europei.

... e una crescita delle negoziazioni su merci

Il LIFFE accresce la propria quota di mercato

Mercati di alcuni strumenti finanziari derivati						
Strumenti	Ammontare nozionale in essere a fine anno					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996
	in miliardi di dollari USA					
Strumenti negoziati in borsa	3 519,3	4 634,4	7 771,1	8 862,5	9 188,2	9 884,6
Futures di tasso d'interesse	2 156,7	2 913,0	4 958,7	5 777,6	5 863,4	5 931,1
Opzioni di tasso d'interesse ¹	1 072,6	1 385,4	2 362,4	2 623,6	2 741,8	3 277,8
Futures su valute	18,3	26,5	34,7	40,1	38,3	50,3
Opzioni su valute ¹	62,9	71,1	75,6	55,6	43,2	46,5
Futures su indici azionari	76,0	79,8	110,0	127,3	172,2	198,6
Opzioni su indici azionari ¹	132,8	158,6	229,7	238,3	329,3	380,2
Strumenti negoziati fuori borsa ²	4 449,4	5 345,7	8 474,6	11 303,2	17 712,6	24 292,0
Swaps di tasso d'interesse	3 065,1	3 850,8	6 177,3	8 815,6	12 810,7	..
Swaps di valuta ³	807,2	860,4	899,6	914,8	1 197,4	..
Altri strumenti derivati collegati a swaps ⁴	577,2	634,5	1 397,6	1 572,8	3 704,5	..

¹ Calls e puts. ² Solo dati rilevati dall'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 VII.5

L'attività presso la Deutsche Terminbörse (DTB) è stata alimentata da un aumento dei contratti di tasso d'interesse e dal rapido sviluppo di prodotti azionari, che le hanno permesso di soppiantare il Marché à Terme International de France (MATIF) come seconda più attiva borsa europea. La debolezza delle contrattazioni sul MATIF è attribuibile a una combinazione di fattori, fra cui un clima più disteso sul piano finanziario, una minore partecipazione di operatori esteri ai mercati dei titoli di debito francesi e una certa migrazione dell'attività verso strumenti denominati in marchi tedeschi. In Asia è stata registrata una moderata espansione delle transazioni presso la borsa di Hong Kong e una contestuale diminuzione del turnover nei mercati di Singapore e Giappone; in quest'ultimo caso, il basso livello dei tassi d'interesse sullo yen ha limitato la necessità di operazioni di copertura. Nelle borse brasiliane vi è stata una drastica riduzione dei contratti di piccolo taglio su tassi d'interesse e valute, a causa di un allentamento della politica monetaria (che ha ridotto la domanda di strumenti

Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse organizzate							
Strumenti	Volume delle contrattazioni in base all'ammontare nozionale						Ammontare nozionale in essere a fine 1996
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	
	in trilioni di dollari USA						
Futures di tasso d'interesse	99,6	141,0	177,3	271,7	266,3	253,5	5,9
Su strumenti a breve termine	75,2	113,3	138,9	222,1	218,2	204,8	5,5
di cui: eurodollaro a tre mesi ¹	41,7	66,9	70,2	113,6	104,1	97,1	2,1
euroyen a tre mesi ²	12,9	14,0	24,6	44,2	46,8	34,2	1,4
euromarco a tre mesi ³	3,2	7,5	12,9	18,5	18,4	23,9	0,6
PIBOR a tre mesi	2,9	5,8	10,4	12,0	15,9	13,7	0,2
Su strumenti a lungo termine	24,3	27,7	38,5	49,6	48,2	48,7	0,4
di cui: obbligazioni del Tesoro USA ⁴	6,9	7,1	8,0	10,1	8,7	8,5	0,0
obbligazioni di Stato giapponesi ⁵	2,0	2,8	3,2	4,6	3,4	3,4	0,1
obbligazioni di Stato tedesche ⁶	10,3	9,7	14,2	13,8	16,2	12,3	0,1
obbligazioni di Stato francesi ⁷	2,0	2,9	4,2	8,1	8,0	9,3	0,0
Opzioni di tasso d'interesse ⁸	17,3	25,5	32,8	46,7	43,3	41,0	3,3
Futures su valute	2,7	2,3	2,8	3,3	3,3	3,0	0,0
Opzioni su valute ⁸	1,5	1,4	1,4	1,4	1,0	0,9	0,0
Futures su indici azionari	7,8	6,0	7,1	9,3	10,6	13,1	0,2
Opzioni su indici azionari ⁸	6,4	5,7	6,3	8,0	9,2	10,1	0,4
Totale	135,2	181,9	227,8	340,4	333,8	321,7	9,9
In Nord America	70,8	102,1	113,1	175,9	161,1	154,3	4,8
In Europa	26,7	42,8	61,4	83,9	87,5	100,3	2,8
In Asia ⁹	37,7	36,9	53,0	77,8	81,1	63,8	2,2
Altri	0,0	0,1	0,3	2,9	4,2	3,3	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, SIMEX e LIFFE. 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 VII.6

Tabella VII.6

tesi a eludere la riserva obbligatoria) e delle minori incertezze circa l'andamento dei cambi.

Le borse subiscono forti pressioni all'innovazione

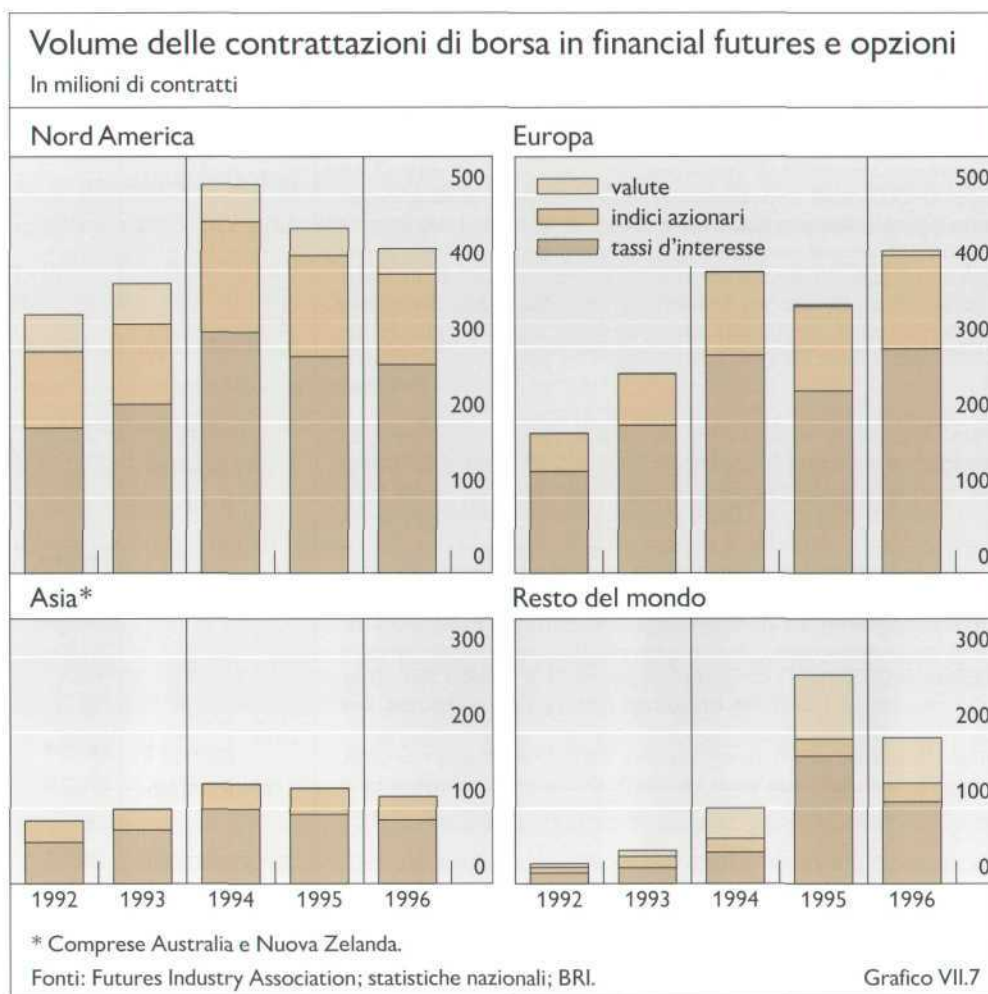
La concorrenza tra le borse non ha mostrato segni di cedimento, continuando a stimolare l'innovazione. Poiché il volume di attività in prodotti di tasso d'interesse si è ormai stabilizzato presso i principali centri di mercato, e gran parte delle operazioni collegate a valute continua ad aver luogo sui mercati OTC, le borse di più antica istituzione hanno attribuito maggiore importanza alla creazione di strumenti azionari, come evidenziano l'elevato numero di nuovi contratti su indici, l'estensione del concetto di opzione flessibile e l'introduzione di contratti su azioni singole. Hanno destato grande interesse gli strumenti dei mercati emergenti ma, a parte quelli introdotti da borse di recente istituzione (ad esempio, in Corea e Malaysia), la maggioranza è stata lanciata da borse statunitensi. Tuttavia, fatta eccezione per il pronto accoglimento dei contratti sul peso messicano, le negoziazioni in tali strumenti non sono riuscite a prendere slancio. Le borse hanno inoltre cercato di stimolare l'attività nei prodotti esistenti estendendo l'orario di operatività, introducendo nuovi cicli di scadenze e abbassando le commissioni di negoziazione, e hanno continuato a quotare nuovi contratti che replicano alcune caratteristiche degli strumenti OTC.

La sfida posta dall'UEM...

... incoraggia nuove iniziative...

... e acuisce la competizione in Europa...

In Europa, l'avvertita necessità di acquisire una forte posizione competitiva in vista della profonda ristrutturazione attesa a seguito dell'introduzione della moneta unica ha indotto le borse a costituire gruppi di lavoro a livello ufficiale e privato incaricati di analizzare le implicazioni dell'UEM e di formulare raccomandazioni volte a rafforzare la competitività dei centri di mercato locali. Tra i provvedimenti direttamente ricollegati all'UEM figurano la ridenominazione dei contratti in euro, il lancio di nuovi strumenti di tasso d'interesse per migliorare la copertura dei vari segmenti delle curve dei rendimenti nazionali (tra cui contratti su tassi tedeschi di strumenti del mercato monetario e obbligazionario) e per permettere negoziazioni di spread, nonché aggiustamenti dei contratti esistenti (come la riduzione della cedola per il contratto sull'obbligazione di Stato francese). L'ampiezza del futuro mercato obbligazionario denominato in euro potrebbe offrire nuove opportunità di negoziazione, ma è improbabile che persista una domanda di futures su obbligazioni nazionali per un ventaglio di strumenti così ampio come quello attuale. Il consolidamento dei prodotti su tassi d'interesse a breve sarà probabilmente ancor più marcato, poiché essi sono basati su generici tassi interbancari e si prestano quindi a sostenere solo un ristretto numero di contratti paneuropei. Fin dall'inizio il LIFFE ha puntato sull'importanza di Londra come centro finanziario mondiale e sul suo status di più attiva e diversificata borsa europea per mantenere il suo predominio in Europa dopo l'introduzione dell'euro. La DTB sta facendo leva sul ruolo di riferimento dei titoli di Stato tedeschi, sulla sua posizione di maggiore borsa telematica europea e sull'elevato volume dei suoi contratti collegati ad azioni, che dovrebbero risentire meno della concorrenza intraeuropea. Il MATIF sta accentuando il grado di specializzazione e la liquidità dei mercati dei titoli di debito francesi, grazie all'impegno ufficiale di pronta conversione in euro di tutti gli strumenti sottostanti. In definitiva, tuttavia, il successo nella competizione dipenderà da una complessa serie di fattori interconnessi, come l'importanza del



sistema finanziario locale, la dimensione e la liquidità dei mercati sottostanti, i costi e l'efficienza dei sistemi di contrattazione e compensazione nonché il quadro regolamentare e fiscale.

L'importanza assunta lo scorso anno dalle iniziative strategiche collegate all'UEM può aver messo in ombra una sfida ugualmente fondamentale per le borse, ossia la perdita di attività a favore del mercato OTC. La percezione di questo pericolo è stata particolarmente acuta negli Stati Uniti, dove le borse hanno accelerato il processo di innovazione per accrescere la propria competitività nei confronti dei mercati non organizzati. Sono stati lanciati contratti per la negoziazione dei differenziali di tasso d'interesse e, per la prima volta, opzioni "flex" su singole azioni USA. In aggiunta, le borse statunitensi hanno annunciato l'introduzione di strumenti e servizi di collegamento fra diversi mercati, come la quotazione di warrants azionari emessi da intermediari e un sistema per la contrattazione e compensazione simultanea di strumenti a pronti e derivati trattati in borsa. Al tempo stesso, si sono intensificate le pressioni all'introduzione di servizi per la gestione di garanzie sugli swaps, determinando l'apertura di tale servizio presso un'affiliata bancaria di una stanza di compensazione dell'euromercato.

Gli sforzi volti a consolidare le posizioni di mercato o ad attrarre una domanda aggiuntiva di transazioni si sono estesi anche ai collegamenti regionali o intercontinentali, attraverso differenti combinazioni di sistemi di

... ma pone in ombra la sfida lanciata dai mercati OTC

I collegamenti operativi...

... rimangono
al centro delle
strategie com-
petitive ...

contrattazione e compensazione. Ad esempio, il CME ha introdotto futures in euroyen nel quadro del suo accordo di compensazione di lunga data con il Singapore International Monetary Exchange (SIMEX), mentre il LIFFE e il Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) si sono accordati sull'istituzione di un collegamento operativo per le contrattazioni alle grida e telematiche in strumenti analoghi. La prospettiva dell'UEM ha altresì incoraggiato alleanze intercontinentali basate principalmente sulla continuità della contrattazione alle grida. Così, il MATIF ha sottoscritto un accordo con il CME per la negoziazione dei suoi prodotti di tasso d'interesse presso questa borsa e il LIFFE ha annunciato che avrebbe consentito ai membri del CME di negoziare i suoi contratti in euromarchi a tre mesi. Per giunta, diverse borse europee si sono associate con mercati azionari locali e/o hanno promosso l'integrazione regionale attraverso l'istituzione di nuovi collegamenti.

... ma sollevano
nuovi problemi
per i sistemi di
negoziiazione e
compensazione

Altri sviluppi hanno, tuttavia, evidenziato la difficoltà di strutturare accordi soddisfacenti per tutti i partners in un contesto altamente competitivo, come dimostra l'abbandono nel 1996 del progetto per una piattaforma elettronica comune destinata alla negoziazione di strumenti a pronti e derivati tra DTB e MATIF, e l'annuncio al principio di quest'anno che il MATIF e il CME avrebbero cessato la propria partecipazione all'attuale versione del Globex, il sistema multilaterale di contrattazione telematica. Le borse sono riluttanti a stringere alleanze che potrebbero privarle del controllo o della flessibilità ritenuti necessari per introdurre nuovi prodotti e tecniche di negoziazione. La varietà degli usi cui possono essere destinati i sistemi di negoziazione telematica ha indotto anche i più strenui sostenitori della contrattazione alle grida a reconsiderarne i potenziali vantaggi. Negli Stati Uniti, in particolare, la tecnica telematica non sembra più essere vista come semplice complemento del sistema alle grida, ma anche come parte integrante dei nuovi meccanismi di negoziazione che collegano i mercati a pronti e derivati. Essa costituisce inoltre la base della strategia globale di alcune borse come la DTB, che ha esteso l'accesso remoto al suo sistema elettronico installando terminali al di fuori della Germania e allungando l'orario operativo.

Tendenza a
misure di
risparmio

In contrasto con le varie iniziative volte ad ampliare la gamma dei prodotti e i collegamenti operativi, è emersa una certa tendenza a misure di risparmio. In particolare, il basso livello dei margini dei dealers in rapporto alle commissioni di borsa ha mantenuto l'incentivo a ridurre i costi di negoziazione mediante una razionalizzazione dei servizi. Importanti misure in questo senso sono state l'accordo tra CME e CBOT per l'istituzione di una linea bancaria comune e la fusione tra il LIFFE e il London Commodity Exchange.

Strumenti trattati nei mercati fuori borsa

I dati preliminari diffusi dall'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) indicano che nel 1996 l'ammontare nozionale in essere delle posizioni in swaps e collegate a swaps è aumentato del 37%. Tale crescita, pur essendo inferiore al 57% raggiunto nel 1995, è ancora ben al di sopra di quella registrata dai mercati organizzati. In base alle statistiche più dettagliate disponibili per il primo semestre del 1996, l'espansione maggiore ha riguardato gli swaps di tasso d'interesse, seguiti dalle opzioni di tasso d'interesse e dagli swaps di valute. Gli swaps di tasso d'interesse in valute diverse dal dollaro USA hanno continuato ad

aumentare a un ritmo più rapido delle transazioni in dollari, e ciò vale in modo particolare per le operazioni in yen e marchi tedeschi. Hanno contribuito ad accrescere lo spessore del mercato l'intensa concorrenza dovuta all'abbondante liquidità globale, la comparsa di nuovi operatori, le migliorate infrastrutture del mercato (nelle aree della documentazione e della collateralizzazione) e la maggiore efficienza delle strategie di copertura. Sebbene i margini di intermediazione abbiano in genere continuato ad assottigliarsi, le condizioni sono state differenti nei vari segmenti del mercato. Il settore del dollaro USA ha fornito indicazioni contrastanti. Le ingenti emissioni di titoli a tasso fisso, l'intenso utilizzo di swaps di attività e la migliorata qualità di credito del nucleo principale di operatori hanno contribuito in larga parte a mantenere gli spreads sui tassi di riferimento a un livello storicamente basso; ma pare altresì che l'attività sia stata moderata dalla piattezza della curva dei rendimenti, dalla bassa volatilità dei tassi d'interesse e dalla proposta introduzione di nuove regole contabili per gli strumenti derivati negli Stati Uniti. In Europa una quota rilevante delle transazioni è riconducibile a nuove emissioni, alla convergenza dei tassi d'interesse continentali o al previsto appiattimento delle curve dei rendimenti. In Giappone il processo di liberalizzazione del mercato finanziario, la ricerca di impieghi più remunerativi e le difficoltà di raccolta di alcune istituzioni finanziarie hanno ravvivato l'interesse per i prodotti di gestione del rischio. In particolare, il netto incremento delle emissioni a duplice denominazione valutaria sul mercato Samurai e il perdurare del cosiddetto "premio Giappone" hanno stimolato l'attività in swaps a valute incrociate e swaps di basi nel comparto dello yen.

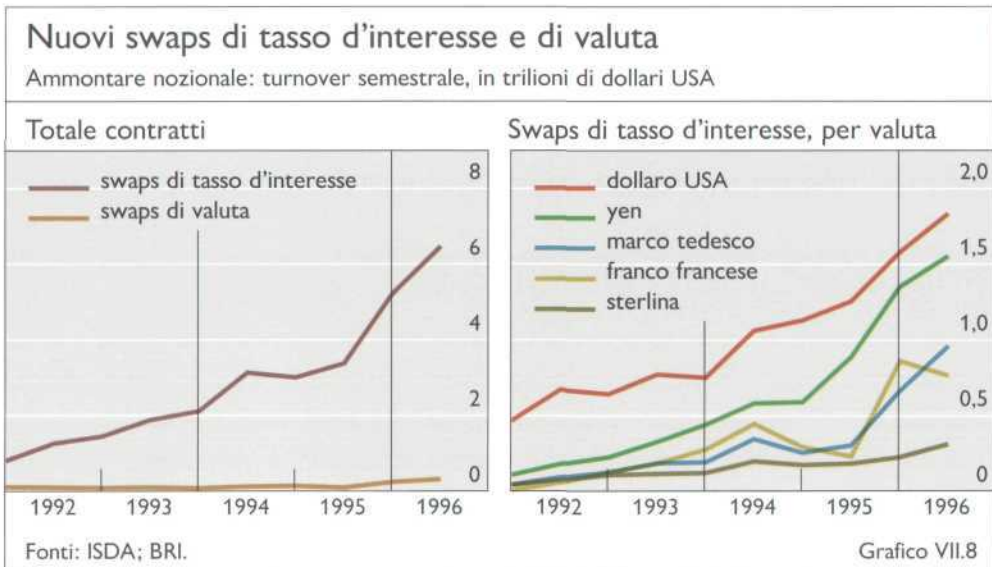
Sebbene vi sia stato un ritorno di popolarità degli strumenti complessi ad alto rendimento, l'assunzione di un maggiore rischio di tasso d'interesse pare essersi tradotta in un allungamento delle scadenze o in arbitraggi sui differenziali d'interesse più che in un aumento del grado di leva. La ricerca di rendimenti migliori è stata inoltre effettuata mediante strutture che consentono agli investitori di accedere a prodotti di minore merito creditizio, come gli swaps di attività. Nondimeno, sembra che gli utilizzatori finali del settore societario abbiano mantenuto un atteggiamento prudente nei confronti delle strutture esotiche. Ciò può aver dissuaso gli intermediari dal creare strumenti innovativi poiché, fatta eccezione per lo sviluppo di varie tipologie di swaps basati sulla volatilità e sul tasso overnight, solo pochi prodotti hanno destato l'interesse degli operatori. Inoltre, i soggetti attivi in questi mercati paiono aver impegnato maggiori risorse per migliorare la qualità dei sistemi di gestione del rischio.

La ricerca di rendimenti più elevati e il conseguente ampliamento della gamma degli operatori hanno accresciuto l'interesse per la gestione attiva del rischio di credito. In tale contesto, hanno guadagnato maggiore accoglimento i derivati creditizi, introdotti dalle istituzioni finanziarie agli inizi del decennio nel tentativo di applicare al rischio di credito le tecniche sofisticate già in uso per la gestione del rischio di mercato. Nella misura in cui tali prodotti consentono di valutare e trasferire il rischio di credito in modo più sistematico, essi offrono alle istituzioni finanziarie un utile strumento per la gestione e l'ottimizzazione del profilo di rischio delle attività. Nondimeno, a causa delle loro origini recenti, i derivati creditizi sono soggetti a una serie di vincoli concernenti le pratiche di mercato, nonché il trattamento contabile e prudenziale. La natura personalizzata

Crescita in spessore del mercato degli swaps di tasso d'interesse...

... con un allungamento delle scadenze e più attive contrattazioni di spread

Sviluppo dei derivati creditizi...



delle transazioni e la carenza di standardizzazione ne hanno inoltre ridotto la liquidità, rendendo difficile una corretta determinazione di prezzo e copertura delle transazioni. Al tempo stesso, è continuato l'interesse per le strutture che permettono di accedere al segmento centrale del mercato degli swaps, come mostra la creazione di nuove sussidiarie con rating AAA specializzate in prodotti derivati. Tuttavia, non sempre i nuovi schemi di innalzamento del merito creditizio hanno riguardato entità capitalizzate separatamente, le quali richiedono ingenti costi di capitale e di avviamento e paiono essere meno adatte agli utilizzatori occasionali di swaps.

... e di nuovi strumenti valutari

Per quanto riguarda i prodotti valutari, la bassa volatilità prevalsa sui mercati dei cambi ha indotto i dealers a offrire una varietà di strumenti a elevata remunerazione di tipo "barrier" o "range" (Capitolo V). Tuttavia, il deprezzamento del dollaro nei confronti dello yen e del marco tedesco la scorsa estate ha evidenziato ancora una volta i potenziali rischi insiti nell'impiego di tali strumenti, poiché i dealers hanno dovuto improvvisamente coprire le proprie posizioni quando le parità hanno sconfinato dalla fascia di oscillazione prestabilita. Sono state inoltre notificate ingenti perdite subite da intermediari su operazioni "range" a causa del sensibile calo della volatilità dopo il 1995, anno di stipula di molti contratti. Gli investitori hanno altresì manifestato un crescente interesse per contratti a termine e opzioni su valute di mercati emergenti asiatici e di paesi dell'Europa orientale, così come per gli swaps di valute. Infine, hanno incontrato particolare favore i contratti "non-deliverable forward" (NDF), che permettono agli utilizzatori di coprire i rischi di cambio quando le restrizioni regolamentari non consentono i tradizionali contratti a termine.

Vivo interesse per i prodotti azionari

Nel mercato dei warrants, sebbene il valore complessivo in dollari delle nuove offerte sia quasi dimezzato rispetto al 1995 (da \$161,2 a 87,1 miliardi), è aumentato il numero delle emissioni separate. Il basso livello dei tassi d'interesse nei paesi europei e l'andamento sostenuto delle borse di questi paesi, insieme all'ondata di privatizzazioni, hanno destato vivo interesse per i prodotti azionari. Di conseguenza, gli strumenti basati su azioni hanno contribuito per il 75% al totale delle nuove emissioni abbinate a warrants, con una quota crescente di offerte su indici azionari ristretti o singoli titoli. I warrants sono strumenti

derivati altamente flessibili, che consentono agli intermediari di adeguare rapidamente le caratteristiche in risposta agli sviluppi del mercato. Il clima prevalente lo scorso anno nei mercati azionari ha favorito la costante introduzione di nuove emissioni. Tuttavia, l'ondata di offerte può aver ampiamente sopravanzato la domanda, dando un'impressione esagerata del volume effettivo delle transazioni.

Sviluppi nelle infrastrutture di mercato

Lo scorso anno le intense pressioni competitive hanno indotto gli organi di regolamentazione a liberalizzare ulteriormente i sistemi finanziari, incoraggiando il processo di convergenza in atto tra le principali aree economiche. Vi è stato pertanto un notevole ampliamento dei mercati PcT con, ad esempio, un'estensione delle attività di mercato monetario della Banca d'Inghilterra ai PcT sui titoli del Tesoro e a un maggior novero di controparti, l'esenzione dalla riserva obbligatoria delle operazioni PcT in Germania, e più di recente in Francia, e una liberalizzazione del sistema per tali strumenti in Giappone. Il progressivo recepimento negli ordinamenti nazionali delle direttive UE in materia finanziaria ha contribuito all'armonizzazione delle strutture di mercato e regolamentative. Dopo una serie di misure volte a liberalizzare ulteriormente le emissioni obbligazionarie nazionali e in euroyen, in novembre il Primo Ministro giapponese ha annunciato un programma quinquennale teso a dare impulso al sistema finanziario interno e ad allineare il suo quadro prudenziale, contabile, legale e fiscale agli standard del mondo industriale. Il progettato "Big Bang" prevede un piano d'azione concreto che comprende, fra l'altro, la rimozione delle barriere operative tra banche, società d'intermediazione mobiliare e compagnie assicurative. Negli Stati Uniti la Riserva federale ha preso in considerazione la possibilità di allentare ulteriormente le condizioni in base alle quali le affiliate di holding bancarie USA possono sottoscrivere titoli. Anche i paesi emergenti hanno liberalizzato i propri sistemi finanziari, benché in alcuni casi (ad esempio, in Brasile e Thailandia) gli ingenti afflussi di capitale abbiano reso necessaria l'adozione di misure restrittive transitorie.

Nel contempo, sono state intraprese varie iniziative per rafforzare le strutture regolamentative dei mercati finanziari. Mentre molte di esse miravano a ridurre i rischi sistemici migliorando i sistemi di pagamento e regolamento, uno dei principali obiettivi delle autorità è rimasto lo sviluppo di uno schema in grado di reagire con maggiore flessibilità al processo di innovazione (Capitolo VIII). Fra le misure concrete vanno citate quelle tese a incoraggiare il flusso di informazioni a livello micro-macropudenziale, ad armonizzare le regolamentazioni fra i vari mercati, a elaborare criteri contabili più significativi e trasparenti e a introdurre un'adeguata documentazione per i nuovi strumenti.

Nell'area dell'informazione, vi è stata una crescente adesione al Memorandum d'intesa sottoscritto nel marzo 1996 sulla scia del dissesto della Barings al fine di promuovere lo scambio di informazioni fra borse e stanze di compensazione. Il documento originario è stato integrato da un accordo con gli organi di vigilanza, volto a fronteggiare situazioni in cui la cooperazione all'interno del settore potrebbe essere ostacolata da ragioni legali o di altra natura. Analogamente, nel maggio 1996 il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e

La globalizzazione è favorita da misure di liberalizzazione...

... e da nuove iniziative prudenziali finalizzate...

... allo scambio di informazioni...

... a promuovere la trasparenza ...

L'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) hanno annunciato un'iniziativa congiunta per lo scambio di informazioni fra autorità di vigilanza bancaria e mobiliare di gruppi finanziari diversificati. La successiva indagine condotta dal Comitato di Basilea e dallo IOSCO sulla trasparenza dell'attività di negoziazione e in strumenti derivati di banche e società di intermediazione mobiliare operanti su scala internazionale, nonché la decisione delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci di effettuare una regolare rilevazione statistica sui mercati degli strumenti derivati OTC, costituiscono un'ulteriore dimostrazione del costante impegno delle autorità volto a migliorare la trasparenza. Ha contribuito a una maggiore armonizzazione l'approvazione in giugno, da parte di numerose autorità di vigilanza bancaria, di un rapporto predisposto dal Comitato di Basilea e dal Gruppo offshore di autorità di vigilanza bancaria inteso a rafforzare l'applicazione dei requisiti minimi per la vigilanza sui gruppi bancari internazionali e i loro stabilimenti esteri fissati nel 1992. Queste e altre iniziative sono analizzate in maggior dettaglio nelle "Attività della Banca", che figurano alla fine di questa Relazione. Al tempo stesso, iniziative a livello privato e semi-ufficiale in Giappone e negli Stati Uniti sono state prese per promuovere la contabilizzazione degli strumenti derivati ai valori di mercato, mentre organismi del settore, come l'ISDA, hanno elaborato documentazioni standardizzate per operazioni PcT, determinate transazioni in swaps e derivati creditizi.

... e a migliorare i sistemi interni di gestione del rischio

Il maggiore affidamento sulle forze di mercato, anziché su rigide prescrizioni prudenziali, ha traslato sul settore finanziario un più elevato grado di responsabilità. Un obiettivo primario delle iniziative ufficiali avviate lo scorso anno è stato quello di rafforzare il ruolo dei sistemi di gestione decentrati nel soddisfare i requisiti prudenziali relativi al controllo del rischio. Insieme agli appelli per migliorare la pubblicità volontaria delle informazioni, un passo importante in questa direzione è stato l'emendamento che ha esteso l'Accordo sui requisiti patrimoniali del luglio 1988 ai rischi di mercato e che consente alle banche di calcolare i loro coefficienti patrimoniali a fronte di tali rischi sulla base di modelli interni, in alternativa al metodo standard. Il "pre-commitment approach" preso in esame negli Stati Uniti si spingerebbe oltre, lasciando alle singole istituzioni finanziarie il compito di "pre-allocare" un determinato ammontare di capitale ritenuto sufficiente a coprire le perdite potenziali di negoziazione su un certo orizzonte temporale, e prevedendo una sanzione in caso di perdite eccedenti la soglia prefissata. La comparsa di un mercato dei derivati creditizi ha reso più difficile il compito di elaborare uno schema prudenziale coerente. Facendo seguito alla diffusione, nell'agosto 1996, di rapporti delle autorità statunitensi in cui per la prima volta venivano affrontate le questioni prudenziali sollevate dall'impiego dei derivati creditizi, la Banca d'Inghilterra ha pubblicato in novembre un documento a fini di consultazione in cui viene proposto uno schema di vigilanza per questo mercato in linea con l'approccio adottato dal Comitato di Basilea e dall'Unione europea per gli strumenti a pronti e derivati già in uso da tempo. Un più recente documento propositivo pubblicato dalla Banca d'Inghilterra mira a sviluppare ulteriormente l'approccio di vigilanza bancaria basato sul rischio, mediante un procedimento di valutazione più flessibile incentrato sul profilo di rischio complessivo di un'istituzione e sul suo sistema interno di controllo.

Verso un processo più flessibile di valutazione del rischio da parte delle autorità...

In tale ricerca di un efficace schema prudenziale, orientato al mercato e basato sul rischio, sta assumendo crescente rilevanza l'individuazione da parte degli operatori e degli organi di vigilanza delle tendenze di fondo del mercato e delle fonti di potenziali perturbazioni sistemiche. Questa rassegna degli andamenti sui mercati finanziari internazionali nel 1996 ha evidenziato la perdurante rapida crescita dei prestiti collateralizzati e dei mercati derivati OTC. Il conseguente ampliamento del novero dei partecipanti nei mercati all'ingrosso e l'intreccio di esposizioni sollevano una serie di interrogativi sulla natura e sul ruolo del nucleo principale degli operatori, sulla crescente accettazione di strumenti sottostanti e controparti con più basso merito creditizio, sul potenziale impatto dell'insolvenza di uno o più grandi partecipanti sul sistema finanziario, nonché sull'adeguatezza delle attuali strutture manageriali interne. Tali sviluppi evidenziano la necessità di adeguare il quadro prudenziale vigente. Nell'attuale fase del ciclo finanziario, caratterizzata da un'abbondante liquidità e dalla ricerca da parte degli investitori di maggiori rendimenti, non si può ignorare la possibilità che più varie e sofisticate tipologie di rischio non siano colte in maniera adeguata dai modelli e dalle procedure di valutazione del rischio. Ciò sottolinea l'importanza di un comportamento più prudente e responsabile da parte dei singoli operatori di mercato.

... che dà più rilevanza alla responsabilità degli operatori di mercato

VIII. L'evoluzione dell'attività di banca centrale

Aspetti salienti

Gli ultimi 25 anni sono stati assai ricchi di eventi per quanto concerne il ruolo e l'operatività delle banche centrali. Nella sfera monetaria, il periodo che ha fatto seguito al crollo del sistema di Bretton Woods è stato caratterizzato dagli sforzi tesi a ricondurre durevolmente sotto controllo l'inflazione dopo l'impennata mondiale seguita al primo shock petrolifero. Nella sfera finanziaria, durante lo stesso periodo sono stati compiuti sotto l'egida delle banche centrali del Gruppo dei Dieci i primi passi in assoluto verso il coordinamento internazionale delle politiche nei settori della vigilanza e regolamentazione prudenziale e della sorveglianza sui sistemi di pagamento e regolamento. Tali iniziative si sono iscritte nel quadro di una più vasta strategia diretta a rafforzare le salvaguardie contro l'instabilità, alla luce dei vari episodi di grave tensione finanziaria e dei profondi cambiamenti intervenuti nel contesto finanziario.

Questo capitolo ripercorre in una prospettiva storica l'evoluzione del ruolo di banca centrale fin dai primi anni settanta, per meglio comprenderne sia le cesure sia gli elementi di continuità con il passato. La trattazione si incentra su due obiettivi, ossia la stabilità monetaria e finanziaria, in quanto perseguiti attraverso l'assolvimento di tre funzioni, ovvero la politica monetaria, la vigilanza e regolamentazione prudenziale e la sorveglianza sui sistemi di pagamento e regolamento. Sebbene gli obiettivi siano stati in varia misura associati fin dall'inizio con il ruolo di banca centrale, di fatto non tutte e tre le funzioni sono state invariabilmente o esclusivamente assegnate alle banche centrali. L'intento delle pagine che seguono è di sottolineare gli sviluppi paralleli, sul piano concettuale e operativo, intervenuti in queste funzioni, così come le loro sempre più evidenti interrelazioni.

Il contesto di fondo, gli obiettivi e i vincoli

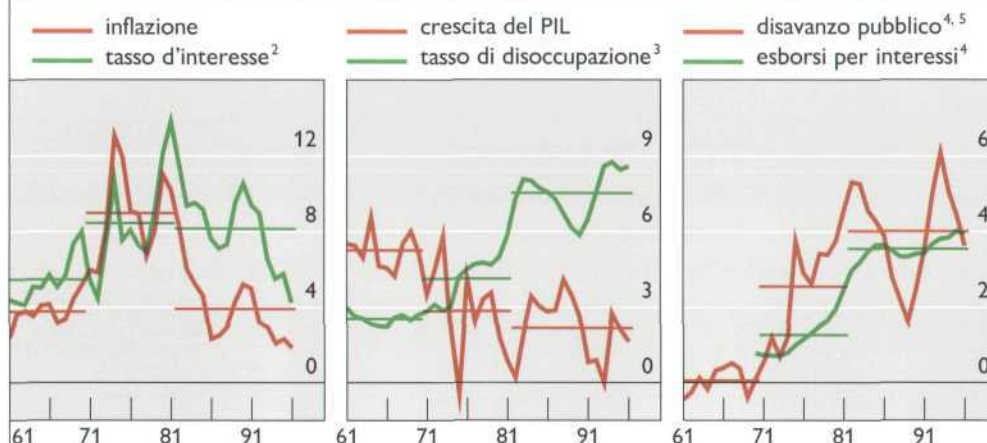
Buona parte della storia del ruolo di banca centrale durante gli ultimi 25 anni può essere vista come il tentativo di fronteggiare le conseguenze di due fenomeni nuovi: l'emergere della stagflazione nei primi anni settanta e la radicale trasformazione del contesto finanziario che ha preso slancio negli anni ottanta sotto l'influsso della liberalizzazione e dell'innovazione finanziaria.

La stagflazione ...

La stagflazione ha intaccato alle fondamenta la fiducia affermatasi negli anni postbellici circa la possibilità di preservare il pieno impiego e di sfruttare il trade-off fra disoccupazione e inflazione. La risposta tipica al primo shock petrolifero, consistente in politiche fiscali espansive e condizioni monetarie accomodanti, non è riuscita ad assicurare benefici duraturi in termini di prodotto o di occupazione. L'inflazione cronica e il deterioramento cumulativo delle finanze

Principali indicatori macroeconomici per i paesi del Gruppo dei Dieci¹

Medie annue, in percentuale



¹ Medie non ponderate; le linee sottili indicano le medie per i periodi 1961–1970, 1971–1981 e 1982–1996. ² Tasso trimestrale; prima del 1971, esclusi Italia, Regno Unito e Svizzera. ³ Prima del 1971, esclusi Francia e Paesi Bassi. ⁴ In percentuale del PIL. ⁵ Prima del 1971, esclusi Francia, Paesi Bassi e Regno Unito.

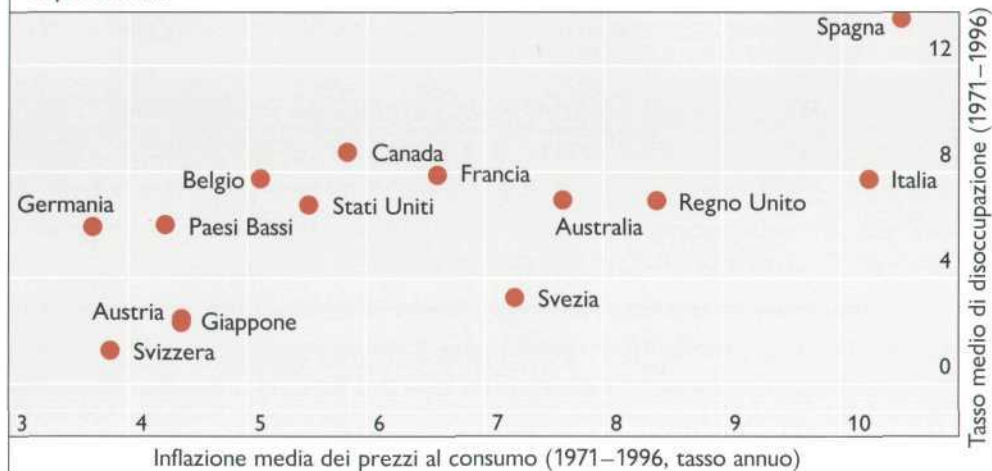
Fonti: FMI; OCSE; statistiche nazionali.

Grafico VIII.1

pubbliche hanno dimostrato all'opinione pubblica quali sono i costi dell'instabilità monetaria, rivelando al tempo stesso i limiti dell'attivismo macroeconomico (grafici VIII.1 e VIII.2). I risultati relativamente buoni ottenuti da quei paesi, come la Germania e la Svizzera, che avevano seguito politiche più prudenti, specie nella sfera monetaria, hanno evidenziato i meriti di un approccio macroeconomico improntato a cautela. Questi eventi hanno preparato il terreno a una valutazione più temperata della capacità dello Stato di controllare gli sviluppi economici e a una reviviscenza della filosofia del laissez-faire. Essi sono stati all'origine della risoluta lotta all'inflazione condotta negli anni seguenti.

Inflazione e disoccupazione: raffronto internazionale

In percentuale



Fonte: statistiche nazionali.

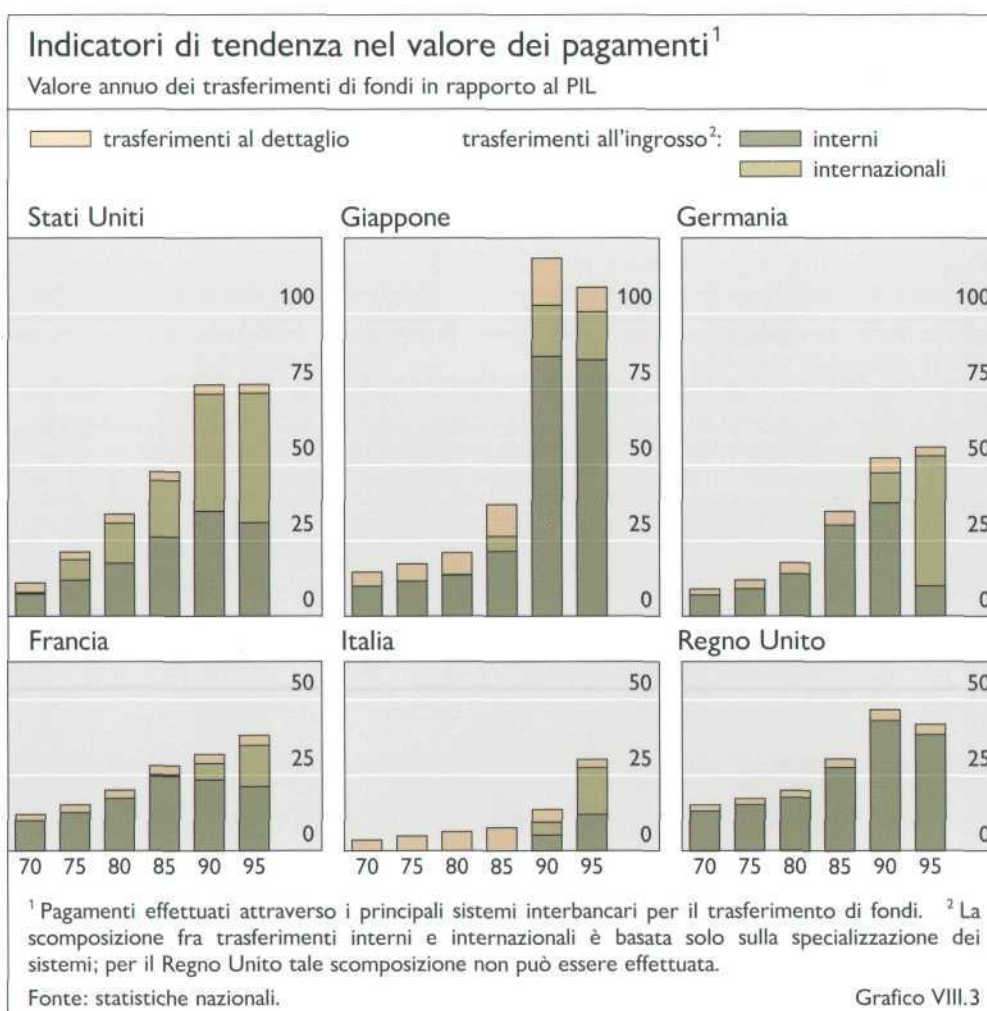
Grafico VIII.2

... e la trasformazione del contesto finanziario...

La trasformazione del contesto finanziario ha avuto parimenti effetti di vasta portata. Questo processo, in parte frutto delle stesse condizioni economiche di fondo, fra cui non ultimi gli alti e variabili tassi d'inflazione, ha tratto impulso dall'ascesa della filosofia del libero mercato, da un'accelerazione nel progresso della tecnologia informatica e dai nuovi contributi nel campo della teoria finanziaria. Le sue caratteristiche sono ormai ben note (si veda la 62^a Relazione annuale): un'estesa deregolamentazione; un salto di qualità nella gamma degli strumenti finanziari e nell'ampiezza e spessore dei mercati; l'internazionalizzazione della finanza; l'istituzionalizzazione del risparmio; l'attenuarsi delle distinzioni fra le varie categorie di istituzioni finanziarie e di strumenti; una forte crescita delle pressioni concorrenziali; un aumento spettacolare del volume e del valore delle transazioni e quindi dei pagamenti (grafico VIII.3 e tabella V.1). Tutto ciò ha avuto come risultato una considerevole espansione della sfera finanziaria in rapporto all'economia reale.

... hanno un profondo impatto sul ruolo della banca centrale

Questa espansione ha avuto un impatto pervasivo sul ruolo della banca centrale. In termini di obiettivi finali, essa ha reso più preminente il compito di salvaguardare la stabilità del sistema finanziario. I numerosi episodi di grave tensione finanziaria che hanno costellato la trasformazione del settore, sia nei paesi industriali che nelle economie emergenti, hanno messo in risalto l'esigenza di un tale spostamento nelle priorità, poiché era dagli anni compresi fra le due



guerre che non si assisteva a una così diffusa instabilità finanziaria. In termini di aree critiche, l'enorme crescita del volume dei pagamenti ha fatto sì che per la prima volta si dovesse prestare un'attenzione specifica ai rischi di liquidità e di credito che sorgono nel processo di regolamento delle transazioni. In termini di strategia, la crescente globalizzazione della finanza ha comportato che l'azione non potesse limitarsi a una modifica unilaterale della regolamentazione nazionale, ma richiedesse iniziative congiunte a livello internazionale. In termini di strumenti, il perseguimento della stabilità sia monetaria che finanziaria ha dovuto avvalersi, per essere efficace, di meccanismi che operassero in sintonia con le forze di mercato piuttosto che contro di esse.

Questi sviluppi di fondo nel contesto macroeconomico e finanziario hanno concorso a determinare i modi in cui si è evoluto il rapporto fra banche centrali, governi e mercati finanziari e, di conseguenza, taluni dei vincoli essenziali cui è stato soggetto l'operato delle banche centrali durante il periodo. Dopo essere rimasti per lungo tempo soffocati, i mercati finanziari sono emersi come forza poderosa e, potenzialmente, come prezioso fattore di disciplina nei confronti di politiche eccessivamente ambiziose. Visti in questa prospettiva, i rinnovati sforzi dei governi e delle banche centrali per preservare la stabilità finanziaria appaiono come il tentativo di tenere a briglia questa forza e di assicurare che la sua azione di disciplina sia efficace. Al tempo stesso, l'esperienza inflazionistica ha nuovamente richiamato l'attenzione sui rischi che derivano dal potere di spesa del governo in assenza di adeguate restrizioni al suo finanziamento monetario. Più in generale, ha confermato le insidie che comporta l'assegnare alla politica monetaria il perseguimento di obiettivi per i quali essa non dispone degli strumenti idonei. Conseguentemente, verso la fine del periodo in esame il contesto politico si era fatto più consapevole dell'opportunità di conferire alle banche centrali una maggiore autonomia dal governo, assieme a un mandato più chiaramente incentrato sulla stabilità dei prezzi.

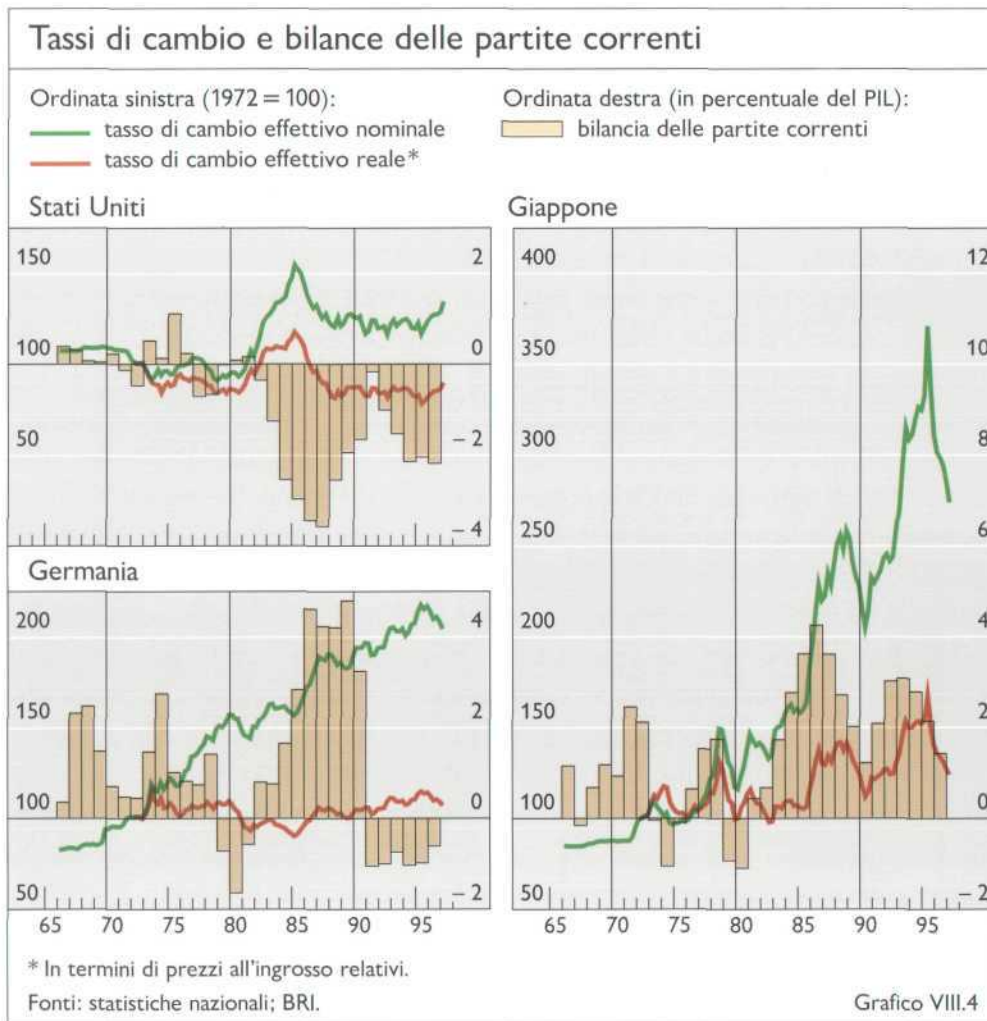
L'evoluzione concettuale e operativa delle funzioni

La profonda trasformazione della scena finanziaria ha comportato che sul piano concettuale e operativo le funzioni di salvaguardia della stabilità nelle sfere monetaria e finanziaria si siano evolute in modi analoghi. In entrambi gli ambiti le autorità hanno dovuto ridefinire le "ancore" ossia i principi guida cui informare la propria azione, tenendo conto dei maggiori vincoli derivanti dal crescente potere di "arbitraggio" del mercato fra valute, strumenti e istituzioni, nonché fra giurisdizioni legali, prudenziali e fiscali. In siffatto contesto hanno assunto sempre più rilievo la trasparenza, gli incentivi di mercato e la credibilità delle politiche.

Ancore e arbitraggio

Nella *sfera monetaria*, i crescenti vincoli posti dalla possibilità di arbitraggio dei mercati hanno grandemente influito sul rapporto fra le politiche monetarie perseguite nei diversi paesi e sulla loro formulazione a livello interno. Il risultato è stato quello di aumentare il grado di interdipendenza fra le politiche nazionali, di favorire nella loro impostazione uno spostamento di enfasi dalle quantità finanziarie ai prezzi finanziari e di evidenziare l'esigenza di una maggiore

Stabilità
monetaria:



discrezionalità a livello operativo. Questi sviluppi hanno complicato la ricerca di *ancore nominali* affidabili, atte ad assicurare una soddisfacente dinamica dei prezzi.

l'arbitraggio finanziario rende più difficile l'adozione di ancore nominali esterne...

La crescente libertà di movimento dei capitali ha posto le autorità monetarie dinanzi a un problema bifronte. Da un lato, essa ha reso più difficile il rispetto degli impegni di cambio. All'alba degli anni settanta i flussi internazionali di capitale erano già diventati una forza rilevante e avevano concorso ad accelerare il crollo del sistema di Bretton Woods. In seguito, specie durante gli anni ottanta e nei primi anni novanta, essi hanno ulteriormente guadagnato in ampiezza e potenza, come chiaramente mostrato dalle turbolenze negli AEC durante l'autunno del 1992 e nuovamente nell'estate del 1993. Tecnicamente, le risorse che i mercati potevano mobilitare in un breve spazio di tempo per mettere alla prova le parità di cambio erano ormai di gran lunga superiori a quelle che le autorità erano in grado di dispiegare in loro difesa. E senza il ricorso a mezzi non di mercato per limitare il rialzo dei tassi d'interesse, i costi economici e politici di tale difesa sarebbero ben presto divenuti inaccettabili. D'altro lato, in un regime di cambi fluttuanti quella stessa mobilità dei capitali appariva, in un modo nuovo, come un vincolo talora importante e impreveduto alla capacità delle banche centrali di perseguire politiche monetarie autonome. L'alta sensibilità dei flussi di capitale alle prospettive di rendimento a breve

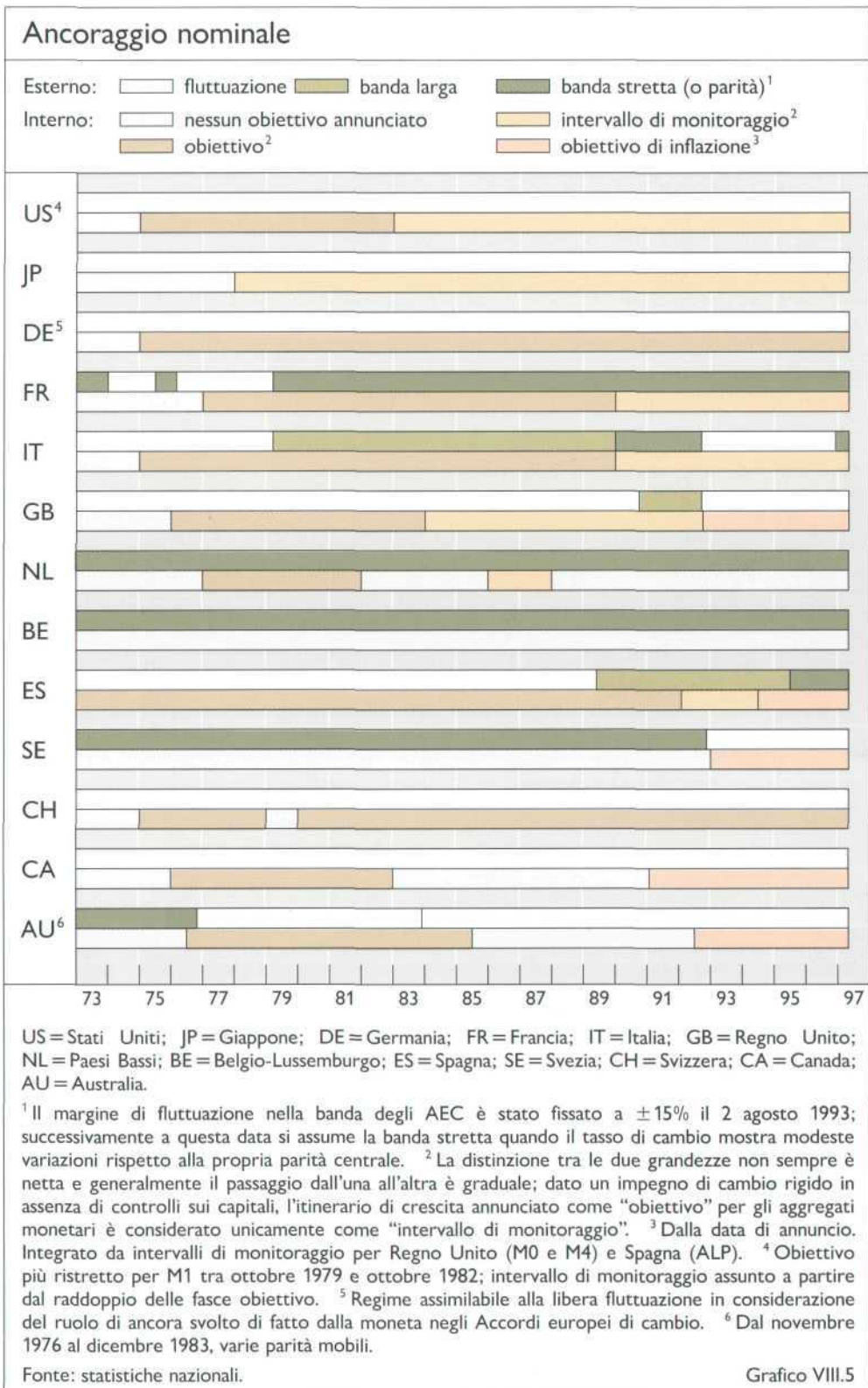
termine delle attività denominate nelle differenti valute e, per converso, la loro scarsa reattività ai fattori di più lungo periodo, come la competitività relativa di prezzo, hanno comportato che le politiche monetarie interne fossero fortemente condizionate dall'andamento dei tassi di cambio (grafico VIII.4). In modo analogo, hanno perso progressivamente di efficacia le politiche tese a influenzare il cambio mediante interventi valutari non accompagnati da una modifica dei tassi d'interesse o da misure di carattere più generale.

Pertanto, a partire dagli inizi degli anni settanta, l'assetto monetario internazionale è venuto assumendo una configurazione senza precedenti storici: la virtuale assenza di restrizioni ai movimenti di capitale coesiste ora con monete puramente fiduciarie e con una pluralità di regimi di cambio. Non esiste più alcuna "ancora" per il sistema nel suo insieme, come l'oro ai tempi del gold standard o, di fatto, la politica monetaria USA nel sistema di Bretton Woods. A livello mondiale vi sono state solo alcune iniziative di alto profilo per limitare le oscillazioni a medio termine dei tassi di cambio, fra cui in particolare l'Accordo del Plaza nel 1985 e l'Accordo del Louvre nel 1987, in seguito al forte apprezzamento del dollaro e al suo successivo deprezzamento. La forza d'urto dei movimenti di capitali, intaccando la fattibilità dei sistemi monetari fortemente amministrati, ha reso difficile l'impiego del cambio in funzione di ancora nominale sia nei singoli paesi sia a livello sovranazionale. In misura crescente, i paesi sono di fatto costretti a scegliere fra la libera fluttuazione e una sostanziale integrazione monetaria. I passi compiuti negli ultimi anni verso l'Unione monetaria europea possono in parte essere visti in questa luce.

La trasformazione del contesto finanziario ha avuto un effetto ugualmente incisivo sulla scelta dell'ancora nominale nei paesi che non si basano esclusivamente sugli impegni di cambio. In particolare, essa ha progressivamente eroso la significatività delle grandezze guida più in uso negli anni settanta, ossia gli *obiettivi di crescita monetaria* (grafico VIII.5).

... e interne

Gli obiettivi di crescita monetaria svolgevano più funzioni, la cui importanza relativa variava considerevolmente a seconda dei paesi e delle circostanze economico-politiche. Facendo seguito a un lungo periodo in cui le politiche monetarie avevano generalmente secondato altre finalità, la loro adozione ha in alcuni casi sancito una maggiore determinazione delle autorità a riportare sotto controllo l'inflazione. Il fatto di esprimere gli intendimenti della politica in termini di aggregati monetari, anziché di tassi d'interesse, poteva servire a evidenziare meglio la necessità di aumenti spiacevoli, e talvolta senza precedenti, di questi ultimi. Se annunciati quale parte di un chiaro schema concettuale di correlazione fra moneta e prezzi, come in Germania, gli obiettivi potevano contribuire alla convergenza delle aspettative di inflazione. A un livello più tecnico, l'attribuire maggiore rilevanza alle quantità nominali, come variabili guida, piuttosto che ai tassi d'interesse, costituiva una strategia più sicura in un'epoca in cui, a causa dei livelli storicamente alti dell'inflazione, era particolarmente difficile valutare le aspettative inflazionistiche e quindi il necessario orientamento della politica monetaria. Tale approccio poteva limitare il pericolo di un aggiustamento tardivo e troppo gradualistico dei tassi d'interesse, un difetto questo sovente rimproverato alle precedenti politiche anticicliche, e impedire così errori cumulativi.



In ogni caso, indipendentemente dalla sua architettura specifica, un'efficace strategia impostata sulla crescita monetaria presuppone una relazione stabile, quanto meno nel medio periodo, fra la grandezza mirata e l'obiettivo finale. Ed è stato proprio questo presupposto a essere intaccato dal ritmo accelerato dell'arbitraggio finanziario, specie negli anni ottanta. Pur essendo stati presenti anche altri fattori, l'emergere di nuovi strumenti e nuove tecnologie di

Iniziative congiunte delle banche centrali a livello microprudenziale*		
Anno	Area	Sintesi
1975	Attività bancaria internazionale	<i>"Concordato" di Basilea.</i> Stabilisce linee di indirizzo per la divisione delle responsabilità tra autorità del "paese di origine" e autorità del "paese ospitante" in materia di vigilanza sugli stabilimenti esteri delle banche.
1983	Attività bancaria internazionale	<i>Revisione del "Concordato" di Basilea.</i> Introduce il principio della <i>vigilanza su base consolidata</i> . Integra il Concordato originario per evitare lacune prudenziali derivanti da un'inadeguata sorveglianza su taluni centri finanziari o specifiche strutture societarie di partecipazione.
1988	Adeguatezza patrimoniale	<i>Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali.</i> Mira a realizzare la convergenza internazionale nella misurazione e nei parametri di adeguatezza patrimoniale delle banche. Considera esplicitamente solo il rischio di credito. Definisce: a) gli elementi costitutivi del capitale; b) la ponderazione in base al rischio applicabile a diverse categorie di esposizioni in bilancio e fuori bilancio; c) il coefficiente patrimoniale minimo complessivo pari all'8% delle attività ponderate in base al rischio, con una quota di patrimonio di base (classe 1) – definizione pienamente armonizzata in termini di componenti – pari ad almeno il 4%.
1990	Rapporti tra organi di vigilanza	<i>Exchanges of information between banking and securities supervisors.</i> Consenso sulla necessità di una progressiva rimozione delle barriere allo scambio di informazioni prudenziali tra le due categorie di organi di vigilanza. Esamina il modo di facilitare i flussi di informazione.
1992	Attività bancaria internazionale	<i>Requisiti minimi per la vigilanza sui gruppi bancari internazionali e i loro stabilimenti esteri.</i> Integra il Concordato di Basilea con l'introduzione di requisiti minimi per alcuni dei suoi principi, in particolare fissando condizioni miranti a evitare l'istituzione di stabilimenti bancari internazionali non soggetti a efficace vigilanza consolidata o appartenenti a conglomerati poco trasparenti.
1994	Strumenti derivati	<i>Linee direttrici per la gestione dei rischi connessi agli strumenti derivati</i> (rapporto congiunto con lo IOSCO). Stabilisce direttive per le autorità di vigilanza e le organizzazioni bancarie destinate a promuovere una sana gestione interna dei rischi connessi all'attività delle banche in strumenti derivati; riporta le pratiche impiegate dalle maggiori banche internazionali (seguito nel 1995 da <i>Framework for supervisory information about derivatives activities for banks and securities firms</i>).
1995	Attività di negoziazione e in strumenti derivati	<i>Pubblicità delle informazioni sull'attività di negoziazione e in strumenti derivati delle banche e delle società di intermediazione mobiliare</i> (rapporto congiunto con lo IOSCO). Fornisce un quadro delle pratiche seguite in materia di informazioni e formula raccomandazioni per migliorarle, sottolineando la necessità di pubblicare informazioni sufficienti a valutare l'adeguatezza dei sistemi di gestione del rischio (si richiama al precedente documento del 1995 e recepisce in parte concetti sviluppati nel documento del 1994 su <i>Public disclosure of market and credit risks by financial intermediaries</i> ("Fisher Report") del Comitato permanente per l'euromercato delle banche centrali del G-10).
1995	Rapporti tra organi di vigilanza	<i>La vigilanza sui conglomerati finanziari.</i> Rapporto del Gruppo Trilaterale di autorità di vigilanza bancaria, mobiliare e assicurativa (agenti in veste non ufficiale) che esamina le questioni connesse con la vigilanza sui conglomerati finanziari e formula raccomandazioni per migliorare le pratiche prudenziali.
1996	Adeguatezza patrimoniale	<i>Emendamento dell'Accordo sui requisiti patrimoniali per incorporarvi i rischi di mercato.</i> Stabilisce requisiti patrimoniali minimi per il rischio di mercato (inerente a strumenti collegati a tassi d'interesse e a titoli di capitale nel portafoglio di negoziazione, nonché a posizioni in cambi e in merci). Contempla due possibilità: a) il metodo standard, basato su uno schema comune di misurazione del rischio; b) l'approccio basato sui modelli interni che consente alle banche di impiegare propri modelli per la misurazione del rischio, subordinatamente al rispetto di criteri qualitativi e quantitativi e al buon esito di test retrospettivi.
1996	Adeguatezza patrimoniale	<i>Multilateral netting of forward value foreign exchange transactions.</i> Un emendamento all'Accordo sui requisiti patrimoniali, in vigore dalla fine del 1995, aveva esteso il riconoscimento degli schemi di compensazione bilaterale (come meccanismo per ridurre le esposizioni al rischio di credito) a tutti i sistemi ammessi dalle rispettive giurisdizioni e conformi ai requisiti minimi stabiliti dal Rapporto Lamfalussy (tabella VIII.2). Il nuovo documento stabilisce i criteri guida per la fissazione dei requisiti patrimoniali nel caso di schemi di compensazione multilaterali.

Iniziative congiunte delle banche centrali a livello microprudenziale*
(continuazione)

Anno	Area	Sintesi
1996	Attività bancaria internazionale	<i>Vigilanza sull'attività bancaria all'estero.</i> Rapporto preparato congiuntamente con il Gruppo offshore di autorità di vigilanza bancaria contenente 29 raccomandazioni per ridurre gli impedimenti a un'efficace vigilanza sull'attività bancaria all'estero.
1997	Rischio di tasso d'interesse	<i>Principi per la gestione del rischio di tasso d'interesse.</i> Documento a fini di consultazione contenente 12 principi per valutare l'adeguatezza della gestione del rischio di tasso d'interesse delle banche.
1997	Principi fondamentali	<i>Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria.</i> Documento a fini di consultazione che stabilisce 25 principi prudenziali concernenti: i presupposti per un'efficace vigilanza bancaria, l'autorizzazione all'esercizio dell'attività e la struttura delle istituzioni, le regolamentazioni e i requisiti prudenziali, i metodi per la vigilanza bancaria corrente, i requisiti informativi, i poteri istituzionali delle autorità di vigilanza e l'attività bancaria internazionale. Esso intende fornire una base di riferimento agli organi di vigilanza e alle altre autorità pubbliche di tutti i paesi e a livello internazionale.

*Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, i cui membri sono rappresentanti delle banche centrali e di altre autorità di vigilanza bancaria dei paesi del G-10. Tabella VIII.1

pagamento, l'intensificarsi della concorrenza, la ridefinizione dei confini istituzionali e operativi nel settore finanziario, la maggiore apertura delle economie ai flussi di capitale e il più facile accesso a un'accresciuta gamma di fonti di finanziamento sono tutti sviluppi che hanno notevolmente concorso a destabilizzare le tradizionali relazioni statistiche.

Ruolo più marcato
dei prezzi delle
attività...

Oltre a compromettere la significatività degli aggregati monetari, l'evoluzione del contesto finanziario ha progressivamente esaltato il ruolo esercitato dai "prezzi" finanziari, intesi in senso lato, nell'influenzare la conduzione delle politiche. In quanto indicatori delle aspettative del mercato, il loro potenziale valore predittivo delle reazioni degli operatori o dei futuri andamenti economici è aumentato di pari passo con la crescita in ampiezza e spessore dei mercati. In quanto grandezze capaci di incidere sull'attività economica, il loro maggiore peso ha comportato naturalmente che fosse più difficile sottovalutarne i movimenti. In quanto possibile causa di instabilità finanziaria, le loro ampie fluttuazioni di medio periodo hanno finito per imporre una crescente attenzione. Al tempo stesso, le difficoltà nell'interpretare il comportamento dei prezzi delle attività hanno aumentato in misura significativa il bisogno di discrezionalità che implica necessariamente ogni scelta di politica economica.

... ritrovata
visibilità dei tassi
d'interesse...

In conseguenza di questi sviluppi la ricerca di ancorie nominali interne è per taluni versi quasi tornata al punto di partenza. Si può dire che oggi l'unico paese industriale maggiore che ancora attribuisca grande rilevanza a un obiettivo monetario quantitativo è la Germania, un'economia il cui sistema finanziario, in parte deliberatamente, è stato meno esposto al cambiamento. Ma anche qui è diventato più difficile mantenere questa strategia. Altrove, gli aggregati monetari sono stati generalmente declassati al ruolo di indicatori, talvolta con l'impiego di più misure. Salvo i casi in cui vi sono impegni formali di cambio, i tassi d'interesse hanno nuovamente assunto il ruolo preminente già avuto in passato di principali "simboli" della politica monetaria. E il bisogno di discrezionalità nell'interpretare gli sviluppi economici per orientare la manovra monetaria è

considerato più importante che mai. In tale contesto, la maggiore rilevanza assegnata alla stabilità dei prezzi come obiettivo di più lungo termine, talvolta sottolineata da obiettivi di inflazione quantificati, può essere senz'altro vista come un modo per limitare il rischio di ripetere passati errori. In altre parole, una minore discrezionalità per quanto riguarda gli obiettivi finali può compensare, come principio guida della politica monetaria, una maggiore discrezionalità nel modo in cui essi sono perseguiti.

... e maggiore
rilevanza della
stabilità dei prezzi

La salvaguardia della *stabilità finanziaria* si è basata su due strategie complementari: la promozione della solidità delle singole istituzioni attraverso la regolamentazione e vigilanza prudenziale (il livello "microprudenziale") e il rafforzamento delle interconnessioni fra le istituzioni e i mercati (il livello "macroprudenziale"), migliorando soprattutto i sistemi di pagamento e regolamento. In ambedue i casi una nozione particolare ha svolto il ruolo di ancora, rispettivamente l'*adeguatezza patrimoniale* e il *regolamento tempestivo*.

Stabilità finanziaria:

i principi guida
sono ...

La trasformazione del settore finanziario ha reso necessario un cambiamento radicale dell'approccio all'obiettivo di preservare la solidità delle singole istituzioni. Questa non poteva più essere lasciata alla fitta maglia di rigide norme che, indipendentemente dal loro scopo originario, avevano compartimentato il sistema finanziario e fornito alle istituzioni una comoda base di rendite economiche. Occorreva rafforzare il quadro della *regolamentazione e vigilanza prudenziale* per tenere nel dovuto conto le nuove libertà e i rischi insiti in un contesto molto più competitivo. La principale strategia è consistita nel fare affidamento più che in passato sui requisiti patrimoniali minimi. La filosofia sottesa a questo approccio era che la dotazione di capitale delle aziende dovesse essere adeguata ai rischi in cui esse incorrono.

A differenza di quanto accadeva nella sfera monetaria, la necessità di una cooperazione attiva al fine di stabilire precetti globali in un mercato finanziario globale è stato un possente incentivo a intraprendere iniziative ufficiali congiunte, troppo spesso sollecitate da episodi di dissesto finanziario con ramificazioni internazionali. In effetti, i requisiti prudenziali comuni sono stati generalmente dapprima concordati per le banche attive a livello internazionale e quindi estesi alle altre istituzioni nazionali. Il principale veicolo di questa cooperazione è stato il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, istituito nel 1974 (inizialmente con una diversa denominazione) sotto l'egida delle banche centrali dei paesi del G-10 successivamente al fallimento della Bankhaus Herstatt, e formato dai rappresentanti delle banche centrali e di altre autorità di vigilanza bancaria (tabella VIII.1). Le prime iniziative non hanno comportato la definizione di requisiti patrimoniali in senso stretto, ma hanno affrontato l'esigenza di assicurare un'adeguata vigilanza consolidata degli stabilimenti bancari operanti a livello internazionale e una chiara ripartizione delle responsabilità fra l'autorità di vigilanza del paese di origine e quella del paese ospitante (i "Concordati" di Basilea del 1975 e 1983). Una pietra miliare è stata posta nel 1988 con l'Accordo sui coefficienti patrimoniali minimi, i cui obiettivi primari erano il rafforzamento della base di capitale delle banche e la rimozione di disparità regolamentari fra le diverse giurisdizioni.

... l'adeguatezza
patrimoniale a
livello delle singole
istituzioni ...

Il processo di arbitraggio ha posto una sfida a ciascun componente di questa strategia duplice. In primo luogo, il ritmo incalzante con cui si è evoluto il contesto finanziario ha reso necessario un costante affinamento dei requisiti

prudenziali, per evitare che divenissero presto obsoleti. In parte il processo di arbitraggio era mosso da fattori e fini autonomi; ma in parte esso costituiva anche un deliberato tentativo di economizzare capitale regolamentare. I progressi compiuti dall'ingegneria finanziaria hanno fornito alle aziende nuove opportunità per ridurre il patrimonio di vigilanza senza necessariamente diminuire, anzi talora persino aumentando, la loro esposizione al rischio. In secondo luogo, con la crescente invasione reciproca del rispettivo territorio da parte delle varie categorie di istituzioni e la conseguente sovrapposizione delle loro attività, il perseguimento della parità di condizioni non poteva essere confinato alle banche. Pressioni in questo senso provenivano sia dalle autorità di vigilanza, preoccupate della portata dell'arbitraggio regolamentare, sia dalle aziende stesse, preoccupate per una possibile perdita in termini di vantaggio competitivo. Inoltre, la rimozione di altri vincoli alla libertà operativa delle banche evidenziava l'impatto potenziale dei requisiti patrimoniali sulle condizioni concorrenziali.

In risposta a questi sviluppi, la cooperazione si è gradualmente estesa dalle autorità di vigilanza bancaria agli organi di controllo del settore mobiliare e assicurativo, a livello sia nazionale che internazionale (tabella VIII.1). Tuttavia, a causa delle sfide poste dal processo di arbitraggio è divenuto più difficile del previsto conciliare la prevalente filosofia del *laissez-faire* con la salvaguardia della stabilità finanziaria. Alcune delle iniziative più recenti hanno cercato di temperare in modo migliore questa duplice esigenza (si veda più avanti).

La spettacolare crescita e l'internazionalizzazione dei *pagamenti e regolamenti* possono essere considerate una conseguenza inevitabile dell'arbitraggio finanziario. L'effetto è stato quello di modificare la percezione del ruolo svolto dai sistemi di pagamento nella propagazione di turbolenze finanziarie. Tradizionalmente questo ruolo era stato soprattutto associato a una fuga generalizzata da un mezzo di pagamento a un altro, in particolare dai depositi bancari al contante. Durante gli ultimi 25 anni l'attenzione si è chiaramente spostata sui rischi di credito e di liquidità che sorgono nel processo di regolamento delle transazioni. Sebbene di breve durata, le connesse esposizioni assumono talvolta proporzioni ingenti in rapporto alle esposizioni iscritte a bilancio e al patrimonio dell'istituzione. Ciò vale in special modo per i fornitori diretti di servizi di pagamento all'ingrosso. Episodi come la crisi del 1974 innescata dalla Bankhaus Herstatt (una banca di dimensioni relativamente piccole attiva sul mercato dei cambi), il crollo borsistico del 1987 e i fallimenti di Drexel Burnham Lambert nel 1990 e di Barings nel 1995 sono soltanto alcuni degli incidenti che hanno posto in chiara evidenza la capacità dei sistemi di pagamento e regolamento di trasmettere e amplificare difficoltà finanziarie.

In quanto istituzioni generalmente preposte alla sorveglianza sul sistema dei pagamenti, le banche centrali erano nelle condizioni migliori per organizzare una risposta a livello ufficiale. Così come nel caso della vigilanza prudenziale, la cooperazione internazionale fra le banche centrali del G-10 ha avuto un ruolo cruciale nel far progredire una comune consapevolezza di questi problemi, nell'individuare linee d'azione e nel promuovere iniziative (tabella VIII.2). L'ancora è stata in questo caso il "regolamento tempestivo". La logica sottostante

... e il regolamento
tempestivo a
livello di sistema

Iniziative congiunte delle banche centrali a livello macroprudenziale		
Anno	Area	Sintesi
1990	Netting interbancario	<i>Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci (Rapporto Lamfalussy)</i> . Raccomanda una serie di requisiti minimi per il funzionamento degli schemi di compensazione internazionali e multivalutari e stabilisce i principi per la sorveglianza cooperativa da parte delle banche centrali. Sottolinea la necessità di una solida base giuridica e di meccanismi ben congegnati per la gestione dei rischi di credito e di liquidità. Come minimo, tali sistemi dovrebbero assicurare il tempestivo completamento dei regolamenti (giornalieri) nel caso di inadempienza del partecipante con la più elevata posizione debitoria netta. Costituisce il modello di base per tutti i successivi schemi di compensazione multilaterali, compresi quelli esclusivamente interni (si richiama al rapporto del 1989).
1992	Regolamento transazioni in titoli	<i>La consegna contro pagamento nei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (G-10)</i> . Definisce e analizza la tipologia e le fonti di rischio nel processo di regolamento delle transazioni in titoli tra partecipanti a un singolo sistema di regolamento (seguito nel 1995 da un rapporto sui regolamenti internazionali in titoli).
1993	LVTS	<i>Minimum common features for domestic payment systems (UE)</i> . Fissa i requisiti minimi relativi ai sistemi per il trasferimento di fondi di grande ammontare (LVTS) e raccomanda la rapida adozione di un sistema di regolamento lordo in tempo reale (RLTR) in cui immettere il maggior numero possibile di pagamenti di grande ammontare. In linea con questa impostazione, nel 1994 l'IME ha lanciato un progetto (TARGET) per collegare i sistemi RLTR nazionali, seguito da un rapporto dettagliato nel 1995.
1994	Moneta elettronica	<i>Report on prepaid cards (UE)</i> . Analizza questa nuova tecnica di pagamento e raccomanda che solo le istituzioni creditizie (banche) siano autorizzate a emettere carte prepagate multi-uso.
1996	Regolamento operazioni in cambi	<i>Rischio di regolamento nelle operazioni in cambi (G-10)</i> . Contiene una chiara definizione del rischio di regolamento valutario, un corrispondente metodo per la sua misurazione e una strategia per ridurlo. Quest'ultima è articolata in tre linee di azione basate su iniziative delle singole banche, di gruppi del settore e delle banche centrali.
1996	Mercati derivati	<i>Proposal for improving global derivatives market statistics (G-10)</i> . Contiene una proposta dettagliata per la raccolta e pubblicazione sistematica (semestrale) delle statistiche sugli strumenti derivati negoziati fuori borsa (fa seguito a un rapporto del 1995).
1996	Moneta elettronica	<i>Implications for central banks of the development of electronic money (BRI)</i> . Analizza gli aspetti di particolare interesse per le banche centrali tra cui: sorveglianza sui sistemi di pagamento, signoraggio, politica monetaria, regolamentazione e vigilanza bancaria.
1997	Regolamento transazioni in titoli	<i>Disclosure framework for securities settlement systems (G-10 e IOSCO)</i> . Incoraggia la trasparenza nella gestione dei sistemi di regolamento in titoli per consentire ai partecipanti una maggiore conoscenza di diritti, obblighi ed esposizioni al rischio.
1997	LVTS	<i>Real-Time Gross Settlement Systems (G-10)</i> . Tratta i rischi connessi con i sistemi RLTR e la loro progettazione.
1997	Regolamento strumenti derivati	<i>Clearing arrangements for exchange-traded derivatives (G-10)</i> . Descrive la struttura dei sistemi di regolamento esistenti e individua potenziali punti di debolezza, tra cui l'inadeguatezza delle risorse degli organismi di compensazione in caso di inadempienza di un partecipante a seguito di forti movimenti dei prezzi, la mancanza di controlli infragiornalieri sulle posizioni dei partecipanti e l'utilizzo di sistemi di pagamento che non assicurano il tempestivo regolamento infragiornaliero.

Tabella VIII.2

è che l'assicurare il puntuale regolamento definitivo delle transazioni elimina un'importante fonte addizionale di incertezza nel sistema finanziario e può limitare l'eccessiva concentrazione di esposizioni verso i fornitori di servizi di regolamento. In questo modo viene facilitata la distinzione fra temporanei squilibri di liquidità e problemi fondamentali di solvenza, e contenuta la propagazione di tensioni finanziarie.

Ispirandosi al principio del regolamento tempestivo, le autorità hanno prestato particolare attenzione a quattro aree critiche fra loro interconnesse: i sistemi di girofondi interbancari di grande ammontare e il regolamento delle transazioni in titoli, in cambi e in strumenti derivati (si veda la 64^a Relazione annuale). A seconda del ruolo specifico svolto nei vari paesi dalle banche centrali nelle aree predette, la loro azione si è espressa in forme diverse, che vanno dall'incoraggiamento delle iniziative private all'attuazione diretta delle misure necessarie.

La solidità dei sistemi di girofondi interbancari, cardine dei moderni schemi di pagamento, è stata potenziata promuovendo l'introduzione del regolamento lordo in tempo reale (RTGS) e migliorando i sistemi di compensazione multilaterale. In quest'ultimo caso, è stata particolarmente utile l'adozione di meccanismi per la ripartizione delle perdite e l'apprestamento di liquidità, intesi ad assicurare il regolamento da parte del sistema nell'eventualità di incapacienza di singoli partecipanti. I miglioramenti nella sicurezza dei sistemi di regolamento delle operazioni mobiliari si sono basati principalmente su una riduzione dei tempi intercorrenti fra la stipula e il regolamento dei contratti e sull'introduzione del meccanismo DVP (consegna contro pagamento), che elimina gli ingenti rischi di capitale derivanti dalla possibilità che venga eseguita una soltanto delle prestazioni corrispettive previste dal contratto. Per quanto concerne le operazioni in cambi, un primo importante passo è consistito nell'incoraggiare le singole banche a gestire più efficacemente le loro esposizioni di regolamento. Inoltre le banche centrali hanno seguito una strategia duplice: da un lato hanno promosso la compensazione dei contratti e l'istituzione di ben strutturati meccanismi privati di regolamento multivalutario, fondati segnatamente sull'applicazione di varianti delle procedure PVP (pagamento contro pagamento). Dall'altro hanno sorretto tali meccanismi migliorando i sistemi nazionali di girofondi interbancari presso i quali avviene il regolamento finale delle transazioni. Più di recente, le banche centrali hanno richiamato l'attenzione sui potenziali punti di debolezza presenti nella compensazione di strumenti derivati indicando soluzioni per la loro eliminazione, fra cui in particolare l'allestimento di meccanismi atti ad assicurare un tempestivo regolamento infragiornaliero.

Informazione, incentivi e credibilità

La materia prima dei mercati è l'informazione; il motore delle loro azioni è la ricerca del profitto individuale. Data la maggiore portata e intensità delle forze di mercato, nella conduzione delle politiche l'imperio ha progressivamente dovuto far posto all'incentivazione. Non era più possibile dire ai mercati cosa dovevano fare, occorreva fornire loro buoni motivi per farlo. Di qui, il crescente rilievo assunto dalla trasparenza, dagli incentivi e dalla credibilità.

Per la *politica monetaria*, il maggiore potere sanzionatorio dei mercati finanziari ha influito a vari livelli sull'evoluzione verso una migliore trasparenza. Sul piano degli obiettivi, la radicata avversione per l'inflazione da parte dei mercati, e in particolare dei detentori di obbligazioni, ha gradualmente incoraggiato l'adozione di più espliciti impegni antinflazionistici. Sul piano strategico, si è dovuto mostrare che tali impegni erano sorretti da programmi coerenti. Sul piano tattico, per assicurare l'efficacia della politica è diventato ancora più importante

Stabilità monetaria;
il crescente potere
dei mercati sottoli-
nea l'esigenza di:

dare chiari segnali dell'orientamento monetario perseguito. Evidentemente, il significato della trasparenza come mezzo per influenzare i comportamenti va ben al di là del suo impatto sui mercati finanziari. La trasparenza a riguardo degli obiettivi e della strategia può essere di aiuto nel guidare le decisioni di tutti i soggetti economici e nell'assicurare il necessario appoggio alle politiche da parte dell'opinione pubblica in generale. Essa costituisce altresì un presupposto per la responsabilità verso i poteri politici, particolarmente importante nel caso delle banche centrali che dispongono di un grado relativamente elevato di autonomia. Nondimeno, sono i mercati finanziari che, più di ogni altro, hanno bisogno di trasparenza per le loro valutazioni economiche immediate e possono far sentire con maggiore forza il loro influsso, segnatamente attraverso l'impatto esercitato sui tassi d'interesse e sui cambi.

trasparenza;

incentivi di
mercato;

L'evoluzione osservata negli anni novanta verso una migliore trasparenza delle finalità e delle strategie della politica monetaria è stata probabilmente più pronunciata nei paesi che hanno adottato obiettivi espliciti di inflazione (grafico VIII.5). Questa evoluzione si è invariabilmente accompagnata a una maggiore trasparenza sulle informazioni sottese alle scelte delle banche centrali e sulle ipotesi da esse assunte circa la trasmissione degli impulsi monetari. In alcuni paesi, fra cui il Regno Unito e la Nuova Zelanda, ciò ha comportato la pubblicazione persino delle previsioni di inflazione della banca centrale. In termini generali, questo nuovo approccio è stato ancora più diffuso, anche se forse meno evidente, nella conduzione quotidiana della politica. Lo scopo è stato quello di conciliare un più forte orientamento al mercato, come testimoniano il minore ricorso al credito di rifinanziamento e alle riserve obbligatorie, con il mantenimento di uno stretto controllo sui tassi d'interesse a breve fungenti da variabili strumentali. La maggiore trasparenza circa i livelli di tasso d'interesse desiderati dalle autorità ha assunto due forme. La prima è consistita nell'annuncio esplicito di obiettivi per tali variabili, in termini di valori puntuali (in Australia e negli Stati Uniti), di intervalli specifici (in Canada) o di indicazioni di massima dei livelli appropriati (più di recente, in Giappone). La seconda è stata una palese preferenza per le procedure di intervento che esplicitano meglio gli intendimenti della banca centrale a riguardo dei tassi d'interesse, come le aste con tasso predefinito, in contrapposizione a quelle con tasso flessibile. Ciò è quanto avvenuto nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale.

Di per sé la trasparenza non è tuttavia sufficiente a influenzare i comportamenti. La sua efficacia dipende infatti dalla credibilità delle informazioni rese pubbliche. E tale credibilità può essere conquistata soltanto con il tempo, facendo corrispondere alle informazioni i fatti. Un segnale delle intenzioni ufficiali a riguardo dei tassi d'interesse perde ogni valore se non è seguito da un'azione coerente. Il rendere noto il punto di vista delle autorità circa l'andamento dell'economia o la sostenibilità delle politiche, a meno che esso non sia già condiviso dal mercato, può avere soltanto un effetto limitato se non vi sono eventi che lo convalidano. Certo, una dichiarazione di fermo impegno alla stabilità dei prezzi ha maggiori probabilità di essere creduta se l'indirizzo generale della politica monetaria è giudicato coerente. Ma, a lungo andare, indipendentemente dalla sincerità dell'impegno, e persino dalla fiducia in tale sincerità, i suoi effetti benefici sui mercati si concretizzeranno soltanto se le autorità

e credibilità

Il ruolo dell'auto-
nomia delle banche
centrali

dimosteranno ripetutamente la loro capacità di rispettarlo. La stretta correlazione osservabile a un raffronto internazionale fra il livello dei tassi a lungo termine e i trascorsi storici in termini di inflazione è una chiara riprova di questo nesso (grafico VIII.6).

La stretta connessione fra risultati coerenti e credibilità ha accresciuto l'importanza dei meccanismi finalizzati a limitare il rischio e i costi di un mancato conseguimento dell'obiettivo da parte delle autorità monetarie. In definitiva è questo il senso delle recenti misure che conferiscono alle banche centrali maggiore autonomia o "indipendenza", unitamente a mandati politici più chiaramente incentrati sulla stabilità dei prezzi (tabella VIII.3). Scopo delle misure è rendere le banche centrali meno esposte a eventuali pressioni per mettere alla prova i limiti della politica monetaria nella ricerca di temporanei guadagni in termini di occupazione o di prodotto. Tali pressioni sono più che naturali, se si considera che questi guadagni si materializzano generalmente con rapidità, che le durevoli conseguenze inflazionistiche appaiono solo dopo un certo tempo e che l'inevitabile incertezza creata dal rapido evolversi della struttura economica fornisce motivi plausibili per non tenere conto dell'esperienza passata. In un mondo in cui la discrezionalità di giudizio è così importante per il successo della politica monetaria, un chiaro mandato, autonomia d'azione e procedure che rendano la banca centrale responsabile del conseguimento dell'obiettivo rappresentano un sistema di meccanismi più idoneo ad assicurare risultati coerenti di quanto non lo siano regole relativamente rigide. E in un contesto in cui l'adozione della moneta fiduciaria ha eliminato una significativa linea di difesa contro il perseguimento di politiche inflazionistiche – i vincoli della convertibilità – il fatto di rafforzare l'indipendenza della banca centrale mediante restrizioni alla sua capacità di erogare credito al governo costituisce un'importante salvaguardia aggiuntiva. Sono considerazioni di questo genere, sorrette dall'esperienza storica, che hanno foggato la costituzione della futura Banca centrale europea.

Stabilità finanziaria:

evoluzione analoga
nella vigilanza
prudenziale ...

Nell'area della *regolamentazione e vigilanza prudenziale* l'orientamento verso una maggiore trasparenza è stato semmai ancor più pronunciato. Qui l'obiettivo è consistito nel potenziare la capacità del mercato di esercitare la sua disciplina sulle singole istituzioni e di discriminare fra di esse sulla base del merito di credito. Questi sforzi sono particolarmente meritevoli in quanto la crescente complessità dell'attività finanziaria ha reso sempre più difficile la valutazione del rischio assunto dalle aziende. Il principale strumento impiegato a tal fine è stata la promozione di una migliore informativa di bilancio sui rischi di credito e di mercato, specie su quelli connessi con il crescente ricorso ai prodotti derivati (tabella VIII.1). Inoltre, a causa della rapidità con cui possono oggi modificarsi i profili di rischio è essenziale che le informazioni rese disponibili al pubblico siano quanto più possibile tempestive. Pertanto, si è sempre più concordi nel ritenere che esse non debbano limitarsi a fornire un'immagine statica dei risultati economici dell'istituzione, della qualità dei suoi impieghi e dei principali rischi da essa assunti, ma piuttosto consentire ai mercati di formarsi un'opinione circa l'adeguatezza dei sistemi di gestione del rischio, in particolare attraverso il raffronto fra previsioni ed esiti effettivi. Analogamente, le autorità di vigilanza si sono adoperate per ovviare alla maggiore opacità delle strutture organizzative che

deriva dalla diffusione di complessi conglomerati la cui attività travalica le frontiere geografiche, funzionali e regolamentari (tabella VIII.1).

Le autorità hanno altresì cominciato a prestare maggiore attenzione al miglioramento di quei meccanismi che incentivano gli operatori di mercato ad adottare un comportamento prudente. I requisiti patrimoniali rientrano anch'essi in questa tipologia di strumenti. Il capitale non costituisce infatti soltanto una copertura contro eventuali perdite; rappresenta anche un parametro concreto dell'impegno dei proprietari alla continuità dell'azienda. Nella misura in cui rendono gli azionisti più sensibili al profilo di rischio dell'istituzione, i coefficienti patrimoniali minimi possono trasferire parte della funzione disciplinatrice dagli organi di vigilanza ai mercati stessi. Le recenti iniziative hanno inoltre cercato di temperare le valutazioni delle autorità e quelle del management circa il livello congruo di copertura patrimoniale, riducendo in tal modo anche l'incentivo a perseguire strategie di arbitraggio prudenziale. L'esempio più rilevante è il ruolo che è stato di recente riconosciuto ai modelli interni di misurazione del rischio di mercato nel definire i requisiti patrimoniali (tabella VIII.1).

A livello macroprudenziale, specie nel settore dei *sistemi di pagamento e regolamento*, molte delle misure già esaminate possono in parte essere viste come tentativi di accrescere la trasparenza dei rischi insiti in questi meccanismi e di limitare il pericolo che i partecipanti agiscano individualmente in modi di per sé giustificati, ma non compatibili con la stabilità sistemica. I sistemi RTGS, riducendo la concatenazione di esposizioni risultante da contratti non regolati, possono rendere queste più trasparenti e controllabili. In periodi di tensione, i meccanismi DVP limitano la tendenza istintiva a ritirarsi dalle contrattazioni per timore di una possibile inadempienza della controparte, attenuando così il pericolo di un blocco del mercato o del sistema. Gli schemi per la messa in comune di liquidità e la ripartizione di eventuali perdite, in quanto consentono al regolamento di avere luogo malgrado incapacienze individuali, possono parimenti contribuire a ridurre il rischio sistemico. Nel contempo, la

... e nella sorveglianza sui sistemi di pagamento e regolamento



Sviluppi in materia di autonomia delle banche centrali*		
Paesi	Anno	Sintesi
Belgio	1993	La nuova legge stabilisce che il governo non può opporsi a decisioni prese dalla banca centrale nell'ambito delle sue competenze, compresa la politica monetaria. Vietata l'erogazione di credito al governo.
Francia	1993	Nuova legislazione che assegna alla banca centrale la responsabilità della formulazione, e non solo dell'attuazione, della politica e che riconosce la stabilità dei prezzi come suo obiettivo. Il governo non può dare istruzioni alla banca centrale né ottenere crediti da questa.
Germania	1994	Abolite le anticipazioni di cassa al governo.
Giappone	1997	Nuovo statuto proposto da un progetto di legge: stabilità dei prezzi riconosciuta come obiettivo esplicito; abolizione del potere del Ministero delle Finanze di dare istruzioni alla banca centrale nell'ambito di attività di quest'ultima, di procedere a ispezioni, di rimuovere i suoi dirigenti e di disporre di un seggio permanente nel Consiglio. Accresciuta legittimazione democratica attraverso regolari audizioni parlamentari, pubblicazione dei verbali e approvazione delle tre più alte cariche da parte del Parlamento.
Italia	1981	Abolito l'obbligo di sottoscrivere emissioni di buoni del Tesoro.
	1992	Autonomia della banca centrale nella fissazione del saggio ufficiale di sconto.
	1993	Divieto di finanziamento al governo (precedentemente automatico fino a un dato limite); diritto esclusivo di fissare la riserva obbligatoria.
Paesi Bassi	1993	Abolito l'obbligo di anticipazioni in conto corrente al governo.
Regno Unito	1992–1994	Richiesta dal Cancelliere alla banca centrale un'autonoma valutazione dei progressi nel conseguimento dell'obiettivo di inflazione (1992). Facoltà accordata alla banca centrale di decidere i tempi delle modifiche dei tassi ufficiali (se attuati prima della successiva riunione mensile con il Cancelliere) (1993). Pubblicazione dei verbali delle riunioni mensili in cui la banca centrale offre la sua autonoma consulenza al Cancelliere (1994).
	1997	Autonomia della banca centrale nel fissare i tassi d'interesse a breve; il governo non può impartire istruzioni (tranne in casi speciali); le decisioni di politica monetaria sono affidate a un nuovo comitato.
Spagna	1994	La nuova legge riconosce l'autonomia della banca centrale nella formulazione e attuazione della politica e la stabilità dei prezzi come suo obiettivo primario. Prolungamento dei mandati di Governatore e Vice Governatore. Vietati i finanziamenti al governo.
Stati Uniti	1978	La legge su pieno impiego e crescita equilibrata richiede alla banca centrale di perseguire vari obiettivi tra cui: pieno impiego di risorse e capacità produttiva, crescita equilibrata e ragionevole stabilità dei prezzi. Rendiconto semestrale richiesto alla banca centrale sui progressi compiuti nel conseguimento degli obiettivi finali, nonché su proiezioni e risultati effettivi in materia di crescita degli aggregati monetari e creditizi (rapporto trimestrale dal 1975 sulla base della House Concurrent Resolution 133).
Svezia	1989	Il nuovo statuto sancisce e rafforza l'autonomia della banca centrale: responsabilità giuridica nei confronti del Parlamento e non del governo; autonomia nelle decisioni di politica monetaria; prolungamento del mandato del Governatore e riduzione dell'influenza politica sulla sua nomina.
*Sviluppi analoghi si sono avuti in diversi altri paesi, comprese le economie di mercato emergenti.		Tabella VIII.3

conseguente maggiore prevedibilità e trasparenza delle procedure attivate per far fronte a incipienti tensioni può contribuire a contenerne la propagazione. In questo stesso processo generale si iscrivono le recenti iniziative volte a migliorare i sistemi di regolamento delle operazioni mobiliari e le statistiche sui mercati derivati (tabella VIII.2).

Infine, sul piano sia micro che macroprudenziale sono stati compiuti passi importanti per attenuare le conseguenze delle forme di intervento ufficiale che forniscono protezione agli operatori in caso di situazioni critiche. È vero che tali meccanismi possono impedire che limitati problemi di liquidità si trasformino in situazioni di più diffusa insolvenza. Nondimeno, proprio perché pongono gli operatori al riparo da esiti sfavorevoli, essi possono anche indebolire l'incentivo a perseguire un comportamento prudente (accrescendo così il "moral hazard"). Di conseguenza, in difetto di adeguate salvaguardie, è possibile che addirittura aumentino la probabilità di inadempienze. Le iniziative in questo ambito assumono una rilevanza del tutto particolare, data l'assai maggiore libertà e sfera di influenza delle forze di mercato nel nuovo contesto finanziario.

Una strategia comune è stata quella di cercare di ridurre la portata delle garanzie, spesso implicite, di cui godono le passività delle banche, sia adottando schemi assicurativi con espresse clausole limitative in favore dei piccoli depositanti, sia rendendo più restrittivi gli schemi esistenti. Negli Stati Uniti sono riconducibili a considerazioni analoghe l'introduzione di premi di assicurazione dei depositi correlati al rischio, un riesame critico della dottrina "too big to fail" e l'applicazione di massimali e commissioni sul credito infragiornaliero della banca centrale. Un approccio complementare è consistito nel ridurre non le garanzie in sé, bensì la probabilità che determinati atteggiamenti delle autorità, indotti da incentivi distorti, diano luogo alla loro attivazione. In particolare, alcuni paesi hanno adottato regole volte ad assicurare un intervento graduato ma tempestivo delle autorità di vigilanza, che contempli anche la pronta chiusura di istituzioni precarie, così da limitare il rischio di comportamenti attendisti.

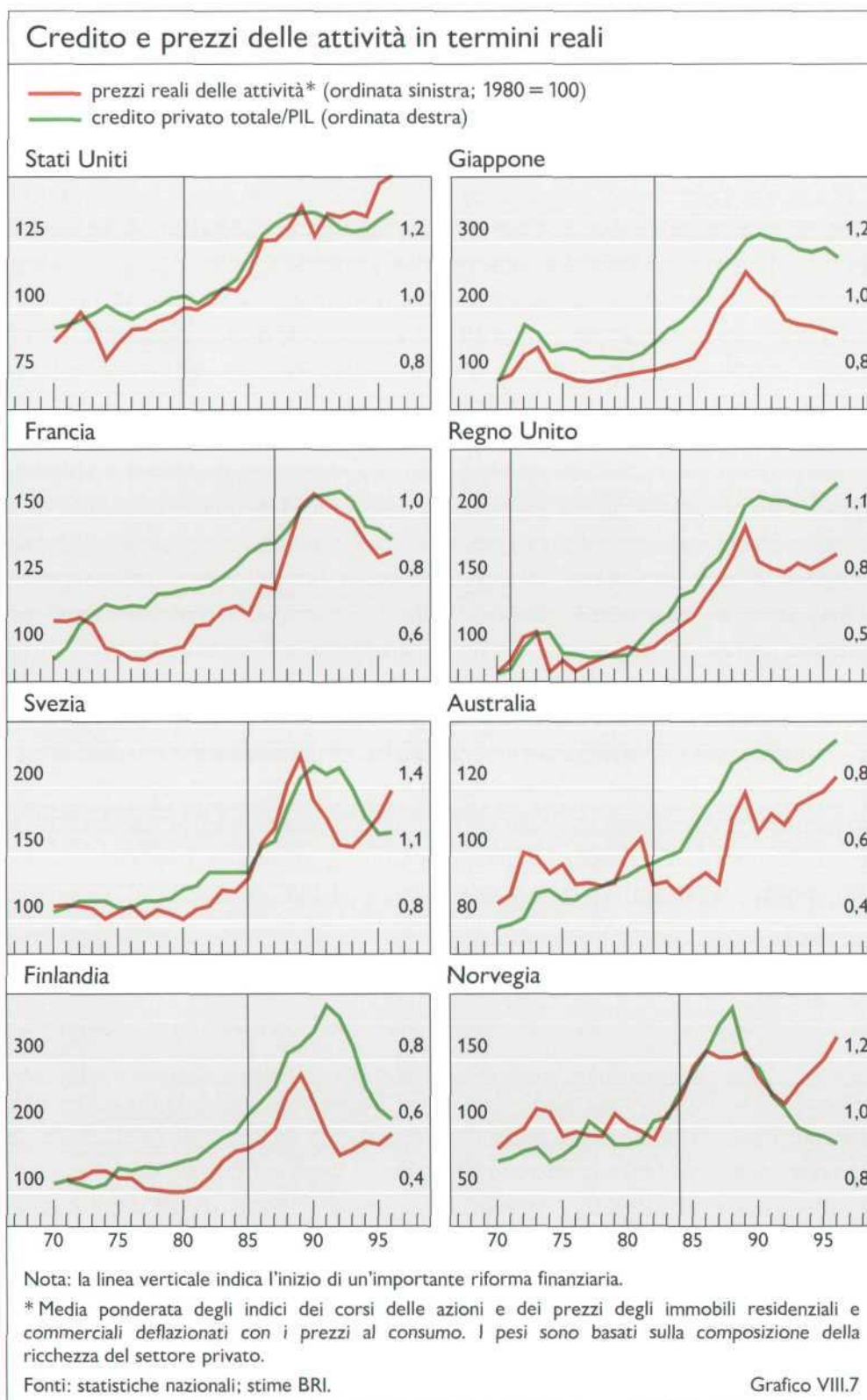
Al tempo stesso, come nel caso della politica monetaria, il concreto realizzarsi dei benefici promessi dalle suddette iniziative per limitare il "moral hazard" presuppone che queste siano credibili. E tale credibilità dipende soltanto in parte da specifiche norme e regolamenti. In ultima analisi essa riposa sul comportamento effettivo delle autorità in caso di crisi. Come minimo, ciò richiede un uso giudizioso e selettivo del controllo sulla liquidità da parte della banca centrale, uso che può unicamente essere basato su un'intima conoscenza dei meccanismi e degli operatori del mercato. Più in generale, richiede un'azione coerente da parte di tutte le autorità cui compete di intervenire nelle situazioni di dissesto finanziario (si veda la 63^a Relazione annuale).

I rapporti di interdipendenza fra le funzioni

Gli ultimi 25 anni non hanno soltanto mostrato un'evoluzione parallela nell'esercizio delle diverse funzioni della banca centrale; essi hanno anche posto in chiaro risalto la loro interconnessione. Sempre più, nel perseguimento della stabilità monetaria si sono dovute considerare le possibili implicazioni dell'instabilità finanziaria. Analogamente, si è fatto più stretto il nesso fra gli aspetti micro e macroprudenziali della salvaguardia della stabilità finanziaria. Verosimilmente tali sviluppi traggono origine dalla combinazione di un regime di moneta fiduciaria con l'indebolirsi dei vincoli nel contesto finanziario.

Storicamente, è sempre esistita una stretta connessione fra le funzioni di assicurare la stabilità monetaria e finanziaria. L'intensità e il modo di manifestarsi

Lo stretto nesso
fra stabilità mone-
taria e finanziaria...



di questo nesso si sono tuttavia evoluti con l'adozione di sistemi istituzionali che offrono meccanismi di "ancoraggio" nelle sfere monetaria e finanziaria.

Il collegamento fra le due funzioni era particolarmente evidente nel sistema del "gold standard". La convertibilità in oro agiva da ancora sia nominale che finanziaria. Tale impegno definiva di fatto la stabilità monetaria e rappresentava il vincolo primario all'espansione finanziaria, in particolare del credito, un vincolo

che sarebbe venuto meno in periodi di tensione finanziaria generalizzata. Con il graduale affermarsi di regimi di moneta fiduciaria nel periodo fra le due guerre, il nesso si fece meno stringente, giacché la stabilità monetaria venne progressivamente a identificarsi con la stabilità dei prezzi. La solvibilità dello Stato, sorretta dal potere impositivo, diventò l'unico fondamento dell'accettabilità della moneta. Ciò nonostante, il collegamento fra le due funzioni persisteva, in quanto l'instabilità finanziaria continuava a essere fondamentalmente correlata a un'eccessiva crescita del credito, che in definitiva poteva essere frenata mediante la regolazione della base monetaria, sia in condizioni normali sia in caso di tensioni. Inoltre, il nuovo regime istituzionale indebolì i vincoli posti all'espansione finanziaria, contribuendo in tal modo alla diffusa instabilità di quegli anni. In effetti, questo fenomeno fu in genere il motivo alla base della severa regolamentazione dell'attività bancaria commerciale, come l'introduzione di vari requisiti di solvibilità e liquidità e le limitazioni alla sfera operativa. Nel sistema di Bretton Woods l'assetto monetario era un po' ambiguo: la convertibilità de iure per le transazioni ufficiali fungeva da vago criterio guida per quello che, de facto, sarebbe presto diventato il "dollar standard". Al tempo stesso, la fitta maglia di regole imposte al mercato e all'intermediazione agiva da vincolo all'espansione finanziaria, ma con un costo sempre meno accettabile in termini di efficienza economica.

La situazione venutasi a creare agli inizi degli anni settanta comportò un ulteriore allentamento dei vincoli nella sfera sia monetaria che finanziaria. Il regime di moneta fiduciaria, nonché la volontà di usare quest'ultima per finanziare crescenti disavanzi di bilancio e il perseguimento di obiettivi macroeconomici troppo ambiziosi diedero il via a un processo sempre più rapido di deregolamentazione e innovazione finanziaria. Ciò pose le premesse per la diffusa instabilità finanziaria osservata durante il periodo (si veda la 62^a Relazione annuale).

Sebbene di per sé l'inflazione non sia affatto una condizione necessaria dell'instabilità finanziaria, i prezzi crescenti vi contribuirono in vari modi, riecheggiando per certi versi l'esperienza vissuta nei primi anni venti. Infatti, essi prepararono il terreno al forte aumento del livello e della volatilità dei tassi d'interesse nonché alle ampie fluttuazioni dei cambi, dissimularono le debolezze che andavano accumulandosi nei bilanci bancari e, più in generale, distorsero le decisioni economiche reali e finanziarie. Alcuni degli episodi di instabilità negli anni settanta e nei primi anni ottanta, segnatamente il dissesto del settore delle casse di risparmio USA e la crisi debitoria internazionale, possono in parte essere visti in questa luce. Il ritmo incalzante della deregolamentazione negli anni ottanta facilitò il determinarsi di spirali credito/prezzi delle attività, che a loro volta sfociarono nelle gravi difficoltà finanziarie dell'ultima parte del decennio, allorché i prezzi delle attività subirono una brusca inversione di tendenza (grafico VIII.7; si veda anche la 63^a Relazione annuale). Tali difficoltà furono acuite dal tardivo o insufficiente inasprimento della vigilanza prudenziale e dalla mancata rimozione degli ostacoli che si frapponavano al dispiegarsi della disciplina delle forze di mercato. A causa di questi sviluppi, i costi della liberalizzazione si rivelarono assai più alti del previsto. Inoltre, in alcuni paesi la necessità di gestire le crisi rischiava di condurre a un maggiore, anziché minore, coinvolgimento durevole dei poteri pubblici nel settore finanziario.

... si evolve storicamente in parallelo con i meccanismi di ancoraggio

L'instabilità finanziaria a partire dagli anni settanta: cause...

... e implicazioni
per la politica
monetaria

Questo insieme di circostanze ha complicato considerevolmente il compito delle autorità monetarie. In primo luogo, esso è stato uno dei fattori che hanno intaccato il ruolo degli aggregati quantitativi come ancora nominali. Con la rapida espansione degli aggregati creditizi e monetari nella fase di ascesa dei prezzi delle attività, spesso in un contesto di inflazione calante, di crescita economica costante e di tassi d'interesse reali in aumento, era diventato più difficile interpretare l'orientamento della politica monetaria. Inoltre, il potenziale effetto destabilizzante di tale espansione è stato di solito sottovalutato, poiché il fenomeno veniva generalmente visto come un riflesso innocuo della naturale "reintermediazione" del sistema dopo il periodo di costrizione. In secondo luogo, allorché sono emerse le tensioni finanziarie, la politica monetaria ha dovuto tenere conto della debolezza generalizzata dei bilanci bancari. La precaria solvibilità delle istituzioni è diventata un vincolo significativo all'attività economica. L'effetto prodotto sulla domanda aggregata da riduzioni dei tassi d'interesse era necessariamente più debole e imprevedibile, in quanto agiva più indirettamente, in parte attraverso l'aumento indotto della ricchezza finanziaria. Infine, le autorità monetarie si sono talvolta trovate di fronte a un dilemma, date le necessità confliggenti dell'economia reale e del controllo dell'inflazione, da un lato, e della stabilità finanziaria, dall'altro. In alcuni dei paesi con i più forti aumenti dei prezzi delle attività un inasprimento monetario coerente con la stabilità dei mercati delle attività comportava il pericolo di un'eccessiva contrazione dei mercati dei beni. Un possibile esempio è il caso del Giappone, dove evidenti segni di eccessi speculativi negli ultimi anni ottanta coesistevano con una bassa inflazione.

Crescenti connes-
sioni fra i compiti
micro e macro-
prudenziali

La trasformazione del contesto finanziario ha parimenti iniziato ad attenuare alcune delle distinzioni specifiche fra la vigilanza prudenziale e la sorveglianza sui sistemi di pagamento e regolamento. Tradizionalmente, pur con diversità collegate all'attività svolta nelle varie istituzioni, la vigilanza e regolamentazione prudenziale avevano prestato relativamente poca attenzione ai rischi che possono sorgere nel facilitare e gestire la negoziazione e il regolamento di transazioni. Ciò valeva in particolare per le banche, che rispetto agli intermediari mobiliari erano state meno coinvolte nell'attività di negoziazione. L'intensificarsi della presenza delle banche in questo ambito e la conseguente maggiore consapevolezza dei rischi insiti nel processo di regolamento hanno indotto la vigilanza prudenziale ad attribuire più importanza a queste fonti potenziali di insolvenza. Un trattamento più rigoroso del rischio di credito connesso alle transazioni non regolate e la definizione di criteri per il riconoscimento della compensazione di contratti ai fini dell'adeguatezza patrimoniale sono solo due esempi di un processo destinato a continuare (tabella VIII.1).

Le sfide future

Politiche coerenti
nelle sfere mone-
taria e finanziaria

La sfida principale che si porrà alle autorità negli anni a venire sarà quella di continuare ad adattare la loro azione a un contesto in rapida evoluzione al fine di preservare la stabilità monetaria e finanziaria. Data la stretta connessione esistente fra le due funzioni, saranno necessarie politiche che si integrino e rafforzino vicendevolmente. La portata della trasformazione in atto farà sì che

gli sviluppi nel sistema finanziario svolgano un ruolo primario nella definizione delle politiche. Dalla precedente analisi appare che sono stati correttamente individuati i principi cui dovrebbero conformarsi gli aggiustamenti del quadro operativo. Nondimeno, molto resta ancora da fare per consolidare i progressi compiuti e prevenire futuri problemi.

Stabilità monetaria

Nella sfera monetaria è assai improbabile che in un prevedibile futuro emerga un'ancora singola a livello mondiale. Date le prospettive economiche e politiche, appare inverosimile che vi sia un successore del sistema di Bretton Woods. Inoltre, la tendenza alla piena convertibilità esterna e l'espansione dei mercati finanziari renderanno ancora più stringenti i vincoli posti alle politiche monetarie nazionali, quale che sia la scelta di un meccanismo di ancoraggio. Alla luce di tutto ciò acquista particolare importanza l'adozione di salvaguardie istituzionali volte a sostenere il perseguimento della stabilità globale dei prezzi e a minimizzare nel contempo il rischio di variazioni dirompenti dei tassi di cambio.

Come confermano le recenti iniziative, verosimilmente la salvaguardia migliore è un mandato politico a perseguire la stabilità dei prezzi, congiunto con l'autonomia nell'espletamento di tale mandato e la responsabilità per la realizzazione dell'obiettivo. Tuttavia, queste misure non sono certo sufficienti. La stabilità del valore interno e internazionale delle monete nazionali richiede il sostegno di politiche coerenti in altri ambiti, in particolare una situazione delle finanze pubbliche sostenibile e maggiore flessibilità nei mercati del lavoro. La storia insegna che per mantenere durevolmente sotto controllo l'inflazione, nonché preservare l'autonomia della banca centrale, occorre un vasto consenso a livello di opinione pubblica. Il mantenimento di tale consenso è senz'altro favorito da una valutazione realistica delle capacità e dei limiti della politica monetaria, ma esso si fonda in definitiva sui risultati effettivamente conseguiti in termini di inflazione, crescita e occupazione.

Sul piano strategico la costante evoluzione del contesto finanziario e dell'economia reale continuerà presumibilmente a richiedere grande capacità di discernimento nel perseguire l'obiettivo finale. Le banche centrali dovranno costantemente riconsiderare le conseguenze di tale evoluzione sull'approccio concettuale e operativo delle politiche. Ne sono un esempio i recenti studi condotti dalle banche centrali del G-10 sulle implicazioni per la politica monetaria dell'espansione dei mercati derivati e della comparsa della moneta elettronica (tabella VIII.2). In prospettiva, e presumendo un opportuno adeguamento della tecnologia contabile, uno sviluppo che potrebbe avere effetti di vasta portata sulla conduzione della politica monetaria è la tendenza verso intervalli sempre più brevi di regolamento, favorita dalla diffusa introduzione dei sistemi RTGS. È possibile immaginare uno scenario futuristico in cui la contrattazione continua durante 24 ore e il regolamento in tempo reale nelle diverse valute potrebbero attenuare la distinzione, oggi ben netta, fra credito della banca centrale "infragiornaliero" e "overnight". Ciò potrebbe rendere necessaria una ridefinizione dei principali segmenti di scadenza e delle strategie operative con l'emergere di una curva dei rendimenti continua che si estende dall' "infragiornaliero" al più lungo termine.

Stabilità dei prezzi
e autonomia della
banca centrale

L'esigenza di
discrezionalità
nella valutazione...

... di flessibilità
operativa ...

... e di un approccio
orientato al futuro

La rapida espansione dei mercati è probabilmente destinata ad accrescere ancor più il ruolo della trasparenza nella conduzione delle politiche come mezzo per guidare le aspettative del mercato. In questo caso la sfida consiste nel fare in modo che la trasparenza non sia spinta a un punto tale da impedire di fatto la flessibilità occorrente per reagire a sviluppi imprevisi. Un possibile pericolo è che una correzione drastica ma desiderabile dei tassi ufficiali venga differita o mantenuta entro limiti più ristretti per timore di confondere i mercati, di generare volatilità o di perdere credibilità. Per limitare questo pericolo è necessario un approccio strategico sufficientemente orientato al futuro. La maggiore propensione mostrata di recente da talune banche centrali a innalzare i tassi d'interesse prima che si manifestasse un aumento dell'inflazione *rilevata* è sintomatica di una siffatta strategia preventiva. Questa strategia potrebbe essere opportunamente integrata da iniziative volte a preparare i mercati finanziari a una manovra più flessibile dei tassi d'interesse, neutralizzando così i suoi potenziali inconvenienti.

Stabilità finanziaria

Il compito primario cui sono chiamate le banche centrali nel perseguimento della stabilità finanziaria consiste nel completare il processo di adeguamento del quadro regolamentare e operativo alla nuova realtà dei mercati. L'urgenza del compito è sottolineata dal fatto che, se si guarda al futuro, non si può escludere la comparsa di ulteriori tensioni. Infatti, vi sono ancora vasti settori del sistema finanziario che necessitano di ristrutturazione, l'esigenza di un continuo adattamento al contesto in evoluzione è impresa quanto mai impegnativa e gli ostacoli che si frappongono a un'efficace e ordinata disciplina di mercato sono tuttora forti e numerosi.

L'assolvimento di questo compito richiede che siano intensificati gli sforzi in ambedue le direzioni individuate negli ultimi anni. La prima, che concerne i mezzi, va nel senso di rafforzare l'orientamento di mercato del quadro regolamentare e operativo; la seconda, che concerne i fini, va nel senso di accentuare il suo orientamento sistemico.

Il bisogno di
rafforzare l'orien-
tamento di
mercato ...

Rafforzare l'*orientamento di mercato* significa utilizzare e potenziare i meccanismi disciplinari del mercato stesso. Tre aree paiono offrire un margine d'azione considerevole: quella di un miglioramento quantitativo e qualitativo della pubblicità delle informazioni; quella della definizione di vincoli prudenziali, come i requisiti patrimoniali, che si prestino meno a pratiche di arbitraggio finanziario; e quella della limitazione dell'impatto delle forme di intervento che forniscono protezione senza che vi sia una correlativa sorveglianza, riducendo così l'incentivo a un comportamento prudente. Sono inoltre necessarie iniziative ufficiali di portata molto più ampia, in difetto delle quali le forze di mercato rischiano di essere scarsamente efficaci. Si tratta di promuovere strutture proprietarie più reattive agli impulsi del mercato (soprattutto attraverso privatizzazioni) e di rimuovere gli ostacoli all'aggiustamento del capitale e del lavoro, allentando le restrizioni poste alle fusioni societarie e migliorando l'efficacia delle medesime, nonché riducendo le rigidità presenti sui mercati del lavoro. Tutte queste misure possono mitigare i problemi di ristrutturazione e facilitare l'uscita ordinata dal mercato (si veda la 66^a Relazione annuale).

Accentuare l'*orientamento sistemico* significa compiere ulteriori progressi nel contenere gli effetti di contagio del fallimento di singole istituzioni. In tale contesto continuerà ad avere priorità negli anni a venire il miglioramento dei sistemi di pagamento e regolamento. Molto resta ancora da fare, specie nell'area delle transazioni internazionali. Analogamente, dovrà essere prestata ulteriore attenzione all'interagire delle differenti modalità di contrattazione e di regolamento in situazioni di tensione. Inoltre, un approccio più mirato alla stabilità sistemica implica che venga innalzata, rispetto al livello generalmente osservato in passato, la soglia di tolleranza al fallimento di singoli operatori. A questo fine è di vitale importanza che sia ridotta la vulnerabilità del sistema a tali fallimenti.

... e sistemico della politica monetaria

La difficoltà dei compiti sopra menzionati non va sottovalutata. L'adattamento di un quadro prudenziale e regolamentare ancora ampiamente basato su divisioni istituzionali risalenti all'anteguerra (settore bancario, mobiliare e assicurativo), nonché su giurisdizioni nazionali, a un mondo caratterizzato da distinzioni sempre meno nette fra i vari tipi di intermediari e da mercati finanziari globali, è processo ben lungi dall'essere compiuto. La sempre maggiore eterogeneità degli operatori, l'ulteriore espansione e la crescente complessità dei mercati, nonché il ritmo assai più rapido con cui possono propagarsi le turbative, sono tutti fattori destinati a rendere più difficile il compito delle banche centrali nella gestione delle crisi. Indipendentemente dal ruolo specifico da esse svolto nella vigilanza prudenziale, è quindi essenziale che le banche centrali dispongano di adeguate informazioni per potere intervenire efficacemente in caso di turbolenze. A un livello più fondamentale, il conseguimento di un giusto equilibrio fra la disciplina esercitata dal mercato e quella imposta dalle autorità rappresenta un arduo compito. Non soltanto permangono interrogativi senza risposta quanto alla loro efficacia relativa; un serio ostacolo proviene anche dalla lunga tradizione di generosa tutela ufficiale. Per realizzare un migliore equilibrio è necessario un cambiamento di prospettiva da parte delle autorità, degli operatori di mercato e del pubblico in generale. Senza un tale cambiamento, l'obiettivo di assicurare la stabilità finanziaria in un mondo in cui le forze di mercato hanno pieno dominio potrebbe rimanere di assai difficile attuazione.

Necessità di un cambiamento fondamentale di prospettiva

IX. Conclusioni: prezzi stabili ma strutture finanziarie in mutamento

Vi sono segni che il mondo è divenuto meno inflazionistico. Nella maggior parte dei paesi europei e in Giappone, lo scorso anno l'inflazione è scesa, o si è mantenuta, a livelli assai bassi. Negli Stati Uniti, l'ulteriore forte crescita, nel sesto anno di espansione economica, è stata possibile proprio perché non sono riemerse pressioni inflazionistiche. Anche al di fuori del mondo industrializzato, molti paesi hanno compiuto progressi straordinari nel rallentare ulteriormente la dinamica dei prezzi. Vari fattori possono essere indicati a spiegazione di questo fenomeno: il progresso tecnologico assieme al forte calo del prezzo delle apparecchiature informatiche e di telecomunicazione, la globalizzazione dovuta sia agli scambi commerciali sia agli investimenti diretti esteri, e un ridimensionamento della spesa dopo gli eccessi del passato. Nessuna di queste forze sembra destinata a esaurirsi in tempi brevi. Inoltre, la disoccupazione, sia palese che nascosta, permane molto alta nella maggioranza dei paesi, e le necessarie riforme strutturali e normative potrebbero farla salire ancor più nel breve periodo. Infine, in molte economie industriali anche la spesa pubblica deve rimanere contenuta, non soltanto per far fronte agli eccessivi livelli di indebitamento, ma altresì per assicurare i mezzi necessari alle future prestazioni previdenziali e sanitarie per una popolazione in invecchiamento.

Queste forze di vasta portata, agenti sia sull'offerta sia sulla domanda, implicano che nei prossimi anni l'inflazione dovrebbe generalmente costituire un problema minore rispetto ai decenni precedenti. Purtroppo, sarebbe assai imprudente presumere che le leggi dell'economia abbiano subito un qualche cambiamento fondamentale. Nel più lungo periodo, nonostante il ruolo di sostegno o di ostacolo che può svolgere la politica fiscale, il livello generale dei prezzi continua a essere determinato dalla politica monetaria, la quale ha il potere di contrastare un eccesso oppure una carenza di domanda. Negli Stati Uniti il recente inasprimento monetario è indicativo del desiderio di fronteggiare una situazione del primo tipo, mentre nell'Europa continentale e in Giappone la disponibilità ad accettare un ulteriore allentamento delle condizioni monetarie nel 1996 pare riflettere la convinzione che le forze disinflazionistiche sono ancora predominanti. In molte economie emergenti è altresì chiaro che la causa principale del forte calo dell'inflazione è stata una politica monetaria disciplinata, spesso sorretta da politiche fiscali e di cambio coerenti.

In un contesto caratterizzato da inflazione bassa o calante, da politiche fiscali più caute e dal crescente impegno mostrato pressoché ovunque alla liberalizzazione del mercato e alla ristrutturazione, vi sono buone ragioni per attendersi nei prossimi anni una crescita solida e duratura dell'economia mondiale. Questa è attualmente l'opinione concorde degli osservatori sia pubblici che privati. Anche i mercati finanziari sembrano prevedere un'evoluzione favorevole.

I corsi azionari, nonostante la flessione subita nella primavera di quest'anno, paiono tuttora scontare in molti mercati ulteriori aumenti degli utili societari. Il volume eccezionale di capitali affluiti ai paesi emergenti nel 1996, in proporzione crescente sotto forma di emissioni obbligazionarie e azionarie, oltretutto di investimenti diretti, pare indicare attese di remunerazioni più elevate o di rischi più bassi che in passato. Inoltre, la convergenza dei rendimenti obbligazionari in Europa è in sintonia con un'analoga convergenza delle prospettive a riguardo dell'inflazione e delle finanze pubbliche, accompagnata dalla crescente fiducia che l'euro verrà introdotto sostanzialmente come nei programmi.

Ma, così come sarebbe prematuro dichiarare sconfitta l'inflazione, sarebbe poco saggio presumere che la presenza di grandezze fondamentali sane garantisca un buon andamento nel breve periodo. Di fatto, è possibile discernere potenziali fattori di rischio in ognuna delle principali aree geografiche. La preoccupazione forse più impellente è che negli Stati Uniti le pressioni inflazionistiche si rivelino più difficili da imbrigliare di quanto si preveda al momento attuale, e che l'espansione economica finisca per arrestarsi in modo brusco. Persino un "atterraggio morbido" che renda necessaria una serie di misure restrittive potrebbe avere ripercussioni significative sui corsi azionari e su altri investimenti più rischiosi. Nell'Europa continentale i pericoli maggiori sono collegati all'esigenza di operare riforme strutturali, specie nei mercati del lavoro, e alla possibilità di turbolenze finanziarie nell'imminenza dell'Unione economica e monetaria. Dati questi pericoli, è ancor più importante che i paesi europei aspiranti a far parte dell'unione monetaria perseguano ferme politiche macroeconomiche e strutturali, così da evitare dubbi circa la loro partecipazione effettiva che potrebbero causare un aumento dei tassi d'interesse interni e deteriorare la situazione di bilancio.

In Giappone sono evidentemente motivo di preoccupazione gli effetti frenanti prodotti dalla perdurante debolezza del settore finanziario, nonché il bisogno di attuare riforme strutturali e restrizioni di bilancio che potrebbero incidere a breve termine sulla domanda. Per numerosi paesi dell'Asia, dell'America latina e dell'Europa orientale, che hanno basato la propria strategia di stabilizzazione su ancor valutarie, la sfida consiste nel ripristinare la competitività esterna senza compromettere i progressi realizzati recentemente sul fronte dell'inflazione. Il fatto che in molti di essi il sistema bancario rimanga alquanto fragile rappresenta chiaramente un altro fattore di incertezza per le prospettive macroeconomiche.

Evidenziare tali rischi non significa mettere in dubbio le previsioni unanime di più rapida crescita e di bassa inflazione: la varianza di una distribuzione di probabilità è altra cosa che la sua media. Significa piuttosto porre la questione se i mercati tengano in dovuto conto questi fattori di incertezza a livello macroeconomico nel valutare il rischio di mercato e di credito allorché operano le proprie scelte di investimento. In caso contrario, la ricerca di più alti rendimenti, documentata in varie parti di questa Relazione annuale, potrebbe facilmente trasformarsi in una ricerca generalizzata di maggiore protezione all'emergere di "cattive notizie" da qualunque fonte esse provengano.

I cambiamenti di umore nei mercati finanziari non sono affatto una novità. Tuttavia, possono sorgere particolari problemi di interpretazione qualora si

verifichino aumenti dei prezzi delle attività in un contesto di tassi d'inflazione per il resto bassi e di una struttura finanziaria in mutamento. Tale questione, assieme ad altre concernenti il perseguimento della stabilità dei prezzi nell'attuale clima economico, è trattata più oltre. Siffatti cambiamenti di umore possono avere implicazioni anche per la solidità del sistema finanziario e per l'economia più in generale. Giacché non vi è un metodo concorde per individuare ex ante una situazione di "esuberanza irrazionale", è ancor più importante che sia apprestata una cornice idonea a preservare la stabilità del sistema finanziario indipendentemente dal tipo di shock o dal grado di inflazione dei prezzi delle attività cui il sistema può essere soggetto. Questo problema, che è di rilevanza tanto per le banche centrali quanto per gli altri organi di vigilanza, è anch'esso esaminato di seguito.

Il perseguimento e il mantenimento della stabilità dei prezzi

I progressi realizzati di recente sul fronte dell'inflazione nella maggior parte dei paesi industriali, in molte economie emergenti e in alcune di quelle in transizione, non possono che essere motivo di soddisfazione. Vi è ormai una chiara consapevolezza dei costi che comporta l'inflazione, specie fra quelle autorità dei paesi industriali che hanno speso buona parte degli ultimi vent'anni nel cercare di ricondurla sotto controllo. Nondimeno, con il passaggio a più bassi livelli di inflazione emergono taluni pericoli e possono essere acuite alcune incertezze già esistenti in merito alla conduzione della politica monetaria. È possibile che gli obiettivi, i canali di trasmissione e gli strumenti operativi della politica monetaria vadano tutti visti in una luce un po' diversa.

Nei paesi industriali, così come nella maggioranza delle economie emergenti, è ormai un principio generalmente acquisito che l'obiettivo primario della politica monetaria debba essere la stabilità dei prezzi interni. Oltreché evitare distorsioni inflazionistiche nel più lungo periodo, ciò conduce a un automatico aggiustamento anticiclico delle condizioni monetarie. Un finanziamento inflazionistico non soltanto non incrementa la crescita del prodotto e l'occupazione, eccetto che a brevissimo termine, ma può addirittura portare al risultato opposto (si veda il grafico VIII.2). L'unico problema di una perdurante situazione di bassa inflazione è che essa con il tempo può indurre i soggetti economici, finanche quelli investiti dell'autorità, a dimenticare questo insegnamento e a cercare nuovamente di sospingere la domanda al di là dei limiti sostenibili. Dato questo rischio di "fallimento della memoria", i cui costi possono gravare per decenni, è altamente desiderabile che alle banche centrali venga conferito un chiaro mandato ad assicurare la stabilità dei prezzi, assieme alla capacità di esercitare i loro poteri autonomamente entro un quadro di responsabilità verso la collettività.

Un'analoga tentazione a modificare gli obiettivi può sorgere allorché il tasso di cambio reale si apprezza fortemente nel contesto di una politica monetaria disinflazionistica e la bilancia commerciale si deteriora. Un decorso relativamente benigno, come quello osservato in Canada nell'ultimo decennio, si ha quando il tasso di cambio nominale ridiscende in modo graduale di pari passo con il rallentare dell'economia. Viene così recuperata la competitività,

anche se vanno perduti alcuni dei benefici disinflazionistici della precedente forza del cambio. Questo potrebbe parimenti essere il percorso che verrà seguito nel caso del dollaro USA qualora non dovessero migliorare i conti con l'estero. Poiché tuttavia l'economia statunitense procede a livelli sostanzialmente di pieno utilizzo della capacità, una più forte domanda estera dovrà essere accompagnata da misure volte a rallentare la spesa interna se si vorranno evitare esiti inflazionistici.

Una conseguenza più inquietante dell'apprezzamento del cambio reale è che, com'è spesso accaduto nel passato in America latina, la politica monetaria venga riorientata in modo improvviso e radicale nel senso di favorire il riequilibrio esterno attraverso la svalutazione della moneta. Un siffatto cambiamento è tanto più probabile se le pressioni a perseguire politiche orientate alla crescita sono accentuate da un debole sistema finanziario interno. O ancor peggio, il mercato stesso può convincersi che il disavanzo esterno non è più sostenibile, il che può facilmente scatenare una crisi valutaria. In questi casi i prezzi interni possono essere sospinti fortemente verso l'alto dalla caduta del cambio.

Sebbene questo evidente conflitto fra equilibrio interno ed esterno possa essere grave, e venga spesso acuito dagli afflussi di capitale, esso non giustifica certo l'abbandono dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. Ciò non farebbe che esporre il paese a ricorrenti episodi di inflazione e deprezzamento, con il risultato di rendere estremamente instabili verso l'alto le aspettative inflazionistiche. In effetti, è questo il problema di fondo, derivante dagli stessi trascorsi inflazionistici, che in molti paesi latino-americani rende così difficile ridurre l'inflazione e spiega il sensibile apprezzamento del cambio reale ogniquale volta le politiche sono orientate a quel fine. Grazie a una tradizione di maggiore stabilità dei prezzi, i paesi asiatici sono stati, almeno finora, al riparo da questo pericoloso processo. La conclusione di politica economica parrebbe essere che i paesi con buoni precedenti in termini di inflazione dovranno preservare questo retaggio con la massima risolutezza, impiegando le politiche monetaria e fiscale nel modo più equilibrato possibile. Per converso, i paesi con cattivi precedenti inflazionistici dovranno dare preminenza a misure di politica fiscale e di altro genere atte a ripristinare la credibilità. Ciò limiterà al tempo stesso gli effetti collaterali sfavorevoli che una politica monetaria stringente tende a esercitare sull'equilibrio esterno.

Anche quando l'obiettivo della stabilità dei prezzi sia saldamente affermato, la conduzione della politica monetaria può essere resa difficile da incertezze connesse con il modo di operare del meccanismo di trasmissione. Una prima complicazione nasce dalla necessità di definire più precisamente che cosa si intenda per stabilità dei prezzi. Sebbene nei paesi industriali sembri delinearsi un consenso intorno a valori compresi fra lo zero e il 2% circa, è possibile avanzare argomenti a favore di obiettivi sia meno, sia più ambiziosi. In molte economie emergenti, nonché in alcuni paesi industriali, la questione riguarda piuttosto la rapidità con cui si potranno ridurre tassi d'inflazione considerati ancora troppo alti.

La risposta a entrambe le questioni dipende da due fattori correlati, ossia la prontezza con cui i salari e i prezzi interni reagiscono a una politica disciplinata della domanda e i tempi richiesti per indurre un aggiustamento delle aspettative

di inflazione. Per quanto riguarda il primo aspetto, può essere d'ausilio l'attuazione di riforme dei mercati del lavoro e dei beni che accrescano la flessibilità dei prezzi, limitando così le perdite di prodotto nel breve periodo associate alla disinflazione. Tali riforme possono al tempo stesso ridurre la disoccupazione strutturale, che rappresenta un costo permanente per ogni economia e un onere oggi particolarmente gravoso in Europa. Anche una politica fiscale consona ha un duplice influsso benefico, in quanto rafforza la credibilità della politica monetaria a breve termine e nel contempo agisce in direzione del necessario risanamento delle finanze pubbliche a medio termine. Inoltre, l'operare congiunto di queste varie riforme potrebbe senz'altro produrre considerevoli effetti di sinergia, contribuendo in particolare a risolvere il conflitto sopra menzionato fra equilibrio interno ed esterno.

Negli ultimi anni ha rappresentato un problema anche l'incertezza circa il modo di reagire di fronte alle variazioni di prezzo di talune attività finanziarie. In molti paesi industriali si è avuta una rapida ascesa dei corsi azionari contestualmente al permanere di livelli di inflazione relativamente bassi. In alcune economie asiatiche i prezzi immobiliari, alimentati dall'espansione del credito, sono parimenti aumentati a ritmo sostenuto. Anche se si può presumere che tali guadagni di ricchezza e riduzioni del costo del capitale intensifichino le pressioni della domanda, resta difficile valutare i tempi e la portata di questo effetto. Il contrastare in modo troppo energico tali forze rischia, specie se l'inflazione è già bassa, di causare una deflazione più generalizzata. D'altro canto, una reazione troppo debole comporta il pericolo di un improvviso collasso del mercato, anche in questo caso con potenziali conseguenze sistemiche, come è accaduto in Giappone agli inizi degli anni novanta. La risposta appropriata va forse ricercata non tanto in una manovra monetaria discrezionale, ma piuttosto in regole prudenziali intese a limitare l'erogazione di ulteriori crediti a fronte di attività il cui prezzo è divenuto fortemente inflazionato. In effetti, la storia recente sembra indicare che i problemi più gravi nei mercati delle attività e nei sistemi bancari, sia nei paesi industriali che in quelli emergenti, sono sorti sulla scia di una deregolamentazione finanziaria troppo rapida o mal congegnata.

In alcuni paesi la conduzione della politica monetaria è stata inoltre confrontata, negli ultimi anni, a considerevoli variazioni dei tassi di cambio. Prescindendo dalla questione dell'equilibrio esterno discussa più sopra, un cambio nominale in apprezzamento, ad esempio, tende ad abbassare i prezzi interni. Ci si può chiedere se, in questo caso, i tassi d'interesse ufficiali debbano reagire o meno. Idealmente, la risposta andrebbe ricercata nel quadro di una previsione esplicita dell'inflazione, la quale identificherebbe la ragione dell'apprezzamento esterno. Se la causa risiede in uno shock espansivo, come una variazione favorevole delle ragioni di scambio o un aumento delle esportazioni, potrebbe essere più opportuno lasciare invariati i tassi d'interesse. Se invece l'apprezzamento è dovuto ad altri fattori, i tassi potrebbero essere abbassati, o innalzati meno di quanto sarebbe altrimenti necessario. Poiché le previsioni sono formulate soltanto a intervalli di tempo, alcuni paesi hanno deciso di sistematizzare la loro risposta ai movimenti del cambio nel periodo intercorrente ponendo come obiettivo intermedio un indice delle condizioni monetarie, sotto forma di media ponderata delle variazioni dei tassi d'interesse e dei rapporti di

cambio. L'approccio è sensato, posto che si realizzino due assunti: che gli shock di tasso di cambio normalmente non siano dovuti a forze aventi un effetto autonomo sulle condizioni inflazionistiche, e che la variazione del tasso di cambio duri abbastanza a lungo da influire sull'economia interna. Va da sé che non tutte le banche centrali converrebbero sulla validità di tali assunti nel proprio caso particolare.

Ma non sono questi gli unici fattori che complicano la conduzione della politica macroeconomica nelle attuali circostanze. Ad esempio, in vari paesi industriali si pone l'interrogativo se vi sia stato o meno uno spostamento del tasso "naturale" di disoccupazione. Inoltre, con la rapida espansione dello stock di attività e passività negli anni recenti è altresì aumentata la probabilità di nuove forme di interazione in risposta ai movimenti dei tassi d'interesse. In alcuni paesi anglofoni, in particolare, l'elevato indebitamento delle famiglie con scadenza relativamente a breve termine potrebbe comportare una reattività eccezionalmente forte all'inasprimento monetario. In varie economie emergenti si stanno palesando limiti strutturali e ambientali alla crescita, e sono sempre più evidenti carenze nelle informazioni necessarie per l'attuazione di una politica monetaria efficace.

Alla luce di tutte queste incertezze, due conclusioni di politica economica appaiono giustificate. In primo luogo, tenuto conto della facilità con cui le cose possono volgere al peggio, nonché delle conseguenze asimmetriche degli errori di politica economica, gli obiettivi macroeconomici fondamentali dovrebbero forse essere posti in termini più ambiziosi. In quest'ottica, il traguardo di una semplice stabilizzazione dei rapporti debito pubblico/PIL appare inadeguato, giacché prima o poi vi sarà inevitabilmente un'altra recessione che li risospingerà verso l'alto. Analogamente, gli obiettivi di inflazione poco ambiziosi sono anche poco convincenti e potrebbero non riuscire a svolgere il desiderato ruolo di ancoraggio in presenza di shock inflazionistici. In secondo luogo, i responsabili delle politiche dovrebbero impegnarsi più fermamente e pubblicamente al conseguimento dei propri obiettivi fondamentali. Una temporanea deviazione dal sentiero desiderato si presterebbe allora meno a essere interpretata come un definitivo abbandono di quegli obiettivi.

Nel corso degli ultimi anni molte banche centrali hanno in effetti adottato un approccio più trasparente per quanto concerne sia i propri obiettivi sia le proprie valutazioni circa il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Più di recente si è inoltre potuta osservare una propensione ad accrescere la trasparenza nella messa in atto della politica monetaria, come emerge dal più diffuso impiego di procedure d'asta a tasso fisso e dall'annuncio esplicito degli intendimenti delle autorità riguardo ai tassi d'interesse a breve. Assieme a una crescente disposizione ad aggiustare i tassi d'interesse in anticipo rispetto a un aumento dell'inflazione misurata, pare trovare un certo sostegno l'idea che il dare preavvertimenti circa possibili correzioni della politica monetaria induca verosimilmente reazioni più pronte e più pacate sui mercati a lungo termine. Tali tendenze potrebbero culminare in una situazione in cui gli aggiustamenti della politica monetaria diventano così efficaci in termini di prevenzione che il ritorno alle condizioni iniziali è altrettanto probabile quanto ulteriori manovre nella stessa direzione. Ciò significherebbe che la manovra richiesta è stata

effettivamente attuata con tempestività, a tutto vantaggio del perseguimento sia della stabilità dei prezzi sia della modulazione del ciclo.

Il perseguimento e il mantenimento della stabilità finanziaria

La liberalizzazione dei mercati finanziari, come quella di ogni altro mercato collegato alla produzione e al consumo, comporta sia vantaggi che svantaggi. La deregolamentazione finanziaria favorisce la crescita economica attraverso una più efficiente allocazione delle risorse e una maggiore efficacia di costo dell'offerta di servizi finanziari. Tuttavia, i settori finanziari deregolamentati sono maggiormente inclini a costose disavventure, specie se incoraggiati da un clima di instabilità macroeconomica. In parecchi paesi industriali ed emergenti negli ultimi anni i contribuenti hanno sborsato una quota rilevante del PIL per sorreggere e ricapitalizzare sistemi bancari insolventi. Fin troppo spesso i susseguenti effetti macroeconomici in termini di minore prodotto e maggiore disoccupazione sono stati assai più onerosi. Sebbene non siano ancora state sperimentate le perdite economiche conseguenti a un grosso dissesto nei sistemi di pagamento, che attualmente trattano ogni giorno operazioni per un valore di molte migliaia di miliardi di dollari, gli episodi di quasi-emergenza verificatisi negli ultimi decenni sono un monito sufficiente.

I recenti accessi di instabilità finanziaria sono imputabili non tanto ai nuovi strumenti, quanto piuttosto a carenze tipiche dei mercati bancari liberalizzati. Le violente fluttuazioni dei prezzi delle attività, indotte da un'eccessiva espansione del credito accompagnata spesso, ma non sempre, da pressioni inflazionistiche generalizzate e da afflussi di capitali, sono state un importante fattore all'origine delle recenti turbolenze. Un problema comune è stato altresì il debole assetto di governo interno ed esterno delle istituzioni finanziarie, cui hanno contribuito in misura rilevante un'eccessiva interferenza dello Stato e l'erogazione di crediti amministrati. Sovente la deregolamentazione non si è accompagnata a un'adeguata formazione dei quadri a livello delle istituzioni e degli organi di vigilanza. Tutti questi problemi sono stati particolarmente acuti nei sistemi finanziari delle economie emergenti.

Come se non bastassero questi inconvenienti di tipo tradizionale, ulteriori difficoltà potrebbero derivare dal forte aumento della concorrenza globale in un mondo in cui vi è già un'eccessiva densità bancaria e talune rendite di posizione consolidate sono messe in pericolo dalle nuove tecnologie. La contrattazione telematica ha assottigliato i margini sulle operazioni in cambi, mentre un crescente numero di aziende possiede ormai la tecnica richiesta per competere nel segmento più classico dei mercati derivati. La vicinanza fisica alla clientela, assicurata dalle reti di filiali, diventa sempre meno necessaria. L'offerta di sofisticati strumenti "over-the-counter" ha costretto alla difensiva la contrattazione di borsa. L'intermediazione tradizionale è esposta all'intensa concorrenza dei prestiti su garanzia collaterale e della titolarizzazione. Infine, la deregolamentazione e l'incoraggiamento attivo alla competizione internazionale fra le differenti categorie di istituzioni finanziarie sono destinati ad accrescere le pressioni all'aggiustamento. In effetti, si direbbe che siamo già ben avviati verso un mondo senza barriere

all'attività bancaria universale e con una assai più forte concorrenza da parte dei mercati mobiliari. L'introduzione dell'euro rafforzerà verosimilmente queste tendenze in Europa.

Di per sé, il bisogno di aggiustamento non è un male. È infatti il processo concorrenziale che genera i benefici di cui si è detto più sopra. Tuttavia, l'aggiustamento dovrebbe avvenire in modo ordinato. Alle aziende deve essere consentito di rispondere alle pressioni competitive incrementando l'efficienza, anche se ciò comporta tagli occupazionali. Il capitale che frutta una remunerazione inadeguata dovrebbe essere ritirato, e le istituzioni dovrebbero potersi fondere, anche con partners esteri, oppure uscire dal mercato. Il problema, in molte economie emergenti e forse ancor più in alcuni paesi industriali, è che attualmente queste condizioni non sono sempre soddisfatte. Ne consegue il pericolo che l'intero sistema finanziario si indebolisca e che le aziende sotto pressione diventino sempre più inclini ad assumere maggiori rischi sperando nel "colpo di fortuna". Che questo fenomeno spieghi o meno la maggiore propensione al rischio presente oggi sui mercati finanziari, esso appare comunque in linea con i modelli di comportamento osservati nei sistemi bancari dei paesi industriali durante gli ultimi vent'anni.

Che cosa occorre fare, oltre ad apprestare un contesto macroeconomico più stabile, per rafforzare il sistema finanziario in queste circostanze mutevoli? In primo luogo, è necessario che le singole istituzioni finanziarie siano governate meglio. Ciò richiede una dosata combinazione di maggiore disciplina interna, maggiore disciplina di mercato e maggiore disciplina prudenziale. Poiché ciascuno di questi approcci presenta specifiche lacune, essi dovranno integrarsi a vicenda. In secondo luogo, vanno perfezionate le infrastrutture di mercato, in particolare ma non soltanto nelle economie emergenti, allo scopo di ridurre i pericoli di contagio fra diversi mercati e paesi. Infine, occorre mettere in moto un processo affinché tutto ciò avvenga. Limitarsi a individuare i problemi e le soluzioni appropriate non basta; deve seguire l'azione.

Per prima cosa va migliorato il governo interno delle istituzioni finanziarie. A tal fine occorre che per i proprietari e per i dirigenti diventi assiomatico che il proprio denaro e il proprio posto di lavoro sono in gioco. I requisiti di adeguatezza patrimoniale contribuiscono in misura significativa al primo obiettivo e dovrebbero perciò applicarsi a tutte le aziende, sia a quelle operanti nel mercato interno che a quelle attive internazionalmente. Di fatto ciò sta avvenendo in misura crescente, di pari passo con l'adesione su scala mondiale all'Accordo di Basilea sui coefficienti patrimoniali minimi. Inoltre, dovrebbe essere riconosciuto il principio che l'incentivo a seguire attentamente la remuneratività del capitale investito, nonché a ritirare il capitale se il suo rendimento non è commisurato al rischio presunto, viene rafforzato ogniqualvolta un'impresa finanziaria insolvente è lasciata fallire. Dal punto di vista sistemico non tutti i fallimenti sono un evento nefasto.

Per quanto riguarda i dirigenti, va rilevato che nella maggior parte dei casi le clamorose perdite di negoziazione degli ultimi anni si sono andate accumulando senza essere individuate per periodi di tempo molto lunghi. Indubbiamente, taluni sistemi interni di gestione del rischio permangono carenti sotto diversi importanti aspetti, specie per quanto riguarda le operazioni

condotte in centri geograficamente lontani. Inoltre, i sistemi di incentivazione dei dealers e di altri quadri bancari incoraggiano comportamenti inappropriati allorché i guadagni (in termini di profitti o di volumi) vengono premiati, mentre le perdite sono sopportate dall'azienda nel suo insieme. Infine, vanno rafforzati i controlli interni sull'esposizione verso singoli settori, come quello immobiliare, così da contenere l'esuberanza che normalmente si accompagna a un mercato in forte espansione. Strettamente connessa è l'esigenza che vengano seguite più attentamente le esposizioni verso i nuovi strumenti e il rischio di regolamento, data la continua rapida espansione del volume delle transazioni.

La disciplina di mercato dipende dal fatto che vengano fornite informazioni corrette alle controparti e agli altri soggetti che sarebbero colpiti dalle difficoltà finanziarie o dal fallimento di un'istituzione. Presupposto fondamentale è che tutte le aziende adottino principi contabili tali da assicurare che la loro situazione economico-patrimoniale sia resa nota in modo completo e accurato, secondo modalità trasparenti. In molte economie emergenti ciò non avviene, e anche nei paesi industriali la *difformità dei criteri contabili rende difficili i raffronti*. I rinnovati sforzi in tal senso da parte dell'International Accounting Standards Committee (IASC) hanno il vivo incoraggiamento della BRI e del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, il quale ha inoltre istituito un gruppo di lavoro per le questioni contabili che collaborerà con lo IASC in ambito bancario.

Non bastano tuttavia buone pratiche contabili affinché la pubblicità delle informazioni induca una maggiore disciplina di mercato. I risultati conseguiti promuovendo una maggiore trasparenza nell'attività in strumenti derivati potrebbero trovare un parallelo in molte altre aree. La strategia di base consiste nel far sì che alcune istituzioni di chiara fama siano persuase dalle autorità a migliorare l'informativa, cosicché le aziende che non fanno altrettanto destino l'impressione di avere qualcosa da nascondere. Verosimilmente, un analogo processo emulativo potrebbe essere attivato dal varo, nel prossimo settembre, dei Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria. Anche le agenzie di rating potranno contribuire efficacemente a fare in modo che il mercato imponga il rispetto dei criteri stabiliti dalle autorità di vigilanza o dagli organi di autoregolamentazione dello stesso settore bancario. In effetti, negli ultimi anni le agenzie di rating hanno rivolto in misura crescente la propria attenzione anche alle istituzioni finanziarie dei mercati emergenti.

Nonostante il prezioso contributo che può provenire dalla disciplina di mercato, va riconosciuto che essa non sarà mai di per sé sufficiente. Anzitutto, i mercati stessi sono soggetti a eccessivi cambiamenti di umore, come è stato rilevato in vari capitoli di questa Relazione. In secondo luogo, è inevitabile che le informazioni pervengano con ritardo e siano di qualità disomogenea. Infine, in molti paesi gli schemi di salvataggio sono molto ampi, o così indeterminati da far ritenere che lo siano. Questi schemi smorzano l'incentivo del mercato a esercitare disciplina, anche quando esso ha le informazioni necessarie per farlo. Pertanto, le autorità di vigilanza avranno sempre e comunque un ruolo da svolgere, seppure con il tempo la disciplina da esse imposta sarà sempre meno il prodotto diretto di una regolamentazione in senso tradizionale e sempre più il prodotto indiretto del loro sostegno a un migliore governo aziendale e a una maggiore disciplina di mercato.

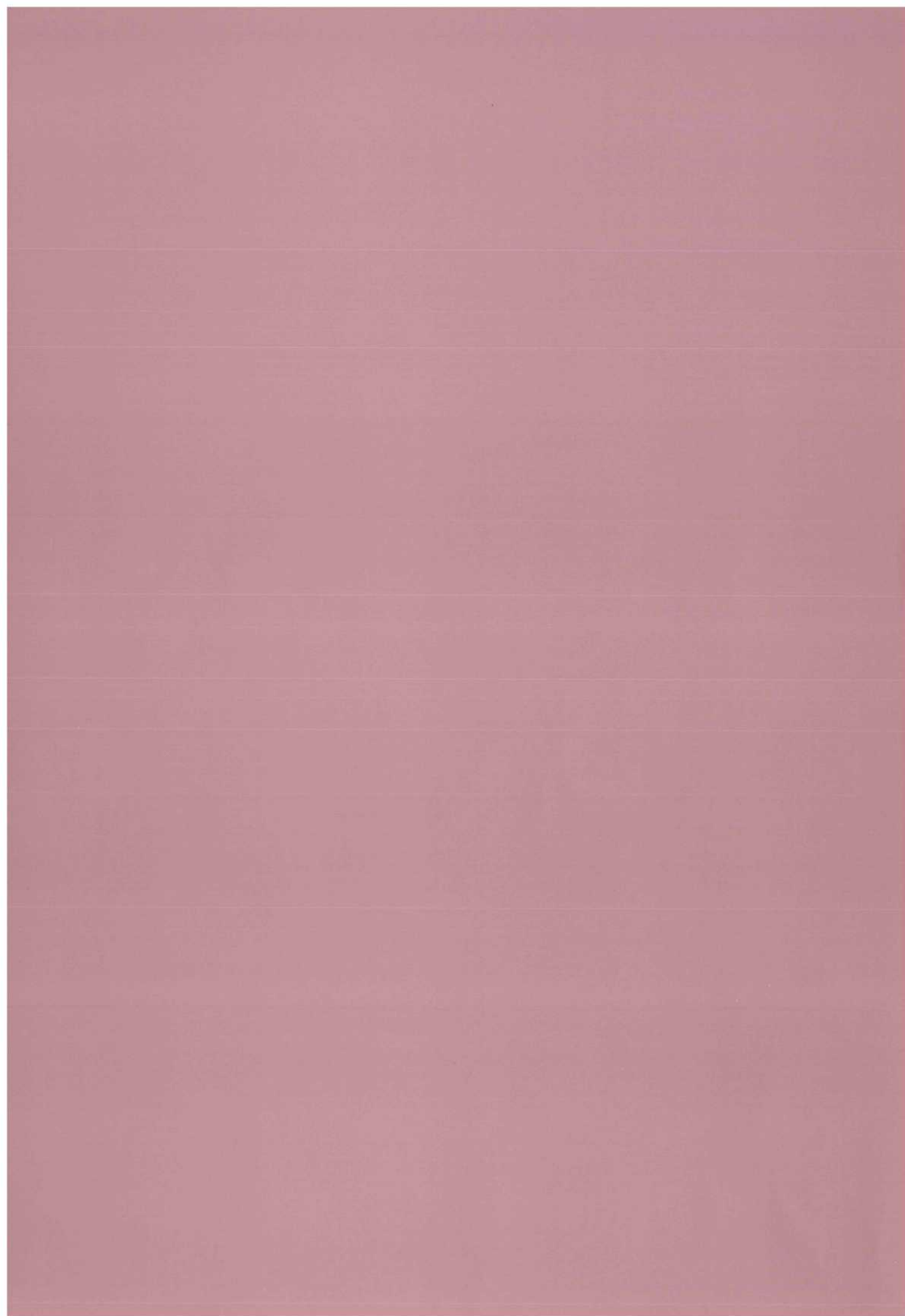
I cambiamenti di struttura con una dimensione sia temporale che spaziale pongono varie sfide alle autorità di vigilanza. Sul piano temporale, l'estrema rapidità dei mutamenti fa sì che per i supervisori sia sempre più difficile aggiornare tempestivamente una regolamentazione dettagliata, specie se vi è carenza di personale. Questo desiderio di mantenersi al passo con l'evolvere delle pratiche di mercato è uno dei motivi alla base della decisione di consentire l'impiego dei modelli interni per il calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte del rischio di mercato. A tempo debito, le autorità di vigilanza affronteranno la questione se analoghi modelli debbano essere utilizzati per la valutazione del rischio di credito, e la questione ancor più generale di quali pericoli comporti il sintetizzare la misurazione di tutti i rischi in un'unica cifra. Rimanendo sul piano temporale, le esposizioni possono ormai essere modificate quasi istantaneamente, e con altrettanta rapidità possono insorgere crisi. Ci si può chiedere se i canali di informazione tra tutte le istanze ufficiali cui compete affrontare tali problemi siano ancora adeguati al compito.

Per quanto concerne la dimensione spaziale, date le crescenti sovrapposizioni a livello di operatori e di strumenti, il mantenimento di organi di vigilanza distinti per le differenti categorie di istituzioni può creare complicazioni. In vari paesi, segnatamente in Scandinavia, sono stati costituiti organismi di vertice, e in altri è in corso un vivace dibattito su tale questione. In linea con queste tendenze, si sta sviluppando una più stretta collaborazione tra il Comitato di Basilea, lo IOSCO e lo IAIS nel quadro del Joint Forum on Financial Conglomerates. Tuttavia, le differenze negli ordinamenti di vigilanza nazionali e la diversa cultura che caratterizza i settori bancario, mobiliare e assicurativo rendono difficile il conseguimento di rapidi progressi.

Un secondo importante presupposto per il rafforzamento del sistema finanziario consiste, come si è detto più sopra, nel migliorare l'infrastruttura a supporto delle transazioni internazionali. È necessario che su scala mondiale i sistemi di pagamento e regolamento diventino a prova di rischio, per consentire la liquidazione puntuale di tutte le operazioni. Così come nell'area della vigilanza, va posta maggiore enfasi sulla trasparenza e sulla disciplina di mercato, come di fatto già avviene. Gli operatori del mercato mobiliare possono ora, con l'ausilio di un questionario, determinare la sicurezza dei meccanismi di regolamento locali. Inoltre, le istituzioni che operano sul mercato dei cambi sono state sollecitate a trovare soluzioni per ridurre i rischi insiti nel regolamento delle transazioni valutarie.

L'ultimo aspetto concerne più in generale il modo di procedere. Una volta individuato quel che occorre fare, come possono i responsabili delle politiche assicurare che ciò avvenga? Il recente rapporto del Gruppo di lavoro dei Sostituti del Gruppo dei Dieci sulla stabilità finanziaria nelle economie di mercato emergenti è particolarmente istruttivo a questo riguardo. Nel documento si afferma l'esigenza che siano elaborate norme e intese internazionali sui principi che definiscono una sana pratica, attraverso un processo di consultazione internazionale cui partecipino esperti nazionali con una vasta esperienza e un'approfondita conoscenza tecnica della materia. In tale contesto le iniziative del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento costituiscono un esempio da manuale del modo in cui

può operare un siffatto meccanismo e di come sia possibile coinvolgervi in misura crescente esperti dei mercati emergenti. Le autorità nazionali dovranno quindi farsi carico di adottare e attuare le norme nelle rispettive giurisdizioni. Le istituzioni internazionali come il FMI e la Banca Mondiale dovrebbero sostenere questo processo seguendo gli sviluppi e assicurando la consulenza, l'assistenza tecnica e la formazione necessarie all'adozione e alla messa in atto di norme e procedure rigorose. Unitamente ad altre istanze con esperienza e conoscenza in materia, esse dovrebbero inoltre suggerire alle sedi responsabili della definizione delle norme eventuali proposte per un loro ulteriore miglioramento. La sfida dei prossimi anni consisterà nel far avanzare questo processo sul terreno pratico, contribuendo così a rendere al tempo stesso più efficiente e più sicuro il sistema finanziario mondiale.



Attività della Banca

1. Cooperazione monetaria e finanziaria internazionale

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 rappresentanti delle banche centrali e degli organi di vigilanza su una vasta gamma di argomenti attinenti alla stabilità monetaria e finanziaria. Fra i temi trattati in campo monetario figurano l'impiego degli indicatori finanziari come guida per la politica monetaria, le questioni connesse con la fissazione di obiettivi di inflazione e l'evoluzione recente nelle procedure operative della politica monetaria. Diverse riunioni e gruppi hanno analizzato lo sviluppo della moneta elettronica e le sue implicazioni per le banche centrali (si veda di seguito). È inoltre continuato il dibattito sui modi in cui rafforzare i sistemi finanziari e bancari, per lo più nell'ambito dei vari comitati che si riuniscono a Basilea per esaminare i diversi aspetti di tali questioni. Infine, poiché negli ultimi anni molte banche centrali hanno riorganizzato la propria operatività per conseguire una maggiore efficienza di costo, gli assetti funzionali e di controllo delle banche centrali hanno rappresentato un tema di crescente interesse in varie riunioni.

La globalizzazione dei mercati dei capitali e la necessità di estendere la cooperazione internazionale a tutte le principali parti interessate dalle decisioni congiunte hanno trovato riscontro in una sempre maggiore partecipazione di banche centrali e di altri organi di vigilanza dei mercati emergenti alle riunioni della BRI. Il segno più tangibile della crescente mondializzazione della cooperazione tra banche centrali presso la BRI è l'allargamento del suo azionariato con l'ingresso in qualità di membri di nove banche centrali di Asia, Europa, America latina e Medio Oriente (Sezione 7). Inoltre, diversi importanti documenti destinati a rafforzare la stabilità dei mercati finanziari sono stati preparati da comitati con sede a Basilea e altrove congiuntamente con i rappresentanti di banche centrali e organi di vigilanza dei mercati emergenti. La portata più universale della cooperazione è rispecchiata anche dai crescenti rapporti di lavoro con gruppi regionali di banche centrali e altre autorità di vigilanza, che si sono tradotti fra l'altro in un maggior numero di seminari organizzati dai segretariati con sede alla BRI.

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 inoltre contribuito ai lavori dei Sostituti dei Ministri e dei Governatori del G-10, cui si farà riferimento in seguito. La Banca ha anche assicurato i servizi di segretariato a vari comitati e gruppi di esperti che si occupano della stabilità monetaria e finanziaria

internazionale. Infine, la decisione presa nel 1996 dalla International Association of Insurance Supervisors (IAIS) di insediare alla BRI il suo segretariato di recente istituzione crea la premessa per una più ampia cooperazione tra gli organi di vigilanza negli anni a venire.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Negli ultimi anni il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha progressivamente esteso la sua sfera di attività ai paesi esterni al G-10. Questo processo è stato sviluppato ulteriormente alla Conferenza internazionale biennale delle autorità di vigilanza bancaria organizzata dal Comitato, che si è svolta a Stoccolma nel giugno 1996 e alla quale hanno preso parte le autorità di vigilanza di circa 140 paesi. I partecipanti alla Conferenza hanno accolto favorevolmente l'intenzione del Comitato di intensificare i suoi sforzi volti a potenziare la vigilanza prudenziale in tutti i paesi. Nel settembre 1996 il Comitato ha deciso di preparare due distinte pubblicazioni che si rifanno a suoi precedenti lavori: una serie di "Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria" applicabili sia nei paesi del G-10 sia in quelli esterni al Gruppo e un Compendio che raccoglie le raccomandazioni, le linee guida e le prescrizioni emanate finora dal Comitato. Entrambi i documenti sono stati pubblicati nell'aprile 1997 con il pieno avallo dei Governatori delle banche centrali del G-10.

Il Comitato di Basilea ha elaborato questi Principi in stretta collaborazione con le autorità di vigilanza dei paesi esterni al G-10. Il documento enuncia venticinque principi essenziali affinché un sistema di vigilanza sia efficace. Essi sono articolati in sette punti: 1) presupposti per un'efficace vigilanza bancaria; 2) autorizzazione all'esercizio dell'attività e struttura dell'istituzione; 3) regolamentazioni e requisiti prudenziali; 4) metodi per la vigilanza bancaria corrente; 5) requisiti informativi; 6) poteri istituzionali delle autorità di vigilanza; 7) attività bancaria internazionale. I Principi fondamentali rappresentano requisiti minimi, ed è possibile che in molti casi essi debbano essere rafforzati o integrati per affrontare situazioni e rischi particolari presenti nel sistema finanziario locale. Essi intendono servire da base di riferimento per gli organi di vigilanza e le altre autorità pubbliche in tutti i paesi, molti dei quali sono attivamente impegnati nel rafforzare i loro attuali regimi prudenziali.

I Principi fondamentali sono stati pubblicati come documento a fini di consultazione ed è previsto che il testo sia finalizzato entro settembre 1997. Al termine del processo di consultazione, le autorità di vigilanza in tutto il mondo saranno invitate ad aderire ufficialmente ai Principi. Il loro recepimento comporterà un riesame del sistema di vigilanza vigente e, in caso di incongruenze rilevanti rispetto ai Principi, la fissazione di un calendario per rimediare a tali carenze. Il Comitato di Basilea condurrà un'indagine per accertare se i Principi sono stati applicati, e il risultato sarà oggetto di valutazione alla prossima Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria nell'ottobre 1998. Il Compendio delle raccomandazioni, linee guida e prescrizioni emanate dal Comitato di Basilea servirà da supporto analitico, nella misura in cui i documenti in esso contenuti svolgono più in dettaglio molti degli aspetti inerenti ai Principi stessi.

Un'altra tappa importante per la cooperazione internazionale tra gli organi di vigilanza è stata l'approvazione da parte dei delegati alla Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria di un rapporto concernente la "Vigilanza sull'attività bancaria all'estero", redatto da un gruppo di lavoro congiunto del Comitato di Basilea e del Gruppo offshore di autorità di vigilanza bancaria. Il documento, pubblicato nell'ottobre 1996, contiene ventinove raccomandazioni intese a rafforzare l'efficacia della sorveglianza prudenziale da parte delle autorità del paese di origine e del paese ospitante delle banche che operano al di là dei loro confini nazionali. In particolare, esso riafferma il principio che (nel rispetto di adeguate salvaguardie) le autorità del paese di origine devono avere pieno accesso alle informazioni necessarie e stabilisce procedure per le ispezioni condotte all'estero presso filiali o succursali di banche con sede nella loro giurisdizione. Esso considera inoltre la necessità di assicurare che tutte le operazioni bancarie all'estero siano soggette a un'efficace vigilanza nel paese di origine e nel paese ospitante e formula raccomandazioni per il monitoraggio dei requisiti prudenziali nei paesi ospitanti e per il trattamento di strutture societarie che possono dare luogo a potenziali lacune di vigilanza.

Il Comitato di Basilea ha compiuto di recente ulteriori progressi nel creare una rete veramente mondiale di contatti tra le autorità di vigilanza bancaria e nel promuovere la diffusione di documenti, raccomandazioni, linee guida e prescrizioni da esso emanati. Due nuove iniziative hanno rafforzato i rapporti tra le autorità di vigilanza esterne al G-10: la convocazione di regolari riunioni congiunte con gruppi di tali autorità in occasione di ciascuna sessione trimestrale del Comitato e un notevole aumento della formazione in materia prudenziale assicurata dal suo Segretariato, per lo più in collaborazione con gruppi regionali di autorità di vigilanza bancaria.

Con riferimento ai criteri di adeguatezza patrimoniale, il Comitato di Basilea sta attualmente seguendo l'applicazione dell' "Emendamento dell'Accordo sui requisiti patrimoniali per incorporarvi i rischi di mercato" del gennaio 1996. L'Emendamento, che entrerà in vigore al più tardi entro la fine del 1997, prescrive che le banche calcolino i loro coefficienti patrimoniali a fronte del rischio di mercato impiegando il metodo standardizzato o in alternativa l'approccio basato sui risultati dei loro modelli interni. Quest'ultima metodologia consente alle banche di usare misurazioni del rischio ottenute dai modelli interni, subordinatamente al rispetto di una serie di criteri qualitativi e quantitativi. L'Emendamento intende assicurare che le banche dispongano di un livello congruo di fondi propri a fronte dei rischi connessi con la loro attività di negoziazione, nonché incoraggiare gli sforzi delle banche per migliorare le tecniche di gestione dei rischi attinenti all'insieme della loro operatività di mercato. Dopo l'approvazione dell'Emendamento il Comitato ha condotto uno studio per analizzare l'impatto delle due metodologie sui requisiti patrimoniali delle banche. I risultati, esaminati nel novembre 1996, confermano il punto di vista del Comitato, secondo cui l'approccio basato sui modelli interni tiene adeguatamente conto dei vantaggi delle strategie di diversificazione dei rischi e incentiva le istituzioni a migliorare costantemente l'affidabilità e la precisione dei loro modelli interni. Il Comitato si attende che le banche compiano ulteriori progressi nella modellizzazione e nella copertura di componenti complesse del rischio di

mercato. Conseguentemente, esso continua a lavorare in stretta collaborazione con le istituzioni del settore.

Alla fine del 1996 il Comitato ha messo a punto un documento sulla gestione del rischio di tasso d'interesse che stabilisce dodici principi cui i suoi membri dovranno fare riferimento nel valutare l'efficacia della gestione del rischio di tasso d'interesse delle singole istituzioni creditizie. Essi riguardano la sorveglianza da parte del consiglio di amministrazione e dell'alta direzione, le politiche e le procedure adeguate per la gestione del rischio, il sistema di misurazione e monitoraggio, una struttura di controlli esauriente e i metodi che le autorità di vigilanza devono impiegare nel monitoraggio del rischio di tasso d'interesse. Il documento è attualmente in una fase di consultazione e dovrebbe essere finalizzato nel corso dell'anno.

Nel novembre 1996 il Comitato di Basilea e il Comitato tecnico dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) hanno pubblicato un rapporto concernente le informazioni sull'attività di negoziazione e in strumenti derivati che le banche e le società di intermediazione mobiliare attive a livello internazionale avevano fornito nei bilanci per il 1995. Il documento dà alle grandi banche e società d'intermediazione un quadro dei progressi compiuti nella pubblicità dell'informazione durante il periodo 1993-95 e raccomanda ulteriori progressi a livello internazionale. Il Comitato di Basilea e il Comitato tecnico dello IOSCO proseguiranno il monitoraggio della trasparenza informativa delle banche e delle società d'intermediazione incoraggiandole a migliorare ulteriormente le loro pratiche di informazione.

Il Comitato di Basilea è attualmente impegnato nell'individuare, anche sulla base degli studi in corso presso altri comitati della BRI e consessi internazionali, le questioni prudenziali sollevate dalla partecipazione delle banche ai sistemi di pagamento, nonché dalla moneta e banca elettronica. Per quanto concerne i sistemi di pagamento, il gruppo congiunto creato dal Comitato di Basilea e dal Comitato per i sistemi di pagamento e regolamento (Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS) sta esaminando le questioni di comune interesse per le autorità di vigilanza bancaria e i responsabili delle banche centrali del G-10 nel campo dei sistemi di pagamento e regolamento. Nell'area della moneta e banca elettronica il Comitato di Basilea ha condotto un'analisi preliminare sulle implicazioni sia in termini di rischio per le banche sia sotto il profilo prudenziale. Il Comitato intende completare un rapporto su tali questioni per la fine del 1997, continuando a seguire costantemente, d'intesa con il CPSS, la situazione in rapido cambiamento.

Il Comitato ha anche svolto un ruolo determinante nei lavori del Joint Forum on Financial Conglomerates che esso considera il principale canale per migliorare la cooperazione con le autorità di vigilanza mobiliare e assicurativa nell'intento di rafforzare il controllo sulle istituzioni finanziarie. Il Comitato dà il suo pieno appoggio e continua a partecipare attivamente all'esame che il Joint Forum sta conducendo sulle complesse questioni prudenziali poste dall'attività di conglomerati finanziari con operatività internazionale. Conformemente al suo mandato, il Joint Forum sta studiando le modalità pratiche per facilitare lo scambio di informazioni tra le autorità di vigilanza a livello sia nazionale che

internazionale. Esso ha individuato una serie di ostacoli giuridici e di altra natura a tale scambio, che in molti casi appaiono ingiustificati e di cui raccomanda la rimozione. Inoltre, un apposito gruppo di studio ha condotto un'analisi su tredici conglomerati finanziari internazionali al fine di conoscere meglio il modo in cui sono gestiti e organizzati. Tale lavoro dovrebbe consentire al Joint Forum di individuare i modi per promuovere la comunicazione tra organi di vigilanza e di stabilire i principi per lo scambio delle informazioni. Il Joint Forum sta anche dando un utile contributo all'elaborazione di principi di vigilanza, in particolare per quanto concerne la messa a punto di tecniche di misurazione del patrimonio a livello di conglomerato finanziario. L'intenzione è quella di facilitare la vigilanza di istituzioni regolamentate all'interno di conglomerati finanziari.

Nell'aprile 1997 i Governatori delle banche centrali del G-10 hanno nominato Tom de Swaan, Executive Director della De Nederlandsche Bank, Presidente del Comitato di Basilea. Egli succede a Tommaso Padoa-Schioppa che ha lasciato la Banca d'Italia per diventare Presidente della CONSOB, organo pubblico di controllo del mercato mobiliare italiano.

Comitato permanente per l'euromercato

Il Comitato permanente per l'euromercato ha continuato a seguire regolarmente l'evoluzione dei mercati finanziari internazionali e a dibattere questioni concernenti il funzionamento e la stabilità di tali mercati. In particolare, esso ha esaminato la recente espansione dei mercati dei derivati creditizi, le cause dell'aumento delle transazioni collateralizzate nei mercati all'ingrosso, la rapida crescita dei flussi di capitale verso alcuni paesi emergenti e il netto calo dei differenziali sulle nuove emissioni obbligazionarie di questi paesi (Capitolo VII). Il Comitato ha altresì discusso le più ampie implicazioni per il settore bancario dei fattori di cambiamento generati dal progresso tecnologico, dall'innovazione e dalla globalizzazione degli strumenti, come pure i problemi posti dalla risoluzione di situazioni di grave tensione finanziaria in un contesto globalizzato, date le disparità esistenti tra le procedure fallimentari nazionali. Inoltre, esso ha analizzato i fattori di correlazione nei movimenti dei tassi obbligazionari fra diversi mercati, nonché le cause e la sostenibilità della recente ascesa dei prezzi delle attività.

Il Comitato ha istituito nel corso dell'anno due gruppi di studio. Un gruppo sta esaminando le implicazioni in termini di rischio sistemico dei recenti mutamenti strutturali osservati nei mercati finanziari, fra cui l'erogazione da parte di istituzioni finanziarie non bancarie di servizi tradizionalmente forniti dalle banche e l'evoluzione del ruolo di queste ultime nell'offerta di servizi di intermediazione. Il gruppo valuterà se questi e altri mutamenti abbiano modificato le fonti e la distribuzione dei rischi nel sistema finanziario, il potenziale di contagio tra istituzioni e mercati finanziari e l'interazione fra vulnerabilità finanziaria e macroeconomica. Inoltre, esso stabilirà se l'enfasi tradizionalmente posta sulle banche nell'analisi del rischio sistemico debba essere modificata in considerazione dell'evolversi del loro ruolo e della crescente rilevanza assunta da organismi e mercati finanziari non bancari.

Il secondo gruppo di studio sta analizzando i cambiamenti intervenuti nelle tecniche di gestione dei portafogli, per meglio comprendere i movimenti internazionali di capitali. I flussi internazionali di portafoglio hanno segnato una forte espansione negli ultimi anni, di riflesso all'emergere di nuove opportunità di investimento e all'accresciuta propensione di investitori e gestori di fondi a diversificare i rischi e ad aumentare i rendimenti. Tale espansione è stata agevolata anche dalla varietà degli strumenti che i gestori hanno a disposizione per realizzare o aggiustare le esposizioni desiderate. Molte di queste transazioni modificano il contenuto economico dei flussi registrati e alcune di esse non sono adeguatamente integrate nei tradizionali schemi di analisi e di interpretazione di tali flussi. Il gruppo di lavoro passerà in rassegna le modalità di finanziamento, di assunzione di posizioni e di copertura applicate dai gestori internazionali di fondi e cercherà di incorporarne la conoscenza in una più completa metodologia interpretativa.

Nel gennaio 1997 i Governatori delle banche centrali dei paesi del G-10 hanno approvato la proposta del Comitato di predisporre, a partire da fine giugno 1998, la sistematica rilevazione di statistiche sui mercati degli strumenti derivati OTC, sulla base delle segnalazioni dei principali operatori. Il sistema di segnalazione si richiama a un documento elaborato da un gruppo di lavoro del Comitato, pubblicato nel luglio 1996, dal titolo "Proposals for Improving Global Derivatives Market Statistics", ed è stato finalizzato al termine di un periodo di consultazione con operatori di mercato e autorità di vigilanza. Nella sua impostazione, lo schema si avvale dei risultati dell'indagine condotta nel 1995 dalle banche centrali sull'attività nei mercati dei cambi e derivati, dai quali emerge che tali mercati sono molto più ampi di quanto indicassero stime anteriori. Esso mira a soddisfare le esigenze informative individuate da precedenti studi del Comitato sulle implicazioni macroeconomiche e macroprudenziali dei mercati derivati. Tali studi concludevano che, se da una parte i mercati derivati danno un valido contributo al rafforzamento del sistema finanziario, agevolando la riallocazione e la gestione del rischio, dall'altra è necessario migliorare le informazioni sulla loro dimensione e struttura al fine di accrescerne la trasparenza e di consentire ai partecipanti, alle banche centrali e alle altre autorità di seguire meglio le modalità operative e la distribuzione del rischio nel sistema finanziario globale. Le statistiche saranno compilate dalle banche centrali dei vari paesi e pubblicate dalla BRI, inizialmente su base semestrale.

Su mandato del Comitato permanente per l'euromercato, la Banca ha continuato a raccogliere, analizzare e pubblicare altri dati statistici sull'andamento dell'attività bancaria e dei mercati finanziari internazionali. Il Comitato ha avviato alcune iniziative tese a migliorare le proprie rilevazioni statistiche semestrali sull'indebitamento esterno dei paesi verso le banche attive a livello internazionale.

Nel settembre 1996 i Governatori delle banche centrali del G-10 hanno nominato Toshihiko Fukui, Senior Deputy Governor della Banca del Giappone, quale nuovo Presidente del Comitato permanente per l'euromercato, con decorrenza dal gennaio 1997. Toshihiko Fukui succede ad Andrew Crockett, Direttore Generale della BRI, che aveva ricoperto la carica di Presidente dal gennaio 1994.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

Il Comitato sui sistemi di pagamento e di regolamento (CPSS) ha proseguito l'azione volta a individuare, definire e promuovere metodi per ridurre i rischi e per migliorare l'efficienza dei meccanismi di pagamento e regolamento.

Nel corso del 1996 il Comitato ha svolto un ruolo centrale nell'ambito del lavoro condotto dalle banche centrali del G-10 sulle questioni relative alla moneta elettronica. Sono stati redatti vari rapporti riguardanti la sicurezza di tale mezzo di pagamento, le sue implicazioni per la politica monetaria e il signoraggio, le questioni legali e di efficacia giuridica, nonché il trattamento prudenziale degli emittenti. I rapporti sono stati discussi dai Governatori del G-10, i quali hanno incaricato la BRI di sorvegliare attentamente, in collaborazione con il Comitato, gli sviluppi in questo campo a livello mondiale. L'analisi condotta dalle banche centrali del G-10 ha fornito un utile contributo al lavoro di altri gruppi internazionali che studiano i problemi connessi con l'uso della moneta elettronica, in particolare i Sostituti dei Governatori delle banche centrali del G-10 e la Financial Action Task Force.

Il Comitato ha inoltre finalizzato documenti su vari temi e li ha sottoposti ai Governatori del G-10 agli inizi del 1997. In febbraio il Comitato e lo IOSCO hanno pubblicato congiuntamente un rapporto nel quale si delinea uno schema per la pubblicità delle informazioni sui sistemi di regolamento in titoli. Lo schema è strutturato in forma di questionario e mira a coadiuvare i partecipanti al mercato nell'ottenere dagli operatori dei sistemi di regolamento in titoli informazioni che consentano loro di effettuare una valutazione fondata dei rischi insiti in tali sistemi. Il gruppo di lavoro congiunto CPSS/IOSCO che ha elaborato lo schema era composto da rappresentanti di banche centrali, di autorità di vigilanza mobiliare e di organizzazioni private sia del G-10 che di altri paesi, compresi i mercati emergenti.

Oltre ad averne curato la pubblicazione e la diffusione, il Comitato e lo IOSCO hanno trasmesso il rapporto a banche centrali e autorità di vigilanza mobiliare di tutto il mondo, invitandole a richiedere ai gestori dei sistemi posti sotto la loro giurisdizione di compilare il questionario e rendere disponibili agli operatori del mercato le informazioni ottenute. I Segretariati del CPSS e dello IOSCO serviranno da centro di smistamento delle risposte.

Nel marzo 1997 il Comitato ha pubblicato due rapporti, sui sistemi interbancari per il trasferimento di fondi di grande ammontare e sui meccanismi di compensazione degli strumenti derivati negoziati in borsa. Questi documenti rappresentano una prosecuzione del precedente lavoro svolto dal Comitato sulle infrastrutture di pagamento e regolamento alla base dei mercati finanziari, in particolare gli schemi di compensazione e i sistemi di regolamento delle operazioni in titoli e in cambi. Il primo rapporto concerne il regolamento lordo in tempo reale (Real-Time Gross Settlement – RTGS) nei sistemi interbancari di pagamento per le transazioni di grande ammontare, i quali ormai trattano normalmente un volume giornaliero di operazioni nei paesi del G-10 equivalente a diversi trilioni di dollari. Il rapporto delinea un quadro d'insieme dei concetti fondamentali e dei rischi connessi con i sistemi di pagamento e prende in esame i principi e gli aspetti strutturali dei sistemi RTGS. Esso affronta altresì alcune importanti questioni riguardanti lo sviluppo di tali sistemi, fra cui i loro effetti

sulla politica monetaria e le più vaste implicazioni per i meccanismi di pagamento e regolamento all'ingrosso. Il rapporto elenca le principali differenze tra i sistemi RTGS già in funzione o in fase di progettazione nei paesi del G-10 e ne esamina le modalità di gestione della liquidità. Vengono inoltre analizzati aspetti più tecnici, come le procedure operative per il trattamento delle istruzioni di pagamento e le strutture dei flussi di messaggi.

Il secondo rapporto descrive la struttura degli schemi di compensazione per i contratti derivati negoziati nelle borse organizzate, analizzando i rischi ad essi associati e il modo in cui tali rischi sono di norma gestiti. Il documento individua i possibili punti di debolezza di questi schemi, tra cui la potenziale inadeguatezza delle risorse dell'organismo di compensazione in caso di inadempienza di un partecipante, l'assenza di controlli infragiornalieri sulle posizioni dei partecipanti e il ricorso a procedure di pagamento che non assicurano un tempestivo regolamento infragiornaliero delle operazioni. Nel contempo, il rapporto suggerisce alcuni modi per porre rimedio a tali carenze, come ad esempio l'impiego di prove di stress da parte degli organismi di compensazione, un più tempestivo riscontro delle posizioni per il calcolo dei margini di garanzia e il rafforzamento dei meccanismi interni di pagamento.

Successivamente alla pubblicazione nel marzo 1996 di un rapporto che definiva una strategia per ridurre il rischio di regolamento nelle operazioni in cambi, il Comitato ha seguito attentamente i progressi compiuti nell'attuazione di questa strategia. Tale rapporto, approvato dai Governatori del G-10, ha destato un notevole interesse e ha incoraggiato l'adozione di iniziative da parte di singole aziende di credito, associazioni di categoria e banche centrali. Esso è stato sottoposto all'attenzione del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e alcune autorità di vigilanza hanno già avviato iniziative specifiche, ad esempio emanando ad uso degli ispettori bancari criteri guida sul rischio di regolamento nelle operazioni in cambi. Altri sviluppi, quali l'introduzione di nuovi sistemi RTGS e la prospettiva di un allungamento dell'orario operativo per i sistemi esistenti, sono parimenti di ausilio al mercato nel ridurre questa tipologia di rischio.

Il Comitato ha esteso la sua cooperazione con altri organi di regolamentazione internazionali, come nel caso dell'iniziativa congiunta con lo IOSCO. Insieme al Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, esso si accinge a individuare e analizzare questioni di comune interesse. Inoltre, il Comitato ha cercato di rendere più stretta la collaborazione con le banche centrali dei paesi esterni al G-10, in particolare delle economie emergenti. Il Comitato ha tenuto riunioni con alcune di esse e, insieme alla BRI, ha organizzato seminari e incontri di lavoro sui sistemi di pagamento destinati a vari gruppi regionali di banche centrali (si veda il paragrafo seguente). Il Comitato e il suo Segretariato presso la BRI intendono intensificare i propri sforzi in tal senso nei prossimi anni.

Servizio di coordinamento per le banche centrali e le organizzazioni internazionali

In linea con l'ampliamento del ruolo globale e dell'azionariato della BRI, il Servizio di coordinamento per le banche centrali e le organizzazioni internazionali si è adoprato per potenziare i contatti fra la Banca e i gruppi regionali di banche centrali, intensificando le relazioni con gli organismi che intrattengono già legami

con il nostro istituto e allacciando nuovi rapporti con altri importanti gruppi. La BRI ha preso contatto in America latina con CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), in Asia con EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks), SEANZA (Central Banks of South East Asia, New Zealand and Australia), SEACEN (South-East Asian Central Banks) e SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation), nella Regione del Golfo con GCC (Gulf Cooperation Council) e nell'Africa australe con SADC (South African Development Community). La Banca ha contribuito all'attività di questi organismi e ha condotto seminari di studio assieme ad alcuni di essi.

Il Servizio ha inoltre continuato a svolgere le sue funzioni tradizionali, fra cui in particolare l'organizzazione di seminari per i paesi in transizione presso il Joint Vienna Institute. Tali seminari hanno avuto per oggetto aspetti specifici dell'attività di banca centrale, come politica monetaria, vigilanza bancaria, sistemi di pagamento e regolamento, gestione delle riserve e problematiche legali.

Il tradizionale ruolo della BRI nell'assistere il coordinamento della formazione e dell'assistenza tecnica fornite da numerose banche centrali alle istituzioni omologhe dei paesi in transizione è andato evolvendosi parallelamente con i progressi compiuti in molti di questi paesi, assumendo sempre più la connotazione di una cooperazione paritetica. In tale quadro i rappresentanti delle banche centrali dei paesi dell'Europa centrale e orientale e delle repubbliche della CSI continuano a incontrarsi ogni anno presso la BRI.

Gruppo di esperti di informatica

Gli scambi di vedute intervenuti durante le riunioni del Gruppo di esperti di informatica hanno confermato che i sistemi informativi delle banche centrali si stanno ulteriormente muovendo nella direzione del trattamento distribuito, senza peraltro eclissare completamente i "mainframes", la cui affidabilità e sicurezza sono tuttora apprezzate per talune applicazioni critiche. In generale, è aumentato il carico di lavoro dei dipartimenti EAD, soprattutto per la necessità di adattare i sistemi all'anno 2000 e, nelle banche centrali dell'Unione europea, alla terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM). I sistemi informativi delle banche centrali vengono sempre più aperti al mondo esterno, attraverso un più ampio accesso a Internet e la creazione di siti Web per la diffusione di informazioni al pubblico. Le tecniche Internet sono inoltre utilizzate da un crescente numero di banche centrali al fine di sviluppare le reti interne che consentono al personale un agevole accesso alle informazioni (intranets).

Nel quadro dell'analisi degli strumenti in moneta elettronica condotta dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (si veda più sopra), un gruppo di studio incaricato di esaminare gli aspetti inerenti alla sicurezza di tali nuovi prodotti ha presentato una relazione che è stata pubblicata nell'agosto 1996. In tale documento, basato su una ricerca dettagliata sui principali sistemi di moneta elettronica nei paesi del G-10, vengono valutate le misure di sicurezza intese a prevenire i rischi di contraffazione, a individuare gli impieghi illeciti e a limitare l'entità delle eventuali frodi. Esso conclude, fra l'altro, che i rischi possono essere efficacemente ridotti predisponendo e facendo applicare rigorosamente un ampio ventaglio di misure di sicurezza.

Gruppo di esperti sulle questioni della banca dei dati monetari ed economici

Il Gruppo di esperti sulle questioni della banca dei dati monetari ed economici ha continuato a esaminare la possibilità di estendere lo scambio di informazioni elettroniche fra le banche centrali alla trasmissione di dati, documenti, registrazioni audio e immagini video. Il Gruppo è stato vivamente incoraggiato a proseguire i lavori sulla base dei favorevoli risultati del questionario elaborato in materia dai Gruppi di lavoro sugli aspetti strategici e tecnici, e distribuito ai rappresentanti delle banche centrali facenti parte dei comitati e dei gruppi di esperti della BRI. Sono state inoltre avviate iniziative per individuare le eventuali sovrapposizioni nello scambio di informazioni elettroniche in conseguenza dei lavori delle banche centrali della UE in vista dell'Unione economica e monetaria, al fine di evitare laddove possibile una duplicazione degli sforzi. Il Gruppo ha inoltre discusso l'attuale utilizzo dei computer da parte degli economisti e degli statistici delle banche centrali, nonché le tecnologie emergenti, analizzando in particolare le opportunità che si offrono per migliorare l'efficienza nella gestione delle basi di dati e nelle tecniche analitiche.

2. Funzioni di Agente e Fiduciario

Durante lo scorso esercizio la Banca ha continuato a svolgere le funzioni 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 operazioni 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 16 settembre 1996. Una descrizione della struttura e operatività del sistema di compensazione è contenuta nella 56^a Relazione annuale del giugno 1986. Nel periodo in esame due ulteriori istituzioni hanno ottenuto dall'ABE lo status di banca di compensazione e sono entrate a far parte del sistema agli inizi del maggio 1997. Il numero complessivo delle banche di compensazione dell'ecu è pertanto salito a 49.

Fiduciario per i prestiti governativi internazionali

Con riferimento alle obbligazioni di consolidamento 1990–2010 dei Prestiti Dawes e Young, 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 ai detentori di obbligazioni circa DM 3,4 milioni a titolo di rimborso alla data di scadenza del 3 ottobre 1996, nonché DM 6,8 milioni per il pagamento degli interessi alle date di scadenza del 3 aprile e 3 ottobre 1996 e degli interessi arretrati. I valori di rimborso e i fattori di conversione ricalcolati per le summenzionate date di scadenza degli interessi sono stati pubblicati nella Gazzetta federale dall'Amministrazione tedesca del debito federale (Bundesschuldenverwaltung).

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 50^a Relazione annuale del giugno 1980, che si applicano anche alle obbligazioni di consolidamento 1990–2010. Gli Agenti di pagamento sono stati invitati a prendere adeguate misure precauzionali al fine di salvaguardare i diritti degli obbligazionisti.

Per maggiori dettagli su queste obbligazioni e sulle funzioni della Banca si rimanda alla 63^a Relazione annuale del giugno 1993.

Depositario di garanzie per le obbligazioni brasiliane

Ai sensi dei due Contratti di pegno siglati il 15 aprile 1994, la BRI agisce in qualità di Depositario 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.

Depositario e Fiduciario di garanzie per le obbligazioni peruviane

Analogamente, ai sensi degli accordi del 7 marzo 1997, la BRI esercita le funzioni di Depositario 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 venti o trenta anni, emesse dal Perù nel quadro degli accordi di ristrutturazione del debito esterno conclusi nel novembre 1996. La BRI esercita anche le funzioni di Agente fiduciario nel quadro di tali accordi.

3. Assistenza finanziaria alle banche centrali

Benché non vi siano stati programmi di sostegno finanziario internazionale coordinati dalla BRI nell'esercizio sotto rassegna, la Banca ha continuato ad accordare crediti bilaterali a breve termine a banche centrali. Tali crediti sono in genere assistiti da garanzia, ma occasionalmente possono anche non esserlo, fatti salvi i normali criteri di valutazione del credito e tenuto conto dell'entità delle relazioni bancarie.

4. Cooperazione con le commissioni ufficiali nelle ricerche sulle attività nel periodo bellico

In connessione con il rinnovato, ampio interesse per la questione degli averi sottratti durante la Seconda guerra mondiale, sono pervenute alla BRI alcune richieste di informazioni sulla sua attività durante il periodo bellico da parte di commissioni ufficiali, tra cui US House of Representatives Committee on Banking, Housing and Financial Services, US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Independent Committee of Eminent Persons e Commissione indipendente di esperti: Svizzera – Seconda guerra mondiale. Mentre talune delle questioni sollevate erano di carattere generale, l'attenzione si è concentrata in particolare sulle transazioni in oro condotte dalla BRI con la Reichsbank durante la guerra. La Banca ha risposto a tali interrogazioni fornendo informazioni dettagliate e impegnandosi a collaborare pienamente con tutte le commissioni ufficiali, tra l'altro autorizzando l'accesso a tutto il materiale

attinente. Lo storico della BRI, che da quasi due anni è impegnato a classificare e repertoriare gli archivi, ha preparato un rapporto sulle attività della Banca durante la guerra, certificato successivamente dai revisori Coopers & Lybrand. Questo rapporto è stato messo a disposizione del pubblico ed è consultabile sul sito Web della BRI (<http://www.bis.org>). In considerazione del generale interesse pubblico per tali questioni, il Consiglio di amministrazione ha inoltre deciso di aprire gli archivi della BRI a partire dagli inizi del 1998 e di rendere accessibile un certo numero di documenti basilari dal luglio 1997.

5. Operazioni del Dipartimento Bancario

Al 31 marzo 1997 il totale di bilancio ammontava a 66 793 milioni di franchi oro, un livello di fine esercizio che non ha precedenti. Ciò rappresenta un incremento di 8 175 milioni di franchi oro, ossia del 14%, rispetto al totale di 58 618 milioni registrato l'anno precedente. Quest'aumento sarebbe stato sensibilmente maggiore (di 2,5 miliardi di franchi oro) senza l'influsso delle variazioni di valutazione derivanti dal rafforzamento del dollaro USA.

Passivo

Le risorse finanziarie esterne della BRI ne rispecchiano anzitutto il ruolo di banca delle banche centrali. Durante l'esercizio sotto rassegna, la BRI ha preso una serie di iniziative per migliorare la competitività di vari servizi bancari e d'investimento che essa offre a oltre cento banche centrali e istituzioni finanziarie internazionali in tutto il mondo.

Al 31 marzo 1997 i depositi ricevuti in oro e valute ammontavano a 62 097 milioni di franchi oro, contro 54 271 milioni nell'esercizio precedente. Senza l'effetto negativo dei movimenti dei tassi di cambio sul volume totale dei depositi, l'incremento registrato (7 826 milioni di franchi oro) sarebbe risultato maggiore di circa 2,6 miliardi. Questa pronunciata espansione delle risorse esterne va in gran parte attribuita ai nuovi depositi in valuta collocati dalle banche centrali.

La quota dei depositi complessivi delle banche centrali sui fondi assunti a prestito è rimasta sostanzialmente invariata, con un leggero calo al 93,9% nel 1996-97 contro il 94,2% dell'anno precedente e il 95% a fine marzo 1995. Di conseguenza, la quota degli altri depositanti (prevalentemente istituzioni finanziarie internazionali) è passata dal 5,8 al 6,1% nell'esercizio sotto rassegna, per un totale di 3 758 milioni di franchi oro a fronte di 3 133 milioni al 31 marzo 1996.

Il trascorso esercizio è stato caratterizzato in particolare da un notevole aumento (37%) dei depositi ricevuti in dollari USA. Pertanto, la quota di questa moneta sul totale delle risorse esterne in valuta è salita al 61,6% (contro il 52,3% a fine marzo 1996 e il 61,1% a fine marzo 1995), mentre quella dei depositi in marchi tedeschi, in parte a causa delle variazioni di cambio, è scesa dal 32,8% alla fine dell'esercizio precedente al 20,5% il 31 marzo 1997, riportandosi in prossimità della quota del 22,2% registrata due anni prima.

Al 31 marzo 1997 i depositi con scadenza fino a tre mesi rappresentavano il 98,2% del totale delle risorse in valuta, contro il 95,1% nell'esercizio precedente.

I depositi in oro sono diminuiti di 409 milioni di franchi oro, scendendo a 3 836 milioni, livello che corrisponde a una quota del 6,2% sull'insieme dei fondi assunti a prestito al 31 marzo 1997, contro il 7,8% alla fine dell'esercizio precedente.

Attivo

La maggior parte delle attività di riserva delle banche centrali detenuta presso la BRI è a breve termine, e uno degli obiettivi primari che la Banca si prefigge nell'investire tali risorse è pertanto quello di preservare un elevato grado di liquidità. La Banca 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.

Con un aumento di 8 504 milioni di franchi oro sull'esercizio precedente, le attività in valuta hanno raggiunto un totale di 62 088 milioni al 31 marzo 1997, contro 53 584 milioni a fine marzo 1996. Queste attività rappresentano depositi collocati presso primarie istituzioni finanziarie di fama internazionale, nonché 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.

Le attività in oro della Banca sono diminuite da 5 001 a 4 504 milioni di franchi oro durante l'esercizio finanziario 1996-97, principalmente in seguito alla flessione dei depositi in oro ricevuti.

La Banca fa anche ricorso ad alcuni strumenti derivati, essenzialmente al fine di gestire i fondi propri in modo più efficiente e di coprire i rischi sui fondi assunti a prestito (si veda la nota 7a della Situazione patrimoniale).

6. Utile netto e sua ripartizione

I conti relativi al sessantasettesimo esercizio chiuso il 31 marzo 1997 presentano un risultato netto di gestione di 203 289 449 franchi oro a fronte di 187 937 032 franchi oro per l'esercizio precedente. Il risultato netto di gestione della Banca è aumentato nonostante il calo dei proventi da intermediazione dovuto al restringimento del margine medio. D'altra parte, è aumentato leggermente il reddito prodotto dal collocamento di fondi propri, essendosi accresciuto il loro volume dopo l'emissione di 44 000 nuove azioni nella seconda metà dell'esercizio. È stato inoltre registrato un aumento dei proventi sugli investimenti in oro e sulle operazioni in valuta per conto della clientela. Infine, il Consiglio di amministrazione ha accantonato un ammontare ridotto a fronte dei rischi bancari e di altre contingenze, in seguito a una rivalutazione dei rischi di credito e di mercato ai quali sono esposti gli impieghi della Banca.

Il risultato del presente esercizio è al netto delle spese di amministrazione ammontate a 60 530 595 franchi oro, con una flessione del 9% rispetto all'importo di 66 347 998 franchi oro dell'esercizio precedente. Questa contrazione è dovuta per intero agli effetti di valutazione risultanti dal significativo deprezzamento del franco svizzero in termini di franchi oro nel corso dell'esercizio. In termini di franchi svizzeri, moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca, l'aumento dei costi è stato di poco meno del 2%.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 3 000 000 franchi oro all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e 6 000 000 franchi oro all'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature. Dedotti questi due trasferimenti, l'utile netto ammonta a 194 289 449 franchi oro contro 181 333 300 franchi oro nel precedente esercizio.

In conformità dell'Articolo 51 dello Statuto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire l'utile netto di 194 289 449 franchi oro nel modo seguente:

- 1) un importo di 48 780 923 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 280 franchi svizzeri per azione (il dividendo pagabile sulle 44 000 nuove azioni emesse nella seconda metà dell'esercizio 1996-97 sarà liquidato pro rata tempore in base alla data di sottoscrizione);
- 2) un importo di 41 018 778 franchi oro al Fondo di riserva generale;
- 3) un importo di 3 000 000 franchi oro al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
- 4) un importo di 101 489 748 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 1997 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1997.

La Situazione patrimoniale, il Conto profitti e perdite, nonché un prospetto riassuntivo delle variazioni del capitale versato e delle riserve della Banca nel corso dell'esercizio sono riportati alla fine della presente Relazione. I conti della Banca sono stati certificati dai Revisori Price Waterhouse, i quali hanno confermato che la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, unitamente alle note riportate alle pagine 212-214, forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca al 31 marzo 1997, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a quella data. La relazione dei Revisori è riportata in calce al bilancio.

7. Aumento del numero delle banche centrali azioniste

Al fine di rafforzare maggiormente la cooperazione tra le banche centrali sotto l'egida della BRI, il Consiglio di amministrazione ha deciso il 9 settembre 1996 di invitare nove banche centrali a diventare membri della Banca. In seguito a questa decisione, il Banco Central do Brasil, la Banca della Repubblica popolare di Cina, la Banca di Corea, la Hong Kong Monetary Authority, la Reserve Bank of India, il Banco de México, la Banca centrale della Federazione russa, la Saudi Arabian Monetary Agency e la Monetary Authority of Singapore sono stati invitati a sottoscrivere azioni della terza tranche del capitale della BRI. Prima della chiusura dell'esercizio, tutte le nove istituzioni avevano accolto l'offerta del Consiglio, diventando quindi membri della BRI.

La decisione del Consiglio di emettere nuove azioni della terza tranche del capitale della Banca è stata presa in conformità degli Articoli 6 e 8(3) dello

Statuto. Inoltre le banche centrali fondatrici rappresentate nel Consiglio hanno esercitato il loro diritto, ai sensi dell'Articolo 8(2) dello Statuto, di sottoscrivere una parte della nuova emissione di azioni e, in applicazione dell'Articolo 9 dello Statuto, hanno immediatamente messo a disposizione della Banca le azioni così sottoscritte per l'annullamento e l'emissione di un numero equivalente di nuove azioni in favore di altre banche centrali rappresentate nel Consiglio.

In occasione di questa quarta emissione di azioni della terza tranche, alla chiusura dell'esercizio erano state sottoscritte 44 000 nuove azioni. Il prezzo di emissione per tutte le azioni offerte in sottoscrizione è stato fissato dal Consiglio a 3 643 franchi oro per azione, equivalenti a 1057,645 grammi di oro fino (o 34 once) per azione. Poiché le azioni della Banca sono liberate nella misura del 25%, equivalente a 625 franchi oro per azione, il prezzo di emissione di 3 643 franchi oro comporta un sovrapprezzo di 3 018 franchi oro per azione. Alle istituzioni interessate è stata offerta la possibilità di regolare il prezzo di emissione delle nuove azioni sia in oro sia mediante il versamento, in moneta convertibile accettata dalla BRI, dell'ammontare che sarebbe necessario ad acquistare lo stesso peso di oro sul mercato alla data di sottoscrizione (il controvalore nella moneta convertibile è calcolato sulla base della quotazione dell'oro a Londra, fixing del mattino, due giorni prima della data di valuta del pagamento).

In seguito all'emissione di 44 000 nuove azioni della terza tranche del capitale della Banca, il numero delle azioni emesse dalla BRI è aumentato da 473 125 a 517 125 e l'ammontare del capitale versato della Banca, quale figura nella Situazione patrimoniale al 31 marzo 1997, si è accresciuto di 27,5 milioni di franchi oro e ammonta ora a 323,2 milioni. Il sovrapprezzo di emissione complessivo pagato dalle banche centrali sottoscrittrici si ragguaglia a 132,8 milioni di franchi oro, di cui 2 250 000 franchi oro sono stati trasferiti al Fondo di riserva legale e 130 542 000 franchi oro al Fondo di riserva generale.

8. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione

Nella seduta del 10 marzo 1997 il Consiglio ha eletto Alfons Verplaetse, Governatore della Banca nazionale del Belgio, alle cariche di Presidente del Consiglio di amministrazione e di Presidente della Banca per un periodo di tre anni con decorrenza dal 1° luglio 1997, quando W.F. Duisenberg lascerà queste cariche.

Nel maggio 1996 Carlo Azeglio Ciampi si è dimesso dalla carica di Consigliere e pertanto da quella di Vice Presidente del Consiglio di amministrazione. Nella seduta del 10 giugno 1996 il Consiglio ha eletto Lord Kingsdown alla carica di Vice Presidente del Consiglio e ha preso atto che Antonio Fazio aveva designato Vincenzo Desario alla carica di membro del Consiglio, ai sensi dell'Articolo 27(2) dello Statuto. Nel novembre 1996 tale nomina, che era stata effettuata inizialmente per la restante durata del mandato di Carlo Azeglio Ciampi, è stata rinnovata per un periodo di tre anni. Del pari, le nomine di Helmut Schlesinger e Philippe Wilmès sono state rinnovate in base allo stesso Articolo dello Statuto, rispettivamente nel dicembre 1996 e gennaio 1997.

Nel settembre 1996 Alan Greenspan ha designato Alice M. Rivlin quale suo Sostituto.

Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite

al 31 marzo 1997

Situazione patrimoniale al 31 marzo 1997

(in franchi oro – si veda la Nota 2a) relativa ai Conti)

1996	Attivo	1997
	Oro	
4 364 194 019	Detenuto in verghe	3 547 261 289
637 302 466	Depositi vincolati e anticipazioni	956 662 444
5 001 496 485		4 503 923 733
9 761 421	Cassa in contanti e conti a vista presso banche	384 413 644
4 105 690 444	Buoni del Tesoro	2 813 409 132
	Depositi vincolati e anticipazioni in valute	
29 998 320 757	Fino a 3 mesi	34 201 692 134
7 329 811 023	A oltre 3 mesi	8 153 458 323
37 328 131 780		42 355 150 457
	Titoli di Stato e altri titoli	
3 539 879 228	Fino a 3 mesi	3 441 537 565
8 600 477 193	A oltre 3 mesi	13 093 749 660
12 140 356 421		16 535 287 225
32 771 184	Partite varie	200 780 130
1	Terreno, immobili e arredi	1
58 618 207 736		66 792 964 322

Dopo
ripartizione dell'utile
netto di esercizio

Prima della
ripartizione dell'utile
netto di esercizio

Dopo la
ripartizione dell'utile
netto di esercizio

1996	Passivo	1997	
295 703 125	Capitale versato	323 203 125	323 203 125
1 783 483 397	Riserve	1 916 275 398	2 061 783 924
373 473 506	Rettifiche di valore	351 129 995	351 129 995
4 079 409 773	Depositi (in oro)	3 471 145 991	3 471 145 991
42 095 720	A vista	186 971 696	186 971 696
123 463 527	Fino a 3 mesi	178 283 536	178 283 536
4 244 969 020	A oltre 3 mesi	3 836 401 223	3 836 401 223
1 129 229 959	Depositi (in valute)	2 166 693 892	2 166 693 892
46 437 189 005	A vista	55 074 556 745	55 074 556 745
2 459 422 087	Fino a 3 mesi	1 019 098 838	1 019 098 838
50 025 841 051	A oltre 3 mesi	58 260 349 475	58 260 349 475
283 079 270	Sistema pensionistico del personale	252 630 204	252 630 204
1 558 325 067	Partite varie	1 658 685 453	1 658 685 453
	Conto profitti e perdite	194 289 449	
53 333 300	Dividendo pagabile il 1° luglio		48 780 923
58 618 207 736		66 792 964 322	66 792 964 322

Conto profitti e perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1997
(in franchi oro)

	1996	1997
Interessi e sconti attivi, e altri proventi di gestione	3 692 892 528	3 524 961 970
Meno: interessi e sconti passivi	3 438 607 498	3 261 141 926
Interessi netti e altri proventi di gestione	254 285 030	263 820 044
Meno: spese di amministrazione		
Consiglio di amministrazione	1 460 882	1 328 950
Direzione e personale	46 568 445	42 944 303
Funzionamento degli uffici e altre spese	18 318 671	16 257 342
	66 347 998	60 530 595
Risultato netto di gestione	187 937 032	203 289 449
Meno: importi trasferiti allo		
Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione	3 529 792	3 000 000
Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature	3 073 940	6 000 000
	6 603 732	9 000 000
Utile netto dell'esercizio finanziario	181 333 300	194 289 449
Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale che l'utile netto dell'esercizio chiuso il 31 marzo 1997 sia ripartito, ai sensi dell'Articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:		
Dividendo: 280 franchi svizzeri per azione su 473 125 azioni	53 333 300	47 247 209
(1996: 260 franchi svizzeri)		
su 44 000 azioni di nuova emissione	—	1 533 714
(pro rata tempore in base alla data di sottoscrizione)		
	53 333 300	48 780 923
	128 000 000	145 508 526
Trasferimento al fondo di riserva generale	38 400 000	41 018 778
	89 600 000	104 489 748
Trasferimento al fondo speciale di riserva per i dividendi	3 000 000	3 000 000
	86 600 000	101 489 748
Trasferimento al fondo di riserva libero	86 600 000	101 489 748
	—	—

Variazioni del capitale versato e delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1997

(in franchi oro)

I. Capitale versato

	Numero di azioni	Franchi oro
Azioni di 2 500 franchi oro, versate per il 25%:		
Situazione al 1° aprile 1996	473 125	295 703 125
Azioni emesse durante l'esercizio finanziario 1996/97	44 000	27 500 000
Situazione al 31 marzo 1997 come da bilancio	517 125	323 203 125

II. Evoluzione dei fondi di riserva

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero	Totale dei fondi di riserva
Situazione al 1° aprile 1996, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1995/96	30 070 313	803 316 157	56 530 055	893 566 872	1 783 483 397
Più: ripartizione del sovrapprezzo sull'emissione di 44 000 nuove azioni	2 250 000	130 542 001	—	—	132 792 001
Situazione al 31 marzo 1997 prima della ripartizione dell'utile netto	32 320 313	933 858 158	56 530 055	893 566 872	1 916 275 398
Più: ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1996/97	—	41 018 778	3 000 000	101 489 748	145 508 526
Situazione al 31 marzo 1997 come da bilancio	32 320 313	974 876 936	59 530 055	995 056 620	2 061 783 924

III. Il capitale versato e i fondi di riserva al 31 marzo 1997 (dopo le ripartizioni) erano rappresentati da:

	Capitale versato	Fondi di riserva	Totale capitale e riserve
Attività nette in			
Oro	323 203 125	338 697 628	661 900 753
Valute	—	1 723 086 296	1 723 086 296
Situazione al 31 marzo 1997 come da bilancio	323 203 125	2 061 783 924	2 384 987 049

Note relative ai Conti

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1997

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 quarantuno 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 1996/97 sono presentati in una veste approvata dal Consiglio di amministrazione in conformità all'Articolo 49 dello Statuto della Banca.

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 conto Rettifiche di valore.

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) Rettifiche di valore

Il conto Rettifiche di valore accoglie le differenze di cambio descritte al punto a); queste variazioni di valutazione si riferiscono essenzialmente alla quota dei fondi propri della Banca detenuta in monete diverse dal dollaro USA.

Sui movimenti in questo conto durante l'esercizio 1996/97 hanno influito transazioni di natura eccezionale effettuate in connessione con l'emissione di nuove azioni da parte della Banca. Tali transazioni hanno dato luogo a plusvalenze contabili su oro, le quali sono state accreditate al conto Rettifiche di valore.

h) 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. la voce d) più sopra).

i) 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.

j) 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 del risultato netto di gestione 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 gli ammontari non utilizzati degli accantonamenti sono inclusi nelle partite varie passive.

Note relative alla Situazione patrimoniale

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1997

1. Disponibilità in oro

La seguente tabella mostra la composizione delle disponibilità complessive della Banca in oro:

Attivo	1996	1997
Oro in verghe detenuto presso banche centrali	4 364 194 019	3 547 261 289
Depositi in oro a termine:		
Fino a 3 mesi	236 533 897	450 480 089
Oltre 3 mesi	400 768 569	506 182 355
	<u>5 001 496 485</u>	<u>4 503 923 733</u>

Le disponibilità proprie in oro della Banca ammontavano al 31 marzo 1997 a FO 661 900 753, equivalenti a 192 tonn. di oro fino (1996: FO 661 882 392; 192 tonn.).

2. Buoni del Tesoro

Le disponibilità della Banca in buoni del Tesoro erano le seguenti:

	1996	1997
– Acquisiti a fermo	<u>4 105 690 444</u>	<u>2 813 409 132</u>

Il valore di mercato al 31 marzo 1997 dei buoni del Tesoro acquisiti a fermo era di FO 2 812,7 milioni (1996: 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:

	1996	1997
– Acquisiti a fermo	10 488 115 419	15 651 114 800
– Detenuti per operazioni pronti contro termine	<u>1 652 241 002</u>	<u>884 172 425</u>
	<u>12 140 356 421</u>	<u>16 535 287 225</u>

Il valore di mercato al 31 marzo 1997 dei titoli di Stato e altri titoli acquisiti a fermo era di FO 15 720,1 milioni (1996: FO 10 532,7 milioni).

4. Capitale

Il capitale della Banca è composto da:

	1996	1997
Capitale autorizzato: 600 000 azioni, di 2 500 franchi oro ciascuna	1 500 000 000	1 500 000 000
Capitale emesso: 473 125 azioni 517 125 azioni	1 182 812 500	1 292 812 500
liberate per il 25%	295 703 125	323 203 125

Durante l'esercizio 1996/97 la Banca ha emesso 44 000 nuove azioni al prezzo unitario di FO 3 643. La quota liberata di FO 625 per azione è stata accreditata al capitale azionario; il saldo – costituito dal sovrapprezzo di emissione di FO 3 018 per azione – è stato accreditato ai fondi di riserva (si veda anche il prospetto "Variazioni del capitale versato e delle riserve della Banca").

5. Riserve

Le riserve della Banca sono composte da:

	1996	1997
Fondo di riserva legale	30 070 313	32 320 313
Fondo di riserva generale	803 316 157	974 876 936
Fondo speciale di riserva per i dividendi	56 530 055	59 530 055
Fondo di riserva libero	893 566 872	995 056 620
	1 783 483 397	2 061 783 924

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:

	1996	1997
Banche Centrali		
A vista	1 060 459 178	2 107 217 967
Fino a 3 mesi	43 770 492 278	51 736 873 597
Oltre 3 mesi	2 062 276 087	658 294 838
Altri depositanti		
A vista	68 770 781	59 476 195
Fino a 3 mesi	2 666 696 727	3 337 683 148
Oltre 3 mesi	397 146 000	360 804 000
	50 025 841 051	58 260 349 475

7. Posizioni fuori bilancio

a) 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.

Ammontari di capitale nozionali

	1996	1997
(in milioni di franchi oro)		
Contratti di tasso di cambio:		
Riporti e contratti a termine		
in cambi	17 194,8	9 917,3
Swap di valute	842,5	1 263,7
Contratti di tasso di interesse		
Swap di tasso di interesse	6 312,1	8 338,2
Forward rate agreements e futures	9 896,0	3 391,8

Gli ammontari di capitale nozionali o negoziati dei vari strumenti derivati riflettono la misura in cui la Banca opera sui rispettivi mercati ma non forniscono alcuna indicazione del rischio di credito o di mercato cui è esposta la Banca. Il costo di sostituzione lordo di tutti i contratti con valore intrinseco positivo ai prezzi correnti di mercato al 31 marzo 1997 ammontava a FO 565 milioni (1996: FO 371 milioni).

b) Operazioni fiduciarie

Le operazioni fiduciarie non compaiono in bilancio, poiché esse sono effettuate per conto e a rischio della clientela della Banca, sebbene a nome proprio.

	1996	1997
(in milioni di franchi oro)		
Valore nominale dei titoli detenuti in custodia	11 537,9	12 281,4
Oro detenuto in custodia	982,5	972,0

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 indipendente 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 1997, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data, e sono pertanto conformi allo Statuto della Banca.

Ralph R. Reinertsen

Revisori responsabili

Jack W. Flamson

Basilea, 25 aprile 1997

Sommario della Situazione patrimoniale negli ultimi cinque esercizi

(in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1993	1994	1995	1996	1997
Oro					
<i>Detenuto in verghe</i>	4 762,9	4 338,3	4 373,4	4 364,2	3 547,3
<i>Depositi vincolati e anticipazioni</i>	413,0	579,8	541,8	637,3	956,7
	5 139,9	4 918,1	4 915,2	5 001,5	4 504,0
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	7,5	12,0	9,8	9,8	384,4
Buoni del Tesoro	2 175,4	3 510,7	5 520,3	4 105,7	2 813,4
Depositi vincolati e anticipazioni in valute	41 183,9	41 370,7	42 478,7	37 328,1	42 355,1
Titoli di Stato e altri titoli	11 428,3	15 087,9	12 284,3	12 140,3	16 535,3
Partite varie	31,4	76,6	19,2	32,8	200,8
Terreno, immobili e arredi	—	—	—	—	—
Totale attivo	59 966,4	64 975,7	65 227,5	58 618,2	66 793,0
Capitale versato	295,7	295,7	295,7	295,7	323,2
Riserve <i>(dopo la ripartizione dell'utile di esercizio)</i>					
<i>Fondo di riserva legale</i>	30,1	30,1	30,1	30,1	32,3
<i>Fondo di riserva generale</i>	703,1	732,2	764,9	803,3	974,9
<i>Fondo speciale di riserva per i dividendi</i>	47,5	50,5	53,5	56,5	59,5
<i>Fondo di riserva libero</i>	668,8	733,7	807,0	893,6	995,1
	1 449,5	1 546,5	1 655,5	1 783,5	2 061,8
Differenze di valutazione	270,3	273,1	449,5	373,5	351,1
Depositi					
<i>Oro</i>	4 367,3	4 061,1	4 157,0	4 245,0	3 836,4
<i>Valute</i>	52 147,7	57 164,9	56 934,4	50 025,8	58 260,4
	56 515,0	61 226,0	61 091,4	54 270,8	62 096,8
Sistema pensionistico del personale	172,1	200,2	271,0	283,1	252,6
Partite varie	1 224,9	1 393,1	1 411,0	1 558,3	1 658,7
Dividendo	38,9	41,1	53,4	53,3	48,8
Totale passivo	59 966,4	64 975,7	65 227,5	58 618,2	66 793,0

Sommario del Conto profitti e perdite negli ultimi cinque esercizi

(in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1993	1994	1995	1996	1997
Interessi netti e altri proventi di gestione	211,7	195,7	229,3	254,3	263,8
Meno: spese di amministrazione					
<i>Consiglio di amministrazione</i>	0,8	0,8	1,2	1,5	1,3
<i>Direzione e personale</i>	32,2	34,1	40,2	46,6	42,9
<i>Funzionamento degli uffici e altre spese</i>	16,3	15,5	17,4	18,3	16,3
	49,3	50,4	58,8	66,4	60,5
Risultato netto di gestione	162,4	145,3	170,5	187,9	203,3
Meno: importi trasferiti allo					
<i>Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione</i>	3,3	3,3	3,4	3,5	3,0
<i>Accantonamento per immobili</i>	—	—	—	—	—
<i>Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature</i>	19,2	3,9	4,7	3,1	6,0
	22,5	7,2	8,1	6,6	9,9
Risultato netto di gestione	139,9	138,1	162,4	181,3	194,3
Dividendo	38,9	41,1	53,4	53,3	48,8
	101,0	97,0	109,0	128,0	145,5
Trasferimento al fondo di riserva generale	30,3	29,1	32,7	38,4	41,0
	70,7	67,9	76,3	89,6	104,5
Trasferimento al fondo speciale di riserva per i dividendi	5,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	65,7	64,9	73,3	86,6	101,5
Trasferimento al fondo di riserva libero	65,7	64,9	73,3	86,6	101,5
	—	—	—	—	—

Consiglio di amministrazione

W. F. Duisenberg, Amsterdam
Presidente del Consiglio di amministrazione,
Presidente della Banca

Lord Kingsdown, Londra
Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Urban Bäckström, Stoccolma
Vincenzo Desario, Roma
Antonio Fazio, Roma
Edward A. J. George, Londra
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Parigi
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
Alice M. Rivlin, oppure
Edwin M. Truman, Washington
Carlo Santini, oppure
Stefano Lo Faso, Roma
Helmut Schieber, oppure
Bernd Goos, Francoforte s/M

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
Günter Pleines	Vice Capo del Dipartimento Bancario
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
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

