

Banca dei Regolamenti Internazionali

69^a Relazione annuale

1° aprile 1998 – 31 marzo 1999 Basilea, 7 giugno 1999

Copie delle pubblicazioni sono disponibili presso:

Banca dei Regolamenti Internazionali
Servizi Informazione, Stampa e Biblioteca
CH-4002 Basilea, Svizzera

Telefax: +41 61 / 280 91 00 e +41 61 / 280 81 00

© Banca dei Regolamenti Internazionali, 1999

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 92-9131-499-4

Publicata anche in francese, inglese, spagnolo (autunno 1999) e tedesco.

Disponibile sul sito Internet della BRI (www.bis.org).

Indice

	Pagina
Lettera di presentazione	1
I. Introduzione: il lato più oscuro dei processi di mercato	3
Disinflazione globale e dinamica della crisi	4
Gestione e prevenzione delle crisi	8
II. Gli andamenti nei paesi industriali avanzati	11
Aspetti salienti	11
Aggiustamenti e risposte di politica economica agli shock esterni	12
Interscambio mercantile e partite correnti	15
Politica fiscale	17
Altre componenti della domanda	19
Sviluppi sui mercati del lavoro	24
Disoccupazione	24
Produttività del lavoro	25
Evoluzione recente dell'inflazione dei salari e dei prezzi	27
Evidenza di rigidità nominali	30
III. Il diffondersi della crisi nei mercati emergenti	33
Aspetti salienti	33
Principali fattori all'origine degli andamenti nelle economie emergenti	33
Flussi di capitali	35
Andamenti dell'interscambio mercantile	40
Aggiustamento alla crisi in Asia	43
Andamenti recenti	43
Orientamento delle politiche nel corso della crisi	48
Cina e India	51
Ristrutturazione delle banche e delle imprese	52
La crisi finanziaria russa e il suo impatto sull'Europa orientale	54
Andamenti in America latina	58
La crisi brasiliana	60
Il contagio ad altre economie latino-americane	62
IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati	66
Aspetti salienti	66
Stati Uniti	67
Giappone	69
Area dell'euro	71
Sviluppi sul piano economico e delle politiche	71
Strategia di politica monetaria della BCE	74
Paesi con obiettivi di inflazione espliciti	77
Tassi di cambio e politica monetaria	80

	Pagina
Politica monetaria in condizioni di stabilità dei prezzi	83
<i>Antecedenti storici</i>	84
<i>Ancoraggio delle aspettative</i>	86
<i>Implicazioni di una bassa inflazione per la politica monetaria</i>	86
V. Turbolenza nei mercati delle attività	88
Aspetti salienti	88
Evoluzione dei mercati delle attività nei paesi industriali	88
<i> Mercati azionari</i>	89
<i> Mercati obbligazionari</i>	94
<i> Mercati immobiliari</i>	98
Caratteristiche dei mercati finanziari in situazione di stress	99
<i> Fluttuazioni nell'umore degli investitori</i>	99
<i> Fuga verso la qualità e la liquidità</i>	101
<i> Dinamiche di prezzo atipiche</i>	105
<i> L'episodio di LTCM: un segno dei tempi?</i>	106
<i> Insegnamenti della crisi del settembre e ottobre 1998</i>	108
VI. Gli andamenti nei mercati dei cambi	110
Aspetti salienti	110
Dollaro, yen, marco ed euro	110
<i> Determinanti cicliche e tecniche del cambio del dollaro</i>	110
<i> Prospettive di lungo termine a riguardo del dollaro</i>	117
Andamenti nei mercati valutari emergenti	118
Tassi di cambio intraeuropei	122
I mercati valutari dopo l'introduzione dell'euro	123
VII. I mercati finanziari internazionali	128
Aspetti salienti	128
Il mercato bancario internazionale	129
<i> Operazioni con i paesi interni all'area dichiarante</i>	131
<i> Operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante</i>	133
I mercati mobiliari internazionali	135
<i> Categoria e nazionalità degli emittenti</i>	137
<i> Tipi di strumenti e composizione per valute</i>	139
I mercati derivati globali	141
<i> Strumenti negoziati in borsa</i>	142
<i> Strumenti negoziati fuori borsa</i>	145
<i> Trasparenza e interdipendenze tra mercati</i>	146
VIII. Conclusioni: trovar luce fra le ombre	150
Politiche volte a promuovere la stabilità macroeconomica	152
Politiche volte a promuovere la stabilità finanziaria	156

	Pagina
Attività della Banca	163
Cooperazione monetaria e finanziaria internazionale	163
<i>Consultazioni regolari su questioni monetarie e finanziarie</i>	163
<i>Riunioni dei comitati permanenti sulle questioni di stabilità finanziaria</i>	165
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	165
<i>Comitato sul sistema finanziario globale</i>	166
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i>	168
Cooperazione internazionale allargata	169
<i>Contributi della BRI al lavoro del Gruppo dei Dieci</i>	169
<i>Contributi della BRI al lavoro di riforma dell'architettura finanziaria internazionale</i> . . .	170
<i>La International Association of Insurance Supervisors</i>	170
<i>Il Joint Year 2000 Council</i>	171
Altre forme di cooperazione tra banche centrali	172
<i>Servizi di coordinamento per le banche centrali e le organizzazioni internazionali</i> . . .	172
<i>Gruppo di esperti sulle questioni della banca dei dati monetari ed economici</i>	173
<i>Gruppo di esperti di informatica</i>	173
Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico	173
Istituto per la stabilità finanziaria	174
Funzioni di Agente e di Fiduciario	174
<i>Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ecu privati</i>	175
<i>Fiduciario per i prestiti governativi internazionali</i>	175
<i>Depositario di garanzie per le obbligazioni brasiliane</i>	176
<i>Depositario di garanzie per le obbligazioni peruviane</i>	176
<i>Depositario di garanzie per le obbligazioni della Côte d'Ivoire</i>	176
Assistenza finanziaria alle banche centrali	176
Operazioni del Dipartimento Bancario	176
Passivo	177
Attivo	178
Utile netto e sua ripartizione	178
Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione	179
Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1999	181
Consiglio di amministrazione	196
Dirigenti della Banca	197

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra il 10 e il 19 maggio 1999

Elenco dei grafici (*) e delle tabelle

	Pagina
Gli andamenti nei paesi industriali avanzati	
Componenti della crescita del PIL in determinati paesi	13
Crescita reale del PIL nel 1997 e 1998*	14
Prezzi e interscambio mondiale	15
Variazioni del saldo corrente	16
Variazioni della domanda interna e del saldo corrente*	17
Saldo effettivo e strutturale delle amministrazioni pubbliche*	18
Saldo primario e variazione del debito pubblico*	18
Indebitamento del settore privato negli Stati Uniti*	20
Evoluzione del risparmio interno in determinati paesi	21
Evoluzione recente degli investimenti fissi delle imprese e delle determinanti potenziali	22
Rapporto capitale/prodotto e saggio di redditività del settore delle imprese nel 1998*	23
Tassi di disoccupazione nel 1997 e 1998*	24
Determinanti della crescita della produttività nel settore imprese	25
Inflazione dei prezzi al consumo nel 1997 e 1998*	27
Inflazione e output gap*	28
Prezzi delle materie prime, in termini reali*	28
Stime della rigidità nominale	31
Il diffondersi della crisi nei mercati emergenti	
Le fasi principali della crisi nei mercati emergenti	34
Flussi di capitali e riserve nelle economie di mercato emergenti	35
Finanziamento bancario e obbligazionario internazionale nelle economie di mercato emergenti	36
Spreads obbligazionari nei mercati emergenti*	37
Media giornaliera e volatilità degli spreads obbligazionari dei mercati emergenti	38
Spreads obbligazionari nei mercati emergenti, per rating creditizio*	39
Impatto dei prezzi delle materie prime su determinati paesi	41
Destinazione delle esportazioni delle economie di mercato emergenti nel 1998	42
Determinanti del commercio estero	42
Crescita, inflazione e partite correnti	44
Evoluzione dell'interscambio mercantile in Asia e America latina	45
Andamenti dei mercati finanziari in Asia*	46
Indicatori dei valori immobiliari in determinate città asiatiche	47
Produzione industriale in Asia*	47
Saldi delle amministrazioni pubbliche nelle economie di mercato emergenti	49
Indicatori finanziari per la Russia*	55
Inflazione, tassi d'interesse reali e tassi di cambio in America latina*	59
Indicatori finanziari per il Brasile*	60
Indicatori finanziari per l'Argentina*	63
La politica monetaria nei paesi industriali avanzati	
Indicatori economici per gli Stati Uniti*	68
Indicatori economici per il Giappone*	69
Output gap, inflazione e tassi d'interesse nell'area dell'euro*	72

	Pagina
Prezzi delle attività nell'area dell'euro e negli Stati Uniti*	74
Tassi d'interesse nell'area dell'euro: tasso effettivo e tasso implicito secondo la regola Taylor*	75
Inflazione e crescita monetaria nell'area dell'euro*	77
Inflazione e tassi ufficiali nei paesi con obiettivi di inflazione espliciti*	79
Indicatori economici per Norvegia e Svizzera*	81
Caratteristiche dei paesi con obiettivo di inflazione*	82
La deflazione in retrospettiva	85
Turbolenza nei mercati delle attività	
Indici azionari*	89
Indici di valutazione dei prezzi azionari	90
Prezzi azionari effettivi e "garantiti" e dividendi*	91
Dividendi reali e utili reali unitari	92
Rendimenti azionari e rendimenti obbligazionari reali*	93
Segmentazione nel mercato azionario USA*	94
Rendimenti obbligazionari*	95
Differenziali dei rendimenti obbligazionari*	96
Volatilità dei rendimenti obbligazionari*	96
Prezzi immobiliari nominali e deflazionati	97
Atteggimento degli investitori verso il rischio e la liquidità*	100
Emissioni obbligazionarie internazionali del settore non finanziario in Asia e in America latina*	101
Premio per la liquidità negli Stati Uniti e in Germania*	103
Differenziali fra tassi swap e rendimenti su titoli di Stato a 10 anni*	103
Fonti di finanziamento internazionale del settore non bancario in Asia e in America latina*	104
Correlazioni inusuali nei mercati obbligazionari*	106
Gli andamenti nei mercati dei cambi	
Principali tassi di cambio rispetto al dollaro*	111
Tassi d'interesse a termine a sei mesi*	112
Tasso di cambio rispetto al dollaro, volatilità implicita e "risk reversal" di yen, marco ed euro*	113
Corsi azionari, differenziale di rendimento obbligazionario e cambio yen/dollaro*	114
Distribuzioni di probabilità del cambio yen/dollaro*	115
"Yen carry" e cambio yen/dollaro nel 1998*	116
Stime del valore di equilibrio di lungo periodo del dollaro	118
Volume delle contrattazioni e volatilità nei mercati emergenti*	119
Tassi di cambio rispetto al dollaro in determinati mercati asiatici*	120
Fonti di pressione concorrenziale sulle valute asiatiche	121
Tassi di cambio di determinate valute rispetto a marco ed euro*	123
Mercati valutari e UEM	124
Riserve valutarie ufficiali	125
Transazioni internazionali in titoli obbligazionari e azionari	126
Ruolo di dollaro, marco e yen come valute ancora	126
I mercati finanziari internazionali	
Attività sui mercati finanziari internazionali*	128
Finanziamento netto stimato sui mercati internazionali	129
Aspetti principali dell'attività bancaria internazionale	130
Struttura per valute e nazionalità del credito bancario internazionale*	132

	Pagina
Attività esterne delle banche verso i paesi al di fuori dell'area dichiarante	133
Finanziamento internazionale bancario e mobiliare per regioni*	134
Aspetti principali delle attività bancarie internazionali per regioni*	135
Aspetti principali delle emissioni internazionali di titoli debitori	136
Tassi d'interesse a lungo termine*	137
Aspetti principali del mercato internazionale di obbligazioni e notes*	138
Differenziali medi delle obbligazioni sovrane internazionali in dollari USA*	139
Mercati di determinati strumenti finanziari derivati	141
Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse organizzate	143
Volume delle negoziazioni in strumenti derivati presso le maggiori borse valori*	144
Turnover degli strumenti derivati su tassi d'interesse europei per valute di denominazione e per scadenze*	145
Posizioni globali sui mercati degli strumenti derivati OTC per tipologia di rischio	148

69^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 7 giugno 1999*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la sessantanovesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1998 e terminato il 31 marzo 1999.

L'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 303 618 800 a fronte di franchi oro 259 160 599 del precedente esercizio. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 1998/99 sono riportati nella sezione "Utile netto e sua ripartizione", a pagina 178 di questa Relazione.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'Articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale delibere di destinare l'importo di franchi oro 57 366 159 al pagamento di un dividendo di 320 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 49 250 528 al Fondo di riserva generale, franchi oro 3 000 000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 194 002 113 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1998/99 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1999.

Basilea, 19 maggio 1999

ANDREW CROCKETT
Direttore Generale

I. Introduzione: il lato più oscuro dei processi di mercato

Gli inquietanti presentimenti che pervadevano la scena economica e finanziaria nel periodo in esame si sono rivelati ingiustificati. Certo, non sono mancati fatti negativi. La crisi asiatica si è protratta, ricordando non solo a coloro che vi sono stati direttamente coinvolti, ma anche a quanti ne sono rimasti ai margini che i grandi meriti di un sistema basato sul mercato possono essere oscurati da debolezze istituzionali e di altra natura. Il propagarsi delle turbolenze alla Russia non ha sorpreso tanto quanto il successivo violento impatto prodotto sui mercati finanziari dalla svalutazione del rublo e dalla moratoria sul debito russo. I tentativi di fuggire il rischio di credito e di trasferimento hanno provocato una brusca caduta dei prezzi di molte attività finanziarie e il prosciugarsi della liquidità in numerosi mercati. Banche, hedge funds e altre istituzioni finanziarie nei principali centri di mercato hanno subito massicce perdite, e un'istituzione finanziaria rinomata in precedenza per il suo acume di mercato ha dovuto essere salvata dal fallimento.

Purtuttavia, le cose non sono andate così male come alcuni avevano temuto. La crisi dei mercati finanziari nell'agosto e settembre dello scorso anno è stata arginata grazie alla tempestiva risposta delle politiche. Per giunta, le infrastrutture sottostanti hanno continuato a funzionare bene anche in condizioni di eccezionale tensione. Il real brasiliano è stato svalutato, senza che ciò abbia provocato il crollo di altri regimi di cambio in America latina o in Asia. Al contrario, l'impressione generale nella primavera del 1999 era che i mercati finanziari in Asia si fossero stabilizzati e che la profonda recessione di molte economie asiatiche avesse ormai toccato il fondo. Persino nell'Europa orientale, che poteva essere considerata vulnerabile, le condizioni finanziarie sono rimaste generalmente calme e le prospettive di crescita si sono indebolite solo di poco.

Un fattore di rilievo all'origine delle buone notizie emerse durante lo scorso anno è rappresentato dal perdurante vigore dell'economia statunitense. I guadagni azionari realizzati, e forse anche quelli previsti, in un contesto di abbondanti opportunità di lavoro hanno alimentato la spesa per consumi, contribuendo in misura sostanziale al settimo anno consecutivo di espansione economica. Un'inflazione inaspettatamente moderata ha avuto un ruolo importante, consentendo ai tassi d'interesse di mantenersi a bassi livelli. L'inflazione è risultata generalmente assente anche in Europa, dove la domanda aggregata è stata parimenti rafforzata dalla spesa per consumi, uno sviluppo propizio in considerazione della debole crescita delle esportazioni, così come di una dinamica degli investimenti e di un clima di fiducia delle imprese ancora esitanti. L'introduzione di una moneta comune e l'abbassamento dei tassi d'interesse nella maggior parte dei paesi possono aver certamente contribuito a questo risultato. Tra i maggiori paesi industriali solo il Giappone non è riuscito a progredire.

Il periodo in esame è stato tuttavia caratterizzato anche dal protrarsi di alcune tendenze potenzialmente preoccupanti sia nel settore reale che in quello finanziario. Le divergenze nella crescita economica tra gruppi di paesi e all'interno di ciascuno di essi sono state rimarchevoli. E lo stesso vale per gli squilibri commerciali. I corsi delle materie prime in termini reali hanno toccato il minimo degli ultimi 40 anni e anche i prezzi di molti tradables sono diminuiti. In ambito finanziario, l'espansione del credito è stata di nuovo sorprendentemente vigorosa nella maggior parte dei paesi industriali, ma ancora molto debole nelle economie impedita da fragili sistemi bancari. I corsi azionari hanno continuato a segnare nuovi massimi in molti paesi industriali e anche i prezzi degli immobili hanno cominciato a salire. Il dollaro USA si è mantenuto generalmente stabile nonostante il crescente peso del debito esterno e la percezione che l'euro, introdotto il 1° gennaio 1999, potrebbe diventare uno strumento di riserva competitivo. Infine, sotto l'influsso di passati eccessi e della recente deregolamentazione, il processo di ristrutturazione finanziaria è proseguito su scala ancor più vasta.

Sviluppi che appaiono inconsueti, persino squilibrati, non vanno necessariamente giudicati insostenibili. Ad esempio, i guadagni potenziali offerti dalla nuova tecnologia, specie nella produzione di beni e servizi finanziari, potrebbero fornire una valida spiegazione a una serie di tendenze che per ora appaiono difficili da comprendere. Nondimeno, una situazione di partenza caratterizzata da significativi squilibri macroeconomici e da importanti ristrutturazioni finanziarie non rappresenta un contesto facile per l'azione di politica economica; dati i livelli molto bassi dei tassi d'interesse e la sostanziale stabilità dei prezzi in molti paesi, il margine per abbassare i tassi ufficiali in termini reali è ora limitato. Un simile contesto comporta anche la continua necessità di focalizzarsi su misure atte a rafforzare il sistema finanziario globale il quale, dopo gli eventi dell'autunno scorso, appare come la parte più vulnerabile delle nostre economie di mercato.

L'introduzione di questa sessantanovesima Relazione annuale della BRI è essenzialmente retrospettiva. Viceversa, le Conclusioni sono maggiormente orientate al futuro e si concentrano sulle implicazioni dell'analisi che precede sotto il profilo delle politiche. Infine, il capitolo sulle Attività della Banca descrive quanto la stessa BRI sta facendo per contribuire ad un tempo alla stabilità monetaria e finanziaria a livello globale. L'operato della Banca, che si basa in gran parte sul lavoro dei molti comitati che si riuniscono a Basilea, si è ampliato notevolmente negli ultimi tempi, di pari passo con l'individuazione di un crescente numero di problemi da affrontare.

Disinflazione globale e dinamica della crisi

Il processo di disinflazione mondiale, in atto da quasi due decenni, si è accelerato lo scorso anno, traducendosi in un'effettiva stabilità dei prezzi in molti paesi e in vere e proprie flessioni degli indici in altri. Nell'ambito dei paesi industriali (Capitolo II) il tasso d'inflazione non depurato è sceso in media a circa l'1½%, il livello più basso dagli anni cinquanta. Quanto alle economie emergenti (Capitolo III), la maggior parte dei paesi del Sud-Est asiatico ha registrato un grado di stabilità dei prezzi che appare insolito, data la necessità di assorbire l'impatto del

cospicio deprezzamento del cambio. Nella Repubblica popolare di Cina e a Hong Kong la stabilità del cambio è stata preservata e i prezzi interni sono calati. Anche in America latina, regione con un'inflazione tradizionalmente molto elevata, i prezzi sono diminuiti in alcuni paesi, e in Brasile gli effetti inflazionistici del deprezzamento del real agli inizi del 1999 sono stati finora sorprendentemente contenuti.

Sarebbe tuttavia irragionevole limitarsi a estrapolare queste tendenze medie per concludere che la deflazione globale è ora il principale problema di politica economica (Capitolo IV). Il grado di divergenza tra la performance economica dei paesi industriali avanzati e quella dei mercati emergenti è stato insolitamente elevato nel periodo in esame. E tra gli stessi paesi industriali maggiori le differenze sono significative. Persino all'interno di molti paesi industriali il divario tra i risultati dei sondaggi sulla fiducia dei consumatori (alta) e delle imprese (bassa) è ragguardevole. L'evoluzione dell'economia e dei prezzi a livello mondiale dipenderà molto dalla misura in cui in tutte queste differenti aree saranno i ritardatari ad allinearsi ai leaders o viceversa.

Rispetto ai paesi industriali nel loro insieme, gran parte dei mercati emergenti ha vissuto in generale un anno difficile. Per molti paesi asiatici, con le rilevanti eccezioni di Cina e India, il meglio che si può dire è che il peggio sembra ormai passato, anche se la debolezza dei sistemi bancari in tutta la regione continuerà a ostacolare l'espansione economica. In molti di questi paesi la repentina inversione degli afflussi di capitali ha imposto una dolorosa contrazione dell'attività economica al fine di ridurre le importazioni. Attualmente, il marcato miglioramento del saldo commerciale in Asia è dovuto quasi per intero a questo fattore. Mentre in un primo tempo l'America latina e altri mercati emergenti erano rimasti relativamente immuni dalla crisi russa, i successivi deflussi di capitali hanno spinto il Brasile e altri paesi in una situazione di ristagno o di vera e propria recessione. Il Medio Oriente e l'Africa, da parte loro, hanno risentito duramente dei bassi prezzi del petrolio e di altre materie prime.

Anche se i paesi industriali avanzati, in quanto gruppo, hanno ottenuto risultati relativamente buoni, ciò non vale nella generalità dei casi. A un estremo si colloca il Giappone, dove il prodotto ha subito una forte contrazione, non sono emersi segni inequivocabili di stabilizzazione e il calo dei prezzi è stato diffuso. Al polo opposto, gli Stati Uniti, e in minor misura gli altri paesi anglofoni, hanno registrato nel 1998 e nei primi mesi del 1999 una crescita generalmente superiore alle aspettative, e al tempo stesso i salari e i prezzi sono rimasti sorprendentemente stabili. L'Europa continentale si è collocata in una posizione intermedia, con una crescita che dapprima si è rafforzata per poi rallentare, pur con marcate differenze tra le singole economie nazionali. Il fatto che la debole dinamica economica si sia accompagnata in Germania a timori di crescenti costi salariali, persino in presenza di una disoccupazione ancora molto elevata, sottolinea appunto quanto divergente sia stata l'evoluzione economica.

Alla luce di una così debole congiuntura nel Sud-Est asiatico e in Giappone e dello scarso dinamismo di molte economie dell'Europa continentale, non sorprende che i prezzi delle materie prime abbiano toccato nuovi minimi. Né dovrebbe sorprendere che più in generale siano calati anche i prezzi dei beni oggetto di interscambio, essendosi determinato un consistente eccesso di

capacità a livello mondiale in molti settori. È questo il caso, in particolare, del Giappone e dell'Asia nel suo complesso, ma anche degli Stati Uniti. Mentre in quest'ultimo paese è proseguito il trend discendente della disoccupazione, il livello misurato di utilizzo della capacità nell'industria manifatturiera è sceso, contrariamente a quanto ci si poteva attendere. In questo contesto di accentuata competitività globale, anche i profitti hanno cominciato a cedere, in misura considerevole in alcuni paesi e settori. In altre regioni, e specie nell'Europa continentale, i profitti hanno tratto sostegno in varia misura da una crescita salariale moderata, dai ridotti prezzi degli input, da una maggiore produttività e dai più bassi tassi d'interesse.

Vale la pena di indagare sulle origini dell'aumento della capacità industriale mondiale perché esso potrebbe avere ulteriori ripercussioni sui prezzi attraverso una serie di canali. Una delle ragioni della vigorosa dinamica degli investimenti è il progresso tecnologico, che ha ridotto il costo dei nuovi investimenti nella tecnologia informatica. Una seconda ragione è la crescente accettazione del sistema di mercato in molte economie emergenti e in transizione, spesso congiunta a una strategia di sviluppo basata su investimenti diretti esteri, una crescita trainata dalle esportazioni e sussidi alla formazione interna di capitale. Ma un'altra ragione ancora è che in un qualsiasi momento, da ben oltre un decennio, il costo del capitale in almeno un importante centro finanziario si è situato a un livello artificialmente basso. Questo processo potrebbe essere iniziato in Giappone verso la fine degli anni ottanta, quando un mercato azionario in forte ascesa contribuì a una marcata accelerazione nella crescita interna del capitale. Agli inizi degli anni novanta i tassi d'interesse negli Stati Uniti erano eccezionalmente bassi, e ciò aveva comportato un deprezzamento del valore del dollaro e un forte aumento della capacità produttiva nei paesi asiatici con monete ancorate al dollaro. Inoltre, benché gran parte di questo aumento fosse in qualche modo collegato a società giapponesi, non si era palesata una corrispondente riduzione della capacità produttiva interna giapponese. E negli anni più recenti i tassi ufficiali giapponesi sono stati ridotti a livelli molto bassi, mentre altrove i mercati azionari hanno segnato nuovi massimi, accompagnati da un'ondata di nuove offerte di sottoscrizione al pubblico, fusioni e acquisizioni.

A questo processo si sono associati un più rapido ritmo di espansione del credito e una conseguente tendenza a più bassi standard creditizi e a una maggiore assunzione di rischi in generale. Questo fenomeno è stato particolarmente pronunciato in Giappone e in altre parti dell'Asia, dove le ripercussioni negative sulle banche stesse sono fin troppo evidenti. Ma siffatto comportamento ha caratterizzato l'attività di istituzioni finanziarie anche in altri paesi industriali, sotto la spinta di una crescente concorrenza e della deregolamentazione in atto. Ne sono un buon esempio gli ampi afflussi verso l'Asia agli inizi degli anni novanta, soprattutto sotto forma di crediti erogati da banche europee e giapponesi con spreads generalmente calanti. Ulteriori esempi sono la vera e propria esplosione nei collocamenti di obbligazioni di qualità non bancaria negli Stati Uniti e i livelli senza precedenti raggiunti sia dai crediti al consumo che dai fallimenti privati.

I periodi caratterizzati da un'attività creditizia permissiva o incauta presentano molti aspetti controproducenti. Anzitutto, il credito è impiegato in misura crescente per l'acquisto di attività finanziarie, sospingendone il prezzo a

livelli irrealistici, anche quando un aumento della capacità produttiva riduce il tasso di rendimento delle attività reali sottostanti. In secondo luogo, l'atteggiamento accomodante dei prestatori può mutare repentinamente. Messico e Asia hanno entrambi sperimentato massicci afflussi seguiti da deflussi di dimensioni ancor maggiori. Con l'Asia in condizioni critiche, i flussi di capitali verso l'America latina e la Russia si sono accelerati, per poi invertire completamente la rotta dopo la moratoria russa. A seguito di questo evento, praticamente tutti i mercati emergenti si sono visti negare, quasi da un giorno all'altro, l'accesso a gran parte del credito internazionale nelle sue varie forme e anche i mutuatari societari a più basso rating hanno subito conseguenze analoghe (Capitolo VII).

Gli sviluppi messi in moto dalla moratoria russa hanno rivelato anche un terzo potenziale svantaggio di una rapida espansione creditizia, ossia gli effetti sui mercati a forte leva finanziaria. L'inadempienza della Russia ha agito da catalizzatore, modificando le regole del gioco per tutti coloro che avevano contato su una qualche forma di salvataggio. In molti mercati secondari gli spreads sono saliti fortemente e la liquidità si è prosciugata, accentuando questi movimenti di tasso. Inoltre, sono sorti crescenti dubbi sulla solvibilità di imprese di cui era noto che avevano speculato pesantemente sul restringimento di tali spreads. Ne sono prontamente conseguite richieste di margine addizionale, che hanno costretto a liquidare tutto ciò che sembrava vendibile in quel momento, trasmettendo così le tensioni ai mercati delle obbligazioni di prim'ordine. Le stime sull'esposizione al rischio di mercato basate sulla volatilità storica hanno superato i livelli desiderati, con conseguenti tentativi generalizzati di ridurre tale esposizione, i quali a loro volta hanno accentuato la turbolenza di mercato (Capitolo V). Queste tendenze si sono ulteriormente intensificate quando molti investitori hanno constatato che le loro procedure di gestione del rischio avevano di fatto fallito e hanno cercato un'alternativa nella sicurezza e nella liquidità. Prima che venisse ripristinata infine la calma, in molti mercati i prezzi avevano registrato variazioni infragiornaliere di molte volte superiori alla norma. In ottobre il cambio yen/dollaro è salito in un solo giorno di quasi il 7%, in quanto i mutuatari con elevata esposizione debitoria in yen sono stati costretti a chiudere queste posizioni (Capitolo VI).

In tale situazione ci si poteva attendere che l'incapacità del Brasile, agli inizi del 1999, di mantenere l'ancoraggio del real al dollaro avrebbe innescato una nuova fase di turbolenze valutarie e di mercato. In realtà, al momento di andare in stampa gli effetti di propagazione paiono ben arginati, forse perché la svalutazione era stata ampiamente anticipata e molte posizioni erano già state liquidate. I capitali hanno ricominciato ad affluire verso molti mercati emergenti, pur con una maggiore differenziazione a seconda delle categorie di prestatori. Dopo la riduzione dei tassi d'interesse nell'autunno scorso, i corsi azionari sono risaliti a livelli quasi record in molti paesi industriali, rafforzando ulteriormente il clima di fiducia e la spesa, e hanno parimenti cominciato a recuperare nei mercati del Sud-Est asiatico. Anche la perdurante sostenutezza dell'economia USA e del valore effettivo del dollaro ha apportato vantaggi, in quanto entrambi questi fattori hanno contribuito ad accrescere le esportazioni in paesi in cui la domanda interna era rimasta relativamente debole. In Giappone è diminuito lo scetticismo degli investitori circa l'efficacia del programma governativo di ristrutturazione e

ricapitalizzazione del sistema bancario e i corsi azionari hanno segnato un rialzo significativo. Resta naturalmente da vedere se questo rinnovato ottimismo segnerà la fine della crisi o solo una pausa temporanea.

Gestione e prevenzione delle crisi

In tale contesto non sorprende che i tassi ufficiali si siano mossi al ribasso quasi ovunque. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito i tassi sono stati ridotti a causa dei timori circa la stabilità finanziaria internazionale e di un atteso indebolimento della spesa. Nell'Europa continentale, con l'intensificarsi delle pressioni disinflazionistiche e la crescente fiducia dei mercati nell'introduzione dell'euro, la convergenza dei tassi a breve su bassi livelli è avvenuta senza attriti; la Banca centrale europea ha ridotto i tassi nell'aprile 1999. Con un'iniziativa senza precedenti, in Giappone i tassi overnight sono stati praticamente ridotti a zero e la Banca del Giappone ha accresciuto fortemente i propri acquisti di titoli del settore privato. Le autorità di varie economie emergenti hanno generalmente reagito in maniera analoga alle crisi, spesso nel quadro di programmi del FMI. Mentre in un primo tempo i tassi sono stati innalzati per ripristinare la fiducia dei mercati finanziari, essi sono stati nuovamente ridotti una volta conseguito questo obiettivo. In effetti, in molti paesi asiatici essi sono ormai scesi al di sotto dei livelli antecedenti la crisi e hanno iniziato a calare anche in America latina.

Altri strumenti operativi, più o meno convenzionali, sono stati impiegati nella gestione della crisi. Una comune risposta convenzionale è stata la restrizione fiscale, anche se in Brasile le misure prese per ridurre il crescente disavanzo di bilancio sono state insufficienti, e il regime di cambio non ha potuto essere mantenuto. Prima che ciò avvenisse il Brasile aveva reagito al calo di fiducia con crescenti emissioni di titoli a più breve termine e di strumenti interni indicizzati al dollaro (analoghi ai Tesobonos messicani), ma questa operazione si è rivelata onerosa allorché la svalutazione non ha potuto più essere evitata. Alla stessa stregua della manovra dei tassi d'interesse, in molti paesi asiatici la politica fiscale è stata dapprima inasprita e quindi allentata, nonostante le preoccupazioni per il crescente peggioramento della finanza pubblica connesso con le necessarie ristrutturazioni bancarie. In Cina la spesa in infrastrutture dello Stato è aumentata considerevolmente per sostenere la domanda interna.

Tra le iniziative meno convenzionali figurano la distribuzione da parte del governo giapponese di buoni per stimolare la spesa delle famiglie e garanzie creditizie a favore di imprese medio-piccole. Un'altra è l'acquisto diretto di titoli azionari da parte dell'Autorità monetaria di Hong Kong, secondo la quale questo intervento era necessario per respingere il tentativo degli speculatori di destabilizzare i mercati finanziari locali. Si può ancora citare l'imposizione di controlli sui deflussi di capitali da parte della Malaysia nel settembre dello scorso anno, mentre l'Argentina ha ammonito che avrebbe sostituito il peso con il dollaro piuttosto che accettare la svalutazione della moneta nazionale. Infine, il programma del FMI in favore del Brasile è inconsueto, in quanto è stato integrato da un sostegno finanziario bilaterale per \$14,5 miliardi concordato ancor prima della crisi. Questa seconda linea di difesa è stata allestita dalle banche centrali di 19 paesi e organizzata principalmente dalla BRI.

Considerati i costi e le difficoltà che comporta la gestione delle crisi, non sorprende che alla loro prevenzione sia stata dedicata molta attenzione lo scorso anno. Una sede di dibattito è stato il Gruppo Willard, consesso informale costituito da alti funzionari dei paesi industriali e dei mercati emergenti. I suoi tre gruppi di lavoro hanno formulato una serie di raccomandazioni concrete per rafforzare la trasparenza e responsabilità dei settori sia pubblico che privato, per studiare il modo di rendere più robusti i sistemi finanziari interni e per coinvolgere maggiormente il settore privato nella gestione e risoluzione delle crisi. Questo lavoro si è aggiunto a quello svolto da istanze consolidate, come i Sostituti del G10 e i vari comitati di esperti nazionali della BRI (si veda il capitolo sulle Attività della Banca).

Un aspetto incoraggiante è che il contributo al dibattito dello scorso anno è stato ricercato e fornito in misura crescente dai partecipanti dei mercati emergenti che potrebbero essere più direttamente interessati dall'esito di tali discussioni. È questo il solo modo di conferire autorità morale a un processo decisionale collettivo in assenza di un'efficace legislazione internazionale. Un secondo aspetto incoraggiante degli sviluppi recenti è che le raccomandazioni formulate sono generalmente pratiche e realistiche, essendo basate su riforme graduali piuttosto che su grandi soluzioni. Se si considera come le nazioni custodiscano gelosamente la propria sovranità, è poco probabile che le proposte a favore dell'istituzione di una banca centrale mondiale, di un prestatore internazionale di ultima istanza, di un'autorità di vigilanza globale o di un tribunale fallimentare internazionale possano essere messe in atto nell'immediato futuro. Un importante risvolto di questo approccio pragmatico è che il lavoro necessario ad applicare una vasta gamma di piccole ma sensate riforme sarà molto impegnativo, un aspetto questo ripreso nelle Conclusioni di questa Relazione annuale.

Se il cammino da percorrere verso un mondo finanziario più resistente alle crisi non potrà che essere lungo, esso se non altro è stato intrapreso. La trasparenza è un ambito in cui sono già stati compiuti progressi significativi. Benché le precedenti statistiche BRI disponibili fornissero un quadro ragionevolmente accurato e aggiornato dell'esposizione debitoria dei paesi asiatici, ulteriori miglioramenti erano possibili e sono stati apportati. Alla stessa stregua, l'accordo su una serie di criteri per la diffusione di dati sulle riserve valutarie nazionali, comprese le attività fuori bilancio, costituisce un lusinghiero progresso rispetto alle informazioni parziali disponibili in precedenza. Infine, va segnalato che sono in atto varie iniziative ufficiali per far luce sull'attività delle istituzioni finanziarie a elevato grado di leva e di quelle che ne finanziano le operazioni. Un gruppo di lavoro istituito dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha pubblicato nel gennaio di quest'anno due rapporti sul coinvolgimento delle banche. Gli eventi recenti in Asia e quelli collegati alla crisi russa hanno rivelato aspetti talora allarmanti che mostrano quanto complessa sia l'interazione tra mercati e istituzioni finanziarie e con quale rapidità una forma di rischio possa trasformarsi in un'altra dati gli elevati livelli di leverage.

Per quanto concerne il rafforzamento dei sistemi finanziari interni, l'iniziativa forse più importante degli ultimi anni è l'accordo su una serie di Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria. L'idea di concordare

standard internazionali per una prassi corretta è già stata ampiamente emulata, in particolare dagli organi di regolamentazione del mercato mobiliare e assicurativo. Lo scorso anno sono state intraprese iniziative analoghe che riguardano l'area dei pagamenti e regolamenti, la trasparenza nella conduzione della politica monetaria e finanziaria e il governo societario. L'aggiornamento dell'Accordo sui requisiti patrimoniali del 1988 proposto dal Comitato di Basilea fornirà un'altra utile guida alla comunità bancaria internazionale. La prevista revisione segnerà un ulteriore passo verso un maggiore affidamento sulla disciplina di mercato a integrazione della vigilanza tradizionale e il maggior impiego dei modelli interni di rischio per il calcolo dei requisiti patrimoniali di vigilanza.

Tenuto conto dell'entità dei flussi privati di capitali, il settore privato dovrà inevitabilmente essere reso partecipe in modo più completo e diretto della gestione e risoluzione delle crisi. Molte delle raccomandazioni formulate dai Sostituti del G10 all'indomani della crisi messicana del 1995 sono state reiterate in seguito, ma non attuate fino a oggi. Nondimeno, molti sviluppi recenti sono significativi. Gli sforzi per ottenere il rinnovo concertato, ma volontario, di linee di credito delle banche commerciali sono stati un elemento centrale della gestione delle crisi coreana e brasiliana. L'insistenza del Club di Parigi affinché le obbligazioni internazionali venissero incluse insieme ai prestiti bancari nella ristrutturazione del debito del Pakistan costituisce a sua volta un precedente importante. Infine, avendo sofferto lo scorso anno le perdite più pesanti dall'epoca della crisi debitoria degli anni ottanta, i creditori sono diventati molto più consapevoli della loro esposizione al rischio. Per quanto opportuni siano questi sviluppi al fine di ridurre in futuro gli eccessivi afflussi di capitali verso i mercati emergenti, essi possono aver accresciuto al tempo stesso la tendenza al ritiro cautelativo di capitale privato già investito in quei mercati. Quindi, è importante che si proceda giudiziosamente in quest'area, date le difficoltà che molti mutuatari dei paesi emergenti ancora incontrano nell'accedere ai mercati globali dei capitali.

II. Gli andamenti nei paesi industriali avanzati

Aspetti salienti

Nel 1998 il tasso di crescita annuo nella maggior parte dei paesi industriali avanzati è aumentato, malgrado i crescenti effetti avversi derivanti dal propagarsi della crisi economica e finanziaria in Asia e in altri paesi emergenti. Vi sono state tuttavia ampie differenze fra i singoli paesi nella misura in cui la domanda interna è riuscita a compensare le minori esportazioni nette. Contrariamente alle diffuse previsioni di un rallentamento dell'attività economica, la crescita del PIL negli Stati Uniti ha eguagliato quella del 1997 ed è addirittura accelerata verso la fine dell'anno. Per contro, nell'area dell'euro la dinamica del prodotto ha perso notevolmente di slancio nel corso del 1998, mentre si è ulteriormente aggravata la recessione in Giappone, nonostante la politica fiscale e monetaria espansiva.

In un contesto di politiche accomodanti, bassa inflazione, favorevoli condizioni di finanziamento, mercati azionari in forte ascesa e una crescita relativamente sostenuta dell'occupazione, la spesa delle famiglie è stata la principale determinante dell'espansione della domanda interna nei paesi che lo scorso anno hanno fatto fronte con maggior successo agli shock esterni. In effetti, il tasso di risparmio delle famiglie è sceso in alcuni casi ai minimi storici. In questi paesi le favorevoli condizioni sui mercati finanziari e il netto miglioramento della quota dei profitti e degli indici di redditività hanno inoltre stimolato gli investimenti fissi delle imprese. Un ulteriore impulso alla spesa per investimenti, segnatamente in impianti e attrezzature, è provenuto dal costante declino del prezzo relativo dei beni strumentali e dalle crescenti pressioni internazionali a ridurre i costi e migliorare l'efficienza. Per contro, nei paesi in cui la crescita del prodotto è andata rallentando nell'arco del 1998, la spesa delle famiglie è generalmente risultata debole, e le imprese hanno avuto la tendenza a investire i profitti in attività finanziarie piuttosto che in beni reali.

Con una crescita effettiva del prodotto superiore al potenziale in un gran numero di paesi, nel 1998 i tassi di disoccupazione sono in generale diminuiti. Ciò nonostante, l'inflazione ha proseguito la tendenza al ribasso, di riflesso alla moderazione dei salari nominali, ai corsi cedenti delle materie prime e all'eccesso di capacità nei mercati mondiali dei beni. L'ampio e crescente scarto dal PIL potenziale (output gap) in Giappone ha suscitato timori di un calo generalizzato dei prezzi. Finora, tuttavia, sono emerse scarse indicazioni di una spirale deflazionistica, poiché sia il ritmo della disinflazione sia le aspettative di inflazione futura in Giappone sono rimasti stabili.

Lo scorso anno si sono osservati importanti cambiamenti nei saldi commerciali e correnti con l'estero. Malgrado le ridotte esportazioni verso gli altri paesi asiatici, l'eccedenza corrente del Giappone si è ampliata sensibilmente. Per converso, il vigore della domanda interna e l'apprezzamento del dollaro hanno

consentito agli Stati Uniti di assorbire metà dell'aumento dell'avanzo di parte corrente dell'Asia dal 1996. A causa dei proventi petroliferi decrescenti anche la bilancia corrente dei paesi esportatori di petrolio ha subito un consistente peggioramento, mentre è rimasto costante il saldo attivo aggregato dei paesi dell'area dell'euro.

Aggiustamenti e risposte di politica economica agli shock esterni

Con il procedere dell'anno la recessione e le turbolenze finanziarie nelle economie di mercato emergenti hanno influenzato in misura crescente gli andamenti economici nei paesi industriali avanzati. Tuttavia, l'impatto è stato percepito con intensità e attraverso canali alquanto diversi nei singoli paesi e settori, in risposta a fattori quali la natura dell'esposizione, la fase del ciclo economico interno, i movimenti del cambio e, non da ultimo, il tipo di risposta dato dalla politica economica.

Recessione
nelle economie
emergenti ...

In complesso, lo scorso anno i paesi industriali avanzati hanno visto migliorare le proprie ragioni di scambio. Tuttavia, le esportazioni nette sono diminuite, poiché è rallentata la crescita delle esportazioni reali, mentre i più bassi prezzi delle importazioni ne hanno mantenuto elevato il volume. Inoltre, anche laddove le variazioni nelle esportazioni nette e nelle ragioni di scambio hanno avuto un impatto neutro sul reddito e sull'attività economica globale, le scelte di politica economica sono state complicate dai forti spostamenti intervenuti a livello di settori. In particolare, i settori esposti alla concorrenza mondiale hanno dovuto far fronte sia a pressioni al ribasso sui prezzi che a una più debole domanda. Per converso, i minori prezzi all'importazione hanno avvantaggiato le famiglie e le imprese che operano nei mercati interni, generalmente meno competitivi. Queste disparità hanno trovato riflesso negli indicatori di fiducia. Le attese dei consumatori sono migliorate praticamente in tutti i paesi, mentre si è deteriorata la fiducia delle imprese. Il fenomeno è stato particolarmente evidente nella seconda metà del 1998, quando più forti sono risultati il rallentamento della domanda di esportazioni e la concorrenza dei prodotti importati a basso costo.

... trasmessa attra-
verso vari canali

In siffatto contesto la crescita del PIL nei singoli paesi è dipesa fortemente dalla misura in cui la dinamica della domanda interna è stata sufficientemente vigorosa da compensare il minore apporto del settore esterno. Nel complesso, il riorientamento dei flussi finanziari mondiali in favore dei paesi industriali avanzati, l'indirizzo accomodante o neutro delle politiche monetaria e fiscale e le condizioni di finanziamento generalmente favorevoli sono stati propizi a un'accelerazione della domanda. Tuttavia, a causa dei predetti spostamenti settoriali, la risposta positiva delle famiglie a questi andamenti ha rappresentato un fattore di sostegno determinante. Ciò è risultato evidente negli *Stati Uniti*, dove la spesa delle famiglie è stata particolarmente sostenuta, grazie all'impulso fornito dai consistenti guadagni in termini di occupazione e di salari, dai bassi tassi d'interesse e dai sensibili incrementi netti di ricchezza associati alla forte ascesa dei corsi azionari. Infatti, comprendendovi gli investimenti in abitazioni, la spesa del settore è aumentata di oltre il 5% e, per il secondo anno, il PIL è cresciuto di quasi il 4% (tabella II.1).

Ruolo determi-
nante della spesa
delle famiglie ...

Componenti della crescita del PIL in determinati paesi									
	1997	1998	1998 4° trim.	1997	1998	1998 4° trim.	1997	1998	1998 4° trim.
	variazioni percentuali annue								
	Stati Uniti			Giappone			Area dell'euro		
Domanda interna	4,3	5,3	5,6	0,0	-3,5	-3,1	1,9	3,3	3,0
Consumi	2,3	3,3	3,6	0,6	-0,6	0,0	0,9	1,8	2,1
Esportazioni nette	-0,4	-1,4	-1,4	1,4	0,6	0,1	0,7	-0,2	-0,6
PIL	3,9	3,9	4,3	1,4	-2,9	-3,0	2,5	3,0	2,4
	Canada			Australia			Nuova Zelanda		
Domanda interna	5,3	2,3	0,9	3,5	6,3	5,2	3,4	-0,1	0,0
Consumi	2,4	1,6	1,2	2,0	2,6	2,4	1,8	1,0	0,6
Esportazioni nette	-1,5	0,7	1,8	0,2	-1,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,8
PIL	3,8	3,0	2,8	3,7	4,9	4,7	3,0	-0,8	-0,8

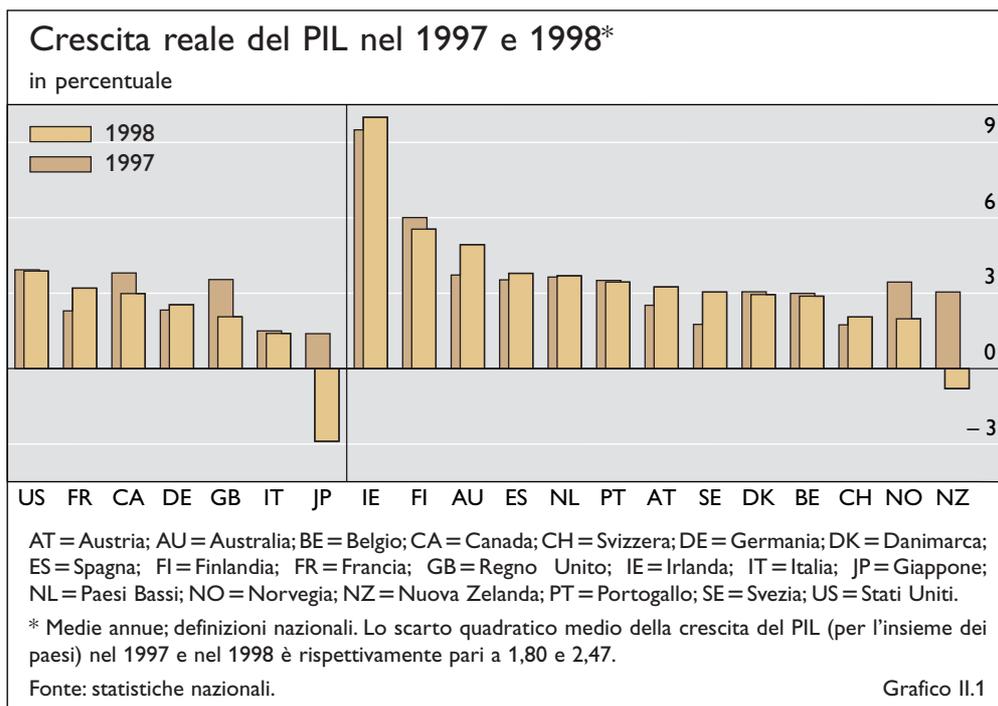
Fonti: Banca centrale europea; statistiche nazionali. Tabella II.1

... e risposte di politica economica

Data l'ampia quota delle materie prime sul totale delle loro esportazioni, gli altri paesi anglofoni riportati in tabella si sono trovati esposti a sfavorevoli movimenti nei prezzi relativi, nonché a shock commerciali. Tuttavia, principalmente per effetto delle diverse risposte di politica economica, i tre paesi hanno presentato andamenti alquanto differenziati. In *Australia* le autorità sono state maggiormente disposte a consentire che il deprezzamento del valore esterno della moneta attutisse l'impatto del deterioramento delle ragioni di scambio, e hanno anche abbassato i tassi d'interesse. Di conseguenza, l'espansione della domanda interna ha più che compensato il contributo negativo delle esportazioni nette e la crescita del PIL è salita a quasi il 5%. Anche in *Canada* si è permesso che il cambio attenuasse gli effetti delle perdite nelle ragioni di scambio. Tuttavia, quando tale deprezzamento è andato oltre il calo dei prezzi relativi all'esportazione ed è parso intaccare la fiducia, la politica monetaria è stata inasprita, e la crescita della domanda interna e del PIL è rallentata. Le autorità della *Nuova Zelanda*, temendo i potenziali effetti inflazionistici del deprezzamento della propria moneta indotto dalle ragioni di scambio, hanno inizialmente tentato di mantenere invariate le condizioni monetarie innalzando i tassi d'interesse. In parte a causa di ciò, il PIL è diminuito, per poi riprendersi soltanto quando la politica monetaria è stata allentata in risposta a un calo dell'inflazione e all'ampliarsi dell'output gap.

Andamenti differenti nell'area dell'euro ...

Nell'*area dell'euro* la sottrazione di domanda dovuta alle minori esportazioni si è intensificata in corso d'anno, poiché il rallentamento della crescita in vari paesi dell'Europa orientale ha acuito gli effetti della diminuita domanda di importazioni in Asia. Tuttavia, grazie alle favorevoli condizioni finanziarie e a un leggero allentamento della politica fiscale in alcuni paesi, la spesa delle famiglie si è accelerata e la crescita media del PIL su base annua è salita al 3%. Vi sono state tuttavia marcate differenze fra i singoli paesi (grafico II.1). La *Germania*, sotto l'impatto di una minore domanda di esportazioni, di un conseguente rallentamento degli investimenti in impianti e attrezzature e di una spesa delle famiglie relativamente debole, ha fatto registrare una crescita negativa del prodotto nell'ultimo scorcio del 1998. Anche in *Italia* la dinamica del prodotto ha perso di



slancio in seguito alla contrazione delle esportazioni, mentre i più bassi tassi d'interesse non sono riusciti a stimolare la domanda interna, anche perché essi tendono a ridurre il reddito delle famiglie. Per contro, la vigorosa spesa delle famiglie e il forte aumento dell'occupazione hanno mantenuto la crescita del prodotto vicina al potenziale sia in *Francia* che in *Spagna*. Le condizioni economiche sono state ancor più esuberanti negli altri paesi dell'area dell'euro, e sia in *Irlanda* che nei *Paesi Bassi* hanno cominciato a emergere squilibri e tensioni inflazionistiche.

Negli altri paesi europei, gran parte dei quali si trovava in una fase più avanzata del ciclo rispetto all'area dell'euro, nel 1998 la crescita si è mediamente ridotta. Il rallentamento è stato particolarmente marcato nel *Regno Unito* e in *Norvegia*, dove la forte esposizione al commercio estero e agli shock di prezzo esogeni, insieme all'inasprimento della politica monetaria, ha progressivamente inciso sulla dinamica della domanda interna e del prodotto. Anche la *Danimarca* ha registrato una crescita più lenta nel 1998, mentre in *Svezia* e *Svizzera* la spesa delle famiglie e la formazione di capitale sono state sufficientemente vigorose da compensare la minore domanda di esportazioni.

Gli andamenti in *Giappone* hanno seguito un profilo del tutto diverso. Essendo più esposto degli Stati Uniti e dell'Europa, il Giappone è stato uno dei primi paesi a risentire dell'impatto negativo della crisi nelle economie emergenti dell'Asia. Inoltre, data la blanda risposta della domanda del settore privato alla politica fiscale e monetaria espansiva, la recessione iniziata nei primi mesi del 1997 si è ancora aggravata. In effetti, sebbene le esportazioni verso le economie asiatiche emergenti si siano ridotte di quasi il 20%, il contributo fornito alla crescita del PIL dal settore estero è stato positivo, in quanto la contrazione della domanda interna ha depresso le importazioni in misura superiore al calo delle esportazioni.

... e rallentamento della crescita negli altri paesi europei

Aggravamento della recessione in Giappone

Interscambio mercantile e partite correnti

Rallentamento dell'interscambio mondiale e caduta dei prezzi

Lo scorso anno la crisi che ha investito l'Asia e altre economie di mercato emergenti ha inciso in misura significativa anche sul commercio mondiale e sulle bilance dei pagamenti. Per effetto della rallentata crescita economica a livello internazionale l'interscambio globale è salito di appena il 3½%, l'incremento percentuale più modesto dal 1991 (tabella II.2). Inoltre, l'indebolimento della domanda e il crescente eccesso di capacità hanno determinato un calo dei prezzi del commercio mondiale di circa il 3%, in termini di DSP, con un decremento pronunciato dei corsi delle materie prime. Dagli inizi degli anni sessanta questi ultimi sono scesi sensibilmente in rapporto ai prezzi alla produzione nei paesi industriali.

Miglioramento dei saldi correnti in Asia ...

La recessione in alcune economie asiatiche emergenti e in Giappone ha altresì determinato consistenti variazioni nei saldi di parte corrente. Dal 1996 l'eccedenza aggregata delle suddette regioni è cresciuta di quasi \$200 miliardi, circa il doppio dell'aumento dell'avanzo accumulato dai paesi esportatori di petrolio durante la fase di rialzo dei corsi petroliferi tra il 1978 e il 1980 (tabella II.3). Rispetto a tale episodio precedente i paesi industriali avanzati (escluso il Giappone) hanno assorbito sostanzialmente la medesima quota dell'aumento dell'eccedenza mondiale e l'America latina una percentuale leggermente superiore. Tuttavia, dal momento che negli ultimi due anni i proventi petroliferi hanno registrato una flessione, i più ampi disavanzi correnti dei paesi esportatori di petrolio hanno costituito la contropartita di circa un terzo dell'incremento dei saldi attivi asiatici.

... assorbito soprattutto dagli Stati Uniti ...

In aggiunta, la distribuzione dell'accresciuto deficit tra i paesi industriali ha subito modifiche consistenti rispetto al periodo 1978–1980. In generale, le variazioni nei saldi correnti a partire dal 1996 sono riconducibili agli andamenti difformi della domanda interna (grafico II.2) e ai movimenti di cambio. La crescita sostenuta della spesa interna e l'apprezzamento del dollaro hanno portato gli Stati Uniti ad assorbire circa la metà dell'aumento dei saldi attivi asiatici, in netto

Prezzi e interscambio mondiale				
	1990–95	1996	1997	1998
	variazioni percentuali annue			
Prodotto mondiale	2,9	4,3	4,2	2,5
Interscambio mondiale, volume	6,2	6,9	9,9	3,3
<i>Rapporto: interscambio/prodotto</i>	2,2	1,6	2,4	1,3
Esportazioni nette di beni				
Economie avanzate	0,3	-0,2	0,2	- 1,1
Economie emergenti	0,7	0,7	3,3	4,6
Prezzi dell'interscambio (in DSP)				
Manufatti	0,5	1,3	-2,8	- 0,1
Petrolio	-2,7	23,7	-0,2	-31,2
Materie prime non petrolifere	-0,9	3,3	2,0	-13,5
Ragioni di scambio				
Economie avanzate	0,5	-0,3	-0,3	1,3
Economie emergenti	-1,1	2,2	-0,7	- 6,4

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella II.2

contrasto con l'episodio precedente, in cui la dinamica relativamente lenta della domanda e l'indebolimento del cambio avevano rafforzato la bilancia corrente del paese. La rapida espansione della spesa, associata al deterioramento dei prezzi relativi, ha contribuito in misura rilevante anche al peggioramento osservato in Canada, Australia e Norvegia, paesi in cui le materie prime rappresentano una quota consistente del totale delle esportazioni. Viceversa, l'aumento dell'avanzo corrente giapponese è principalmente riconducibile alla caduta della domanda interna e al deprezzamento dello yen. L'attivo corrente aggregato dell'area dell'euro ha subito variazioni minime dal 1996, in quanto il miglioramento registrato in Francia e Germania – ascrivibile in larga misura al rafforzamento della posizione competitiva – ha più che controbilanciato il peggioramento osservato in altri paesi, segnatamente in Italia.

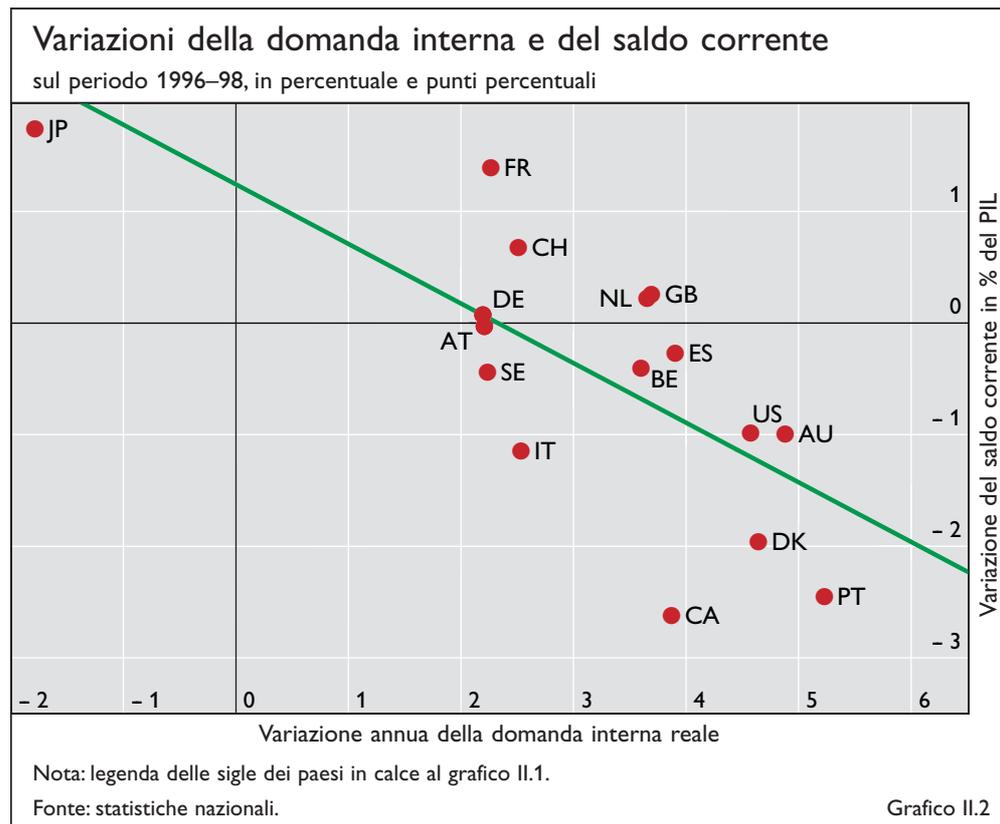
Date le pronunciate variazioni dei prezzi relativi del commercio mondiale e le differenze nelle posizioni cicliche, i movimenti dei saldi correnti forniscono un'immagine soltanto parziale dell'influenza esercitata dalla recessione asiatica e dalla rallentata dinamica dell'interscambio globale sui vari paesi e sui settori all'interno dei singoli paesi. Negli Stati Uniti, ad esempio, la netta decelerazione delle esportazioni – in particolare verso l'Asia – associata alla dinamica persistentemente elevata delle importazioni ha determinato un calo delle esportazioni nette equivalente all'1¼% del PIL negli ultimi due anni. Il miglioramento nelle ragioni di scambio ha tuttavia limitato a circa l'1% del PIL nominale il peggioramento della bilancia corrente. Analogamente, nel Regno Unito il contributo negativo delle esportazioni nette è stato molto superiore al calo dell'eccedenza corrente per il rafforzamento della sterlina (che ha contribuito a migliorare le ragioni di scambio malgrado il ribasso dei corsi petroliferi) e il miglioramento temporaneo della bilancia dei servizi. Per contro, Canada, Nuova Zelanda e Norvegia hanno registrato un deterioramento sostanziale dei propri saldi correnti, poiché le

... e dai paesi esportatori di materie prime

Esportazioni nette e ragioni di scambio

Variazioni del saldo corrente ¹			
	1978–80		1996–98
Paesi esportatori di petrolio	99	Paesi emergenti dell'Asia	136
Paesi industriali avanzati	-75	Giappone	54
Stati Uniti	17	Altri paesi industriali avanzati	-133
Giappone	-29	Stati Uniti	-99
Area dell'euro	-66	Area dell'euro	1
Germania	-22	Germania	2
Francia	-11	Francia	19
Italia	-16	Italia	-15
Spagna	-8	Spagna	-2
Regno Unito	5	Regno Unito	3
Altri ²	4	Altri ²	-31
Paesi emergenti non esportatori di petrolio	-33	Paesi esportatori di petrolio	-66
Paesi emergenti dell'Asia	-11	Paesi emergenti non esportatori di petrolio ³	-27
Africa	-1	Africa	-3
America latina	-14	America latina	-27

¹In miliardi di dollari USA. ²Australia, Canada, Norvegia e Nuova Zelanda. ³Esclusa l'Asia.
 Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; statistiche nazionali. Tabella II.3

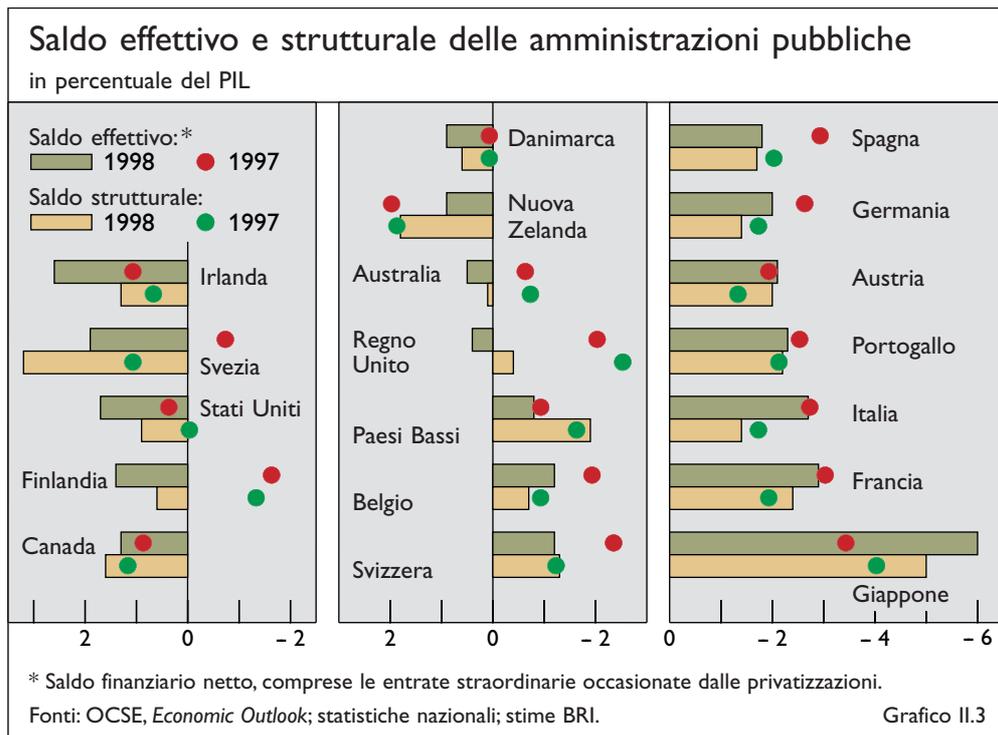


peggiorate ragioni di scambio hanno aggravato l'effetto negativo delle esportazioni nette. In gran parte dell'area dell'euro la crescita delle esportazioni nette ha perso slancio nel corso del 1998 ma gli effetti sulle partite correnti sono stati attenuati dai guadagni nelle ragioni di scambio intervenuti nonostante il deprezzamento delle monete europee rispetto al dollaro USA. Viceversa, in Giappone il contributo della crescita delle esportazioni nette è stato superiore al miglioramento del saldo corrente per la caduta delle ragioni di scambio.

Politica fiscale

Consistente
stimolo fiscale in
Giappone

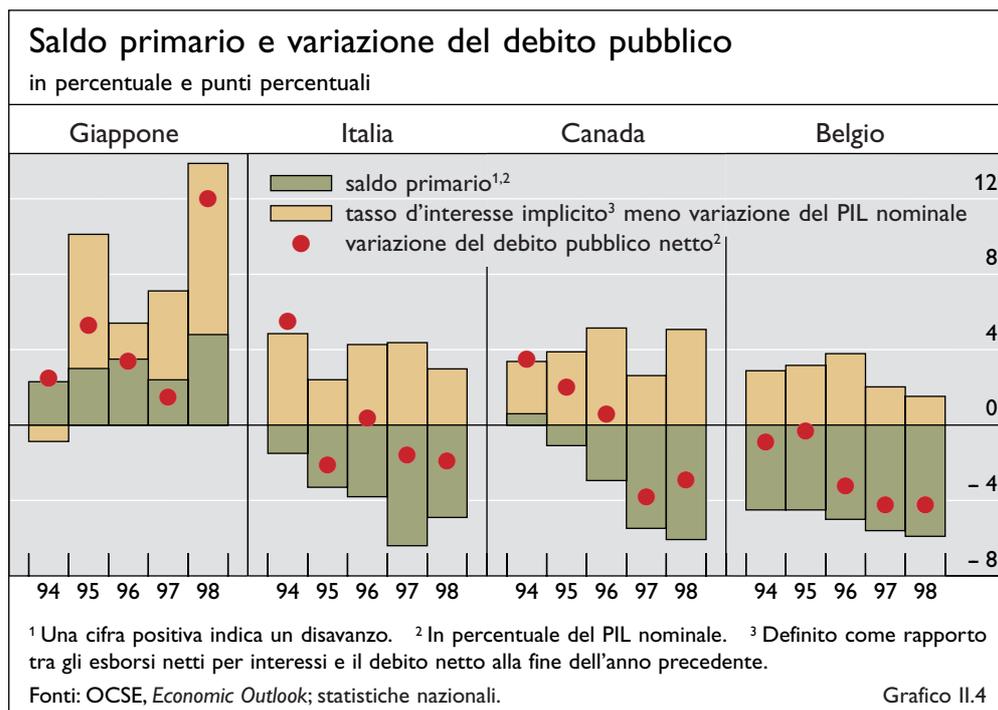
Nel 1998 lo sviluppo più rilevante in materia di politica fiscale è avvenuto in Giappone, con la sospensione della legge di riforma strutturale della finanza pubblica e la successiva adozione (in aprile e novembre) di misure concernenti le imposte, la spesa e il credito intese a stimolare la domanda interna. In aggiunta, le autorità nipponiche hanno introdotto un vasto programma con l'obiettivo di ricapitalizzare le banche, allentare la stretta creditizia e risanare il settore finanziario. Anche se il pacchetto relativo alla ricapitalizzazione verrà attuato soltanto quest'anno, gli effetti degli interventi sulla spesa e sul credito si sono fatti sentire già a partire dalla fine del 1998. Gli investimenti governativi hanno impedito al prodotto di flettere in misura ancora maggiore e le garanzie pubbliche sui prestiti hanno contribuito ad attenuare i vincoli finanziari sulle piccole e medie imprese e a rallentare il ritmo dei fallimenti. Gli effetti della spesa del settore statale sono stati tuttavia limitati dal rapido deterioramento della posizione finanziaria delle amministrazioni locali e dalla loro conseguente incapacità di finanziare la relativa quota di spesa nel programma di investimenti pubblici. Inoltre, gli stimoli non



sembrano avere rianimato l'economia privata: pertanto, l'aggravarsi della recessione, associato ai provvedimenti discrezionali di spesa, ha portato il disavanzo delle amministrazioni pubbliche al 6% del PIL nel 1998 (grafico II.3).

Per contro, le misure discrezionali e gli effetti congiunturali hanno concorso a migliorare i saldi di bilancio delle economie più progredite nel ciclo. Lo scorso anno gli Stati Uniti hanno registrato un'eccedenza pari all'1¼% del PIL rispetto al disavanzo del 4½% osservato nel 1992. Anche Regno Unito, Canada, Australia, Finlandia, Svezia e Irlanda hanno registrato miglioramenti consistenti: in rapporto

Attivi di bilancio in vari paesi ...



al PIL, l'attivo strutturale canadese è ora il più elevato del Gruppo dei Sette. Nel 1998 molti altri paesi, dopo aver raggiunto i propri obiettivi a breve termine di riequilibrio dei conti pubblici, hanno adottato un orientamento più neutrale, se non addirittura lievemente espansivo. In vari casi soltanto una parte delle entrate nette aggiuntive generate dal miglioramento della congiuntura è stata impiegata per rafforzare il bilancio strutturale. In altri paesi l'allentamento della politica fiscale è stato ancora più marcato. La Nuova Zelanda, ad esempio, ha registrato un attivo inferiore a quello del 1997, in quanto l'effetto degli stabilizzatori automatici si è sommato a un piccolo incremento della spesa discrezionale. In Francia, nei Paesi Bassi e in Austria gli stimoli fiscali sono stati leggermente intensificati e il disavanzo strutturale si è allargato nonostante l'accelerazione della crescita.

... e indici di indebitamento più bassi ...

Numerosi paesi hanno inoltre compiuto progressi nella riduzione del rapporto debito/PIL. Se si esclude il Giappone, i saldi primari sono positivi da due anni mentre gli esborsi netti per interessi sono diminuiti. Tali progressi sono stati tuttavia rallentati dal fatto che, data la minore inflazione e la lentezza con cui la spesa per interessi passivi si adegua alle variazioni dei rendimenti di mercato a lungo termine, l'attivo primario deve essere più consistente per ridurre l'incidenza del debito sul PIL. Ciò è apparso evidente in paesi quali l'Italia, il Canada e il Belgio, che hanno avviato un processo di consolidamento a partire da livelli di debito relativamente elevati. In Belgio, ad esempio, sebbene il saldo primario sia positivo dalla metà degli anni ottanta, il rapporto debito netto/PIL ha iniziato a flettere soltanto nel 1994 (grafico II.4). L'Italia ha registrato il suo primo attivo primario nel 1992, ma ha conseguito una riduzione sostenuta della quota di indebitamento solo cinque anni dopo. Anche in Canada il rapporto debito/PIL è in calo da due anni, a seguito del pronunciato inasprimento della politica di bilancio attuato alla metà degli anni novanta. Il Giappone, invece, sembra essere entrato in una fase di rapidissimo accumulo del debito con il massiccio aumento del passivo primario che alla fine del 1998 ha portato il rapporto debito netto/PIL a oltre il 30% e quello debito lordo/PIL al 100%, contro, rispettivamente, il 4 e il 60% di appena sei anni prima.

... tranne in Giappone

Altre componenti della domanda

Consumi delle famiglie generalmente sostenuti ...

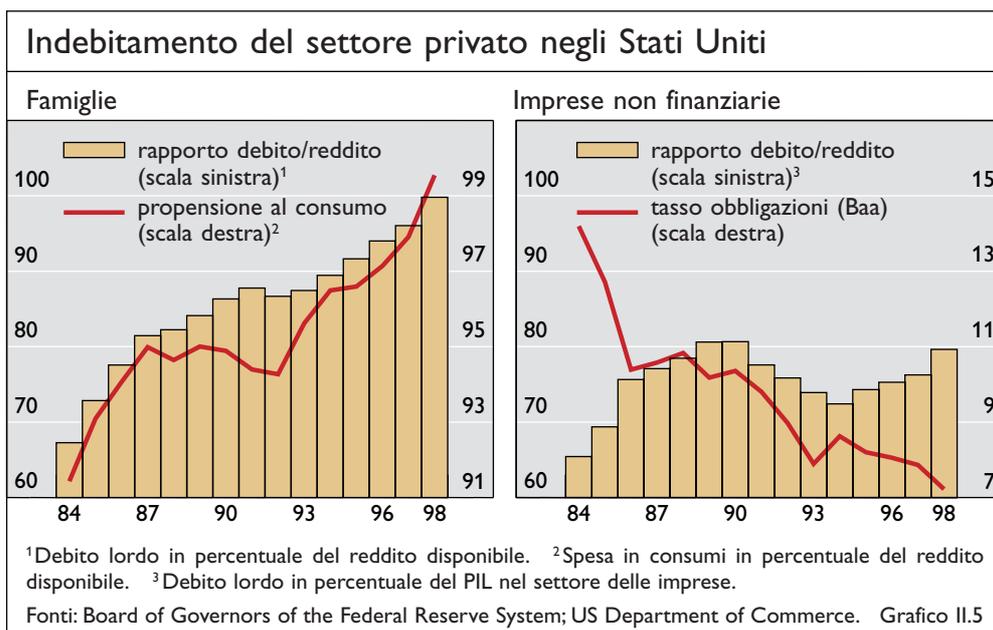
A posteriori, il 1998 sarà presumibilmente ricordato per gli shock finanziari ed esterni verificatisi nella seconda metà dell'anno. Giova tuttavia sottolineare come nei paesi che hanno meglio assorbito tali eventi la crescita sia stata alimentata soprattutto dai consumi privati. Anche nei casi in cui il PIL è calato o sensibilmente rallentato, la resilienza della spesa delle famiglie ha comunque contenuto l'indebolimento. Tale tendenza presenta tuttavia delle eccezioni. Dati i timori a riguardo delle future imposte e delle prospettive d'impiego, i consumatori giapponesi hanno risposto agli sgravi fiscali aumentando il risparmio precauzionale. Analogamente, in Germania e in Italia la debole dinamica dell'occupazione sembra aver frenato i consumi privati. Di fatto, una caratteristica generale dello scorso anno – particolarmente evidente in Francia e Spagna – è che la creazione di posti di lavoro ha agito nel senso di rafforzare i livelli di fiducia e di spesa delle famiglie.

Anche l'incremento della ricchezza ha contribuito ad accrescere la fiducia dei consumatori, inducendo le famiglie a indebitarsi maggiormente e/o realizzare plusvalenze patrimoniali, nonché a spendere in misura più che proporzionale all'aumento del reddito disponibile. Negli Stati Uniti, il crescente ricorso di famiglie e imprese ai mercati del credito per finanziare elevati livelli di consumo ha sollevato timori circa la sostenibilità di questi ultimi. L'indebitamento delle famiglie ha raggiunto un massimo assoluto e quello delle imprese è salito al livello più elevato dal 1990 (grafico II.5). Finora, bassi tassi d'interesse e scadenze più lunghe hanno mantenuto entro limiti gestibili i costi per il servizio di questo debito. In aggiunta, nel caso delle famiglie la progressione dell'indebitamento va inserita nel contesto di un'espansione ancora più sostenuta della ricchezza. Nondimeno, in questo settore il numero di fallimenti ha raggiunto un nuovo record. Con un saggio di risparmio che si aggira attorno allo zero e società che hanno utilizzato parte del debito addizionale per il riacquisto di azioni proprie, famiglie e imprese possono inoltre risultare più esposte a un rialzo dei tassi d'interesse, sebbene una quota elevata dell'indebitamento netto dello scorso anno fosse a tasso fisso.

... per l'aumento dell'occupazione e dei corsi azionari ...

Nel 1998 la realizzazione di guadagni di ricchezza ha incentivato i consumi privati anche in altri paesi, in alcuni dei quali iniziano a emergere spinte inflazionistiche e squilibri. In Irlanda un quinquennio di crescita annua superiore al 7%, associato al calo dei tassi ipotecari e alla forte espansione del credito, ha determinato pressioni da eccesso di domanda sul mercato degli immobili abitativi. Le quotazioni medie delle case a Dublino sono salite di circa l'80% negli ultimi due anni; tale aumento sembra aver intensificato le pressioni al rialzo sui salari nominali. Pressioni da domanda potrebbero altresì essere in atto nei Paesi Bassi, dove la realizzazione di plusvalenze patrimoniali su immobili e titoli azionari ha alimentato i consumi privati e dove il prodotto sembra superare il potenziale. Anche in Danimarca e Finlandia la spesa delle famiglie è stata elevata, in parte per l'effetto congiunto dei guadagni di ricchezza finanziaria e del rincaro delle abitazioni. Mentre in Danimarca i timori di possibili pressioni inflazionistiche

... nonché del valore delle abitazioni



Evoluzione del risparmio interno in determinati paesi										
	in percentuale del PIL									
	Stati Uniti		Giappone		Germania		Francia		Italia	
	1992*	1998	1991*	1998	1991*	1998	1993*	1998	1991*	1998
Risparmio nazionale	15,2	16,3	32,7	27,2	22,5	21,7	18,2	20,0	18,5	20,4
Risparmio pubblico	-1,1	4,4	9,4	1,5	1,3	0,7	-2,5	-0,2	-5,7	0,5
Risparmio privato	16,3	11,9	23,3	25,7	21,2	21,0	20,7	20,2	24,2	19,9
Famiglie	4,2	0,3	8,4	9,5	9,2	7,7	10,0	10,1	12,8	8,0
Imprese	12,1	11,6	14,9	16,2	12,0	13,3	10,7	10,1	11,4	11,9
	Regno Unito		Canada		Australia		Svezia		Svizzera	
	1993*	1998	1992*	1998	1992*	1998	1993*	1998	1993*	1998
Risparmio nazionale	14,3	18,1	14,3	18,0	17,2	19,8	11,2	16,6	28,8	30,2
Risparmio pubblico	-4,8	1,4	-4,8	3,7	-3,4	2,7	-7,6	4,4	-0,9	1,9
Risparmio privato	19,1	16,7	19,1	14,3	20,6	17,1	18,8	12,2	29,7	28,3
Famiglie	7,9	5,0	7,6	0,7	3,5	1,5	5,0	0,6	7,2	5,8
Imprese	11,2	11,7	11,5	13,6	17,1	15,6	13,8	11,6	22,5	22,5

* Anno di disavanzo massimo delle amministrazioni pubbliche, dopo il 1990; per il Giappone, anno di eccedenza massima; per la Germania, anno successivo alla riunificazione.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella II.4

hanno indotto le autorità a introdurre misure intese ad accrescere il risparmio delle famiglie e contenere l'aumento dei prezzi degli immobili per uso abitativo, in Finlandia sono emersi scarsi segni di surriscaldamento o di squilibri, sebbene l'output gap, che aveva raggiunto l'11% nel 1993, sia stato colmato. Un'eccezione a questa tendenza è rappresentata dal Regno Unito, dove la crescente incertezza sul futuro andamento dell'economia ha trattenuto le famiglie dallo spendere i propri cospicui incrementi di ricchezza.

Risparmio delle famiglie e consolidamento fiscale

La dinamica sostenuta dei consumi privati e la conseguente diminuzione della propensione media al risparmio potrebbero inoltre essere associate al riequilibrio dei conti pubblici e all'incremento del risparmio del settore statale. Negli Stati Uniti, ad esempio, il calo del risparmio delle famiglie a partire dal 1992 ha neutralizzato tre quarti dell'aumento del risparmio pubblico (tabella II.4). In Canada le famiglie hanno ridotto i propri risparmi in misura ancora maggiore, anche se nella seconda metà del 1998 la dinamica dei consumi e degli investimenti in abitazioni è rallentata. In presenza di un saggio di risparmio già basso e di un elevato rapporto debito/reddito, i consumatori canadesi paiono essere divenuti più restii a indebitarsi ulteriormente. Anche in Italia una parte cospicua dell'aumento del risparmio pubblico si è accompagnata a un minore risparmio delle famiglie, in quanto i consumatori hanno finanziato la spesa eccedente il modesto incremento del reddito riducendo le proprie disponibilità finanziarie. In altri paesi la risposta al consolidamento fiscale è stata più moderata e il maggiore risparmio del settore pubblico ha avuto pertanto effetti più pronunciati sul risparmio nazionale.

L'espansione degli investimenti delle imprese ...

Un'ulteriore caratteristica della congiuntura attuale è la forte crescita degli investimenti fissi delle imprese, segnatamente nei paesi più avanzati nel ciclo economico. Pur apportando un contributo diretto all'espansione della domanda inferiore a quello dei consumi, tali investimenti hanno concorso a prolungare il

Evoluzione recente degli investimenti fissi delle imprese e delle determinanti potenziali					
	Investimenti ¹	PIL ²	IOCR ³	Rendimento ⁴	Pk/W ⁵
Irlanda	43,1	30,7	6,8	15,4	90,4
Norvegia	40,6	13,4	1,4	7,5	95,5
Stati Uniti	35,3	10,0	2,3	18,7	85,2
Regno Unito	33,4	9,2	2,1	11,6	83,4
Finlandia	32,9	15,3	3,8	10,3	82,3
Canada	31,8	7,8	1,9	14,3	80,8
Australia	26,4	11,8	2,5	13,5	81,6
Danimarca	25,9	9,7	1,4	11,4	80,0
Paesi Bassi	24,1	9,3	2,2	18,6	89,5
Spagna	20,8	8,9	1,7	18,3	84,6
Svezia	15,8	7,1	1,8	12,3	79,0
Belgio	14,2	6,8	1,8	13,8	88,1
Svizzera	12,0	2,3	0,6	12,3	76,7
Francia	8,7	6,0	1,7	15,7	85,7
Italia	8,4	5,2	1,5	15,4	93,0
Germania	6,9	5,0	1,3	13,6	83,8
Giappone	5,6	8,1	0,5	13,6	86,1
<i>Per memoria</i> ⁶		0,72	0,63	-0,17	0,18

Nota: dati relativi al settore delle imprese, fatta eccezione per il PIL (intera economia).
¹Variazione percentuale cumulativa degli investimenti fissi reali tra il 1995 e il 1998. ²Variazione percentuale cumulativa del PIL reale tra il 1994 e il 1997. ³Rapporto incrementale prodotto/capitale, determinato dal tasso di variazione del valore aggiunto reale diviso per il rapporto investimenti/valore aggiunto (a prezzi costanti); media per il periodo 1994-98. ⁴Rendimento del capitale al lordo d'imposta nel 1996. ⁵Rapporto tra i prezzi dei beni d'investimento e i salari nel 1996; indice 1990 = 100. ⁶Correlazione bilaterale tra gli investimenti e il PIL, lo IOCR, il rendimento e il Pk/W.
 Fonti: OCSE, *Economic Outlook* e *Business Sector Data Base*; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella II.5

ciclo attuale in quanto livelli sostenuti di spesa in conto capitale riducono il rischio di strozzature di capacità produttiva e delle conseguenti spinte inflazionistiche. Di fatto, sebbene il ciclo statunitense appaia oggi come uno dei più lunghi del periodo postbellico, il tasso di utilizzo della capacità produttiva nell'industria di trasformazione registrato negli Stati Uniti alla fine dello scorso anno si collocava ben al disotto dei picchi precedenti. Per contro, in numerosi paesi dell'area dell'euro la spesa per investimenti ha avuto una dinamica piuttosto debole e – nonostante il rallentamento della crescita verso la fine del 1998 – i tassi di utilizzo della capacità sono rimasti relativamente elevati.

Condizioni di finanziamento vantaggiose, corsi azionari elevati e in crescita e un pronunciato incremento delle quote di profitto hanno contribuito in misura notevole a stimolare la spesa in conto capitale. Come già indicato, negli Stati Uniti il boom degli investimenti si è accompagnato a una decisa progressione dell'indebitamento delle imprese, ma anche altrove le favorevoli condizioni del credito e i profitti elevati hanno alimentato questa componente della domanda. Lo scorso anno in Svezia l'espansione degli investimenti delle imprese ha controbilanciato un calo delle esportazioni nette equivalente al 2% del PIL. La spesa in conto capitale delle imprese ha costituito un'importante fonte di crescita anche in Finlandia e in Spagna, in larga misura per effetto dei più elevati profitti e, nel caso spagnolo, del minore costo dei prestiti in seguito al riconoscimento

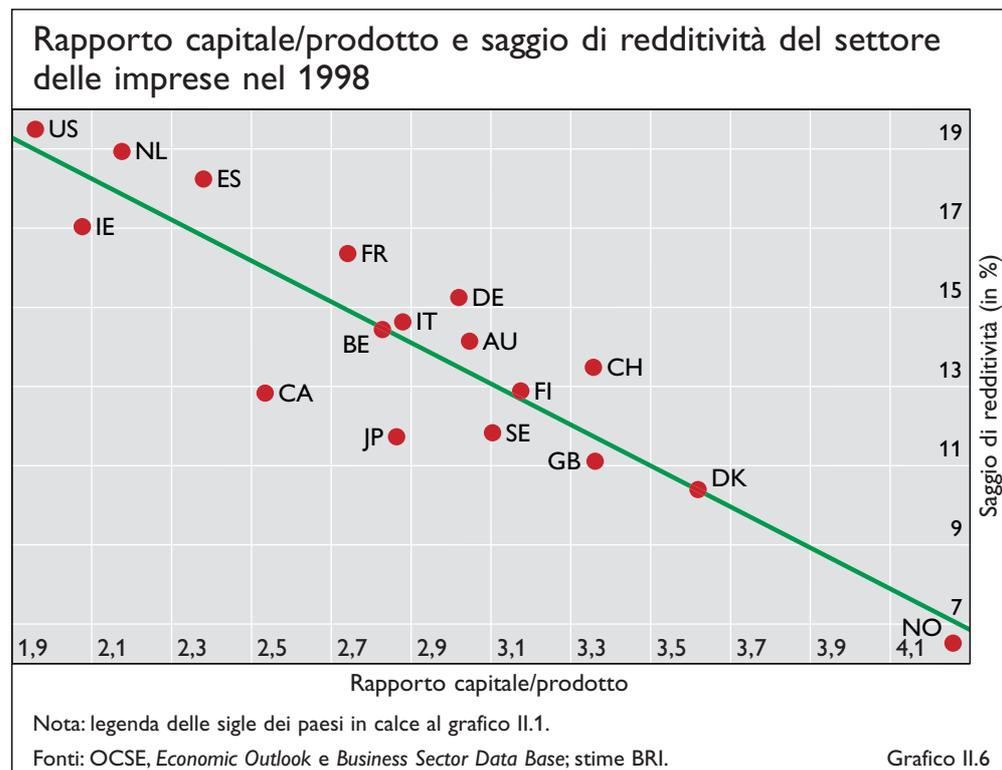
... e il suo contributo alla crescita globale ...

dell' idoneità per l'adesione alla UEM. Per contro, profitti negativi associati alle difficoltà di finanziamento e alle incertezze sulle prospettive dell'economia hanno indotto le imprese giapponesi a ridurre gli investimenti di oltre l'11%. Lo stock di capitale ha comunque continuato a crescere accentuando l'ampliamento dell'output gap indotto dalla domanda.

... riflettono
diversità nelle
aspettative ...

Sul profilo della spesa in conto capitale negli ultimi anni sembrano avere influito soprattutto le diverse aspettative delle imprese circa la futura dinamica dell'economia, in generale ascrivibili alle differenze nei tassi di crescita passati e nell'evoluzione recente del prodotto per unità di capitale investito (tabella II.5). In aggiunta, i paesi con indici capitale/prodotto relativamente modesti – come gli Stati Uniti, i Paesi Bassi, l'Irlanda e la Spagna – sembrano avere ottenuto rendimenti maggiori che hanno alimentato gli investimenti (grafico II.6). Per contro, in Giappone e Norvegia gli elevati coefficienti di capitale e i conseguenti bassi rendimenti possono essere indicativi di un eccesso di investimenti in passato e quindi di capacità che scoraggia ulteriori spese in conto capitale. Un ulteriore fattore è rappresentato dal calo dei prezzi relativi dei beni strumentali – in particolare di macchinari e attrezzature – associato alle crescenti pressioni sui costi per unità di prodotto, che ha indotto le imprese a sostituire la manodopera con capitale per aumentare la produttività del lavoro. Tali pressioni paiono essere state un fattore determinante dell'andamento recente degli investimenti in Germania e in Svizzera. Inoltre, alla luce della moderata dinamica salariale, negli Stati Uniti la spesa in conto capitale è stata inaspettatamente elevata rispetto alla crescita del prodotto, a indicare che le imprese hanno incrementato gli acquisti di beni strumentali in previsione di potenziali strozzature nell'offerta di manodopera e pressioni salariali. Tale comportamento preventivo sembra concorrere a spiegare il minore utilizzo della capacità evidenziato sopra.

... e nei rendimenti
prospettici



Sviluppi sui mercati del lavoro

Disoccupazione

Lo scorso anno la situazione sul mercato del lavoro è in generale migliorata (grafico II.7). Negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nei Paesi Bassi i tassi di disoccupazione sono ancora calati rispetto a livelli già bassi. Ciò nonostante, si sono avute solo sporadiche indicazioni di carenze di manodopera e modeste pressioni al rialzo sui salari. La quota dei disoccupati si è ridotta sensibilmente anche in molte altre economie europee minori, in Canada e in Australia. Per contro, le condizioni del mercato del lavoro si sono deteriorate in Giappone e in Nuova Zelanda. In effetti, il tasso di disoccupazione ufficiale in Giappone supera ora, per la prima volta dalla fine della guerra, quello degli Stati Uniti.

Calo ciclico della disoccupazione ...

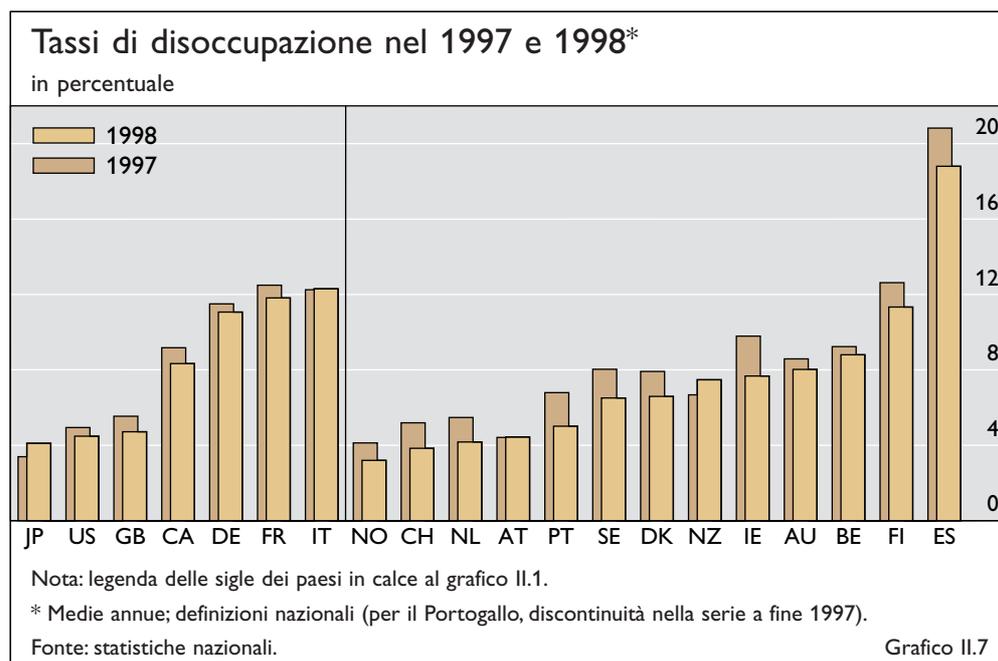
Questi andamenti divergenti rispecchiano in notevole misura le diverse condizioni cicliche. Quasi tutti i paesi con una crescita economica superiore al tasso tendenziale hanno fatto segnare una flessione della disoccupazione, e quelli con i più rapidi ritmi di sviluppo hanno generalmente conseguito i cali maggiori. Analogamente, l'aumento della disoccupazione in Giappone e in Nuova Zelanda è principalmente il riflesso della fase recessiva della produzione.

Alcune divergenze paiono tuttavia riconducibili anche alla diversa misura in cui i paesi hanno realizzato progressi nel ridurre la disoccupazione strutturale. Tali progressi sono stati particolarmente notevoli in Irlanda, Danimarca, Paesi Bassi e Regno Unito, che negli anni recenti hanno attuato riforme sostanziali del mercato del lavoro. Anche la Spagna ha realizzato importanti riforme, specie nelle aree della tutela dell'impiego e delle indennità di disoccupazione. Ciò nonostante, le stime della disoccupazione strutturale in Spagna, pur essendo calate rispetto ad alcuni anni orsono, si situano ancora al di sopra del 15%.

... e miglioramenti strutturali in alcuni paesi ...

Negli altri paesi la disoccupazione strutturale è rimasta ostinatamente elevata o è addirittura cresciuta. In Germania e Francia, ad esempio, le stime

... ma non in altri



superano generalmente il 10% e l'incidenza della disoccupazione effettiva è salita oltre i valori del 1995, benché l'output gap risulti pressoché invariato o – nel caso della Francia – addirittura diminuito. Sebbene i consistenti progressi in termini di occupazione realizzati lo scorso anno in Francia siano in certa misura dovuti all'impatto di riforme strutturali volte ad accrescere le opportunità di impiego delle donne e dei giovani, specie nel settore terziario, tali riforme hanno anche avuto la tendenza ad aumentare i tassi di partecipazione, attenuando così gli effetti sulla disoccupazione rilevata. La Germania ha parimenti adottato misure per migliorare la flessibilità del mercato del lavoro. Tuttavia finora tali iniziative paiono aver stimolato la crescita della produttività piuttosto che la creazione di nuovi impieghi. In tale contesto l'atteggiamento negoziale più aggressivo dei sindacati tedeschi rischia di far aumentare la disoccupazione sia effettiva che strutturale.

Produttività del lavoro

Divergenze nella crescita della produttività ...

Anche nell'area della produttività del lavoro lo scorso anno si sono osservati andamenti alquanto difforni. In Australia e Germania la crescita della produttività nel settore delle imprese ha superato il 2½%, risultando soltanto di poco inferiore al valore registrato negli Stati Uniti, in Finlandia e in Francia (tabella II.6).

Determinanti della crescita della produttività nel settore imprese						
	PIL per occupato				Rapporto stock di capitale/occupazione	
	Effettivo 1998	Attribuibile a: ¹			anni '80	anni '90
		ciclo	trend ²	residuo		
variazioni percentuali annue						
Australia	3,3	0,5	1,8 (1,1)	1,0	2,1	1,5
Germania	2,8	0,2	3,1 (1,8)	-0,5	2,2	3,6
Stati Uniti	2,3	0,3	1,1 (1,3)	0,9	1,2	1,9
Finlandia	2,1	0,0	3,7 (3,8)	-1,6	3,6	1,8
Francia	2,0	0,3	1,9 (2,5)	-0,2	2,6	2,5
Irlanda	1,8	-0,3	3,2 (4,1)	-1,1	3,4	-0,4
Svezia	1,6	0,1	2,6 (1,7)	-1,1	2,4	3,7
Belgio	1,5	0,1	1,8 (1,6)	-0,4	2,8	2,7
Italia	1,4	-0,2	2,3 (2,4)	-0,7	2,2	3,1
Svizzera	0,9	0,1	0,6 (0,3)	0,2	0,9	2,8
Danimarca	0,7	0,4	2,3 (1,7)	-2,0	2,7	2,1
Paesi Bassi	0,7	0,3	1,4 (1,4)	-1,0	1,1	1,2
Regno Unito	0,6	-1,1	1,0 (2,1)	0,7	1,6	1,3
Norvegia	0,5	-0,1	2,0 (1,4)	-1,4	2,9	0,7
Canada	0,1	-0,5	0,7 (1,6)	-0,1	5,5	3,6
Giappone	-2,4	-4,3	2,2 (2,6)	-0,3	4,4	3,7

¹La scomposizione della crescita della produttività nelle tre determinanti è derivata da un modello dinamico della domanda di lavoro stimato sul periodo 1980–1998. Il modello pone in relazione la crescita della produttività con la crescita del PIL e un termine di correzione dell'errore definito dal livello della produttività nell'anno precedente meno il livello di trend. Quest'ultimo è stimato mediante una funzione spline con discontinuità nel 1990. ²Il tasso stimato di crescita della produttività per gli anni ottanta è indicato fra parentesi.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella II.6

La produttività è aumentata solo in misura modesta in molti altri paesi ed è fortemente diminuita in Giappone.

La produttività del lavoro, così come la disoccupazione, è influenzata da fattori sia ciclici che strutturali. Nel più lungo periodo la sua crescita è principalmente determinata da sviluppi agenti dal lato dell'offerta, quali le variazioni nella dotazione di capitale fisico per occupato, le competenze professionali incorporate nella forza lavoro del paese, l'invenzione di nuove tecnologie e il loro impiego sul posto di lavoro. A breve termine, tuttavia, la produttività ricalca la dinamica del ciclo economico, data la tendenza dei datori di lavoro ad aggiustare solo lentamente l'organico alle variazioni dei livelli produttivi. Questa influenza ciclica spiega gran parte del forte calo di produttività che ha accompagnato l'aggravarsi della recessione in Giappone lo scorso anno. La maggior parte degli altri paesi si trovava invece in una fase di espansione relativamente matura, durante la quale i fattori ciclici tendono ad avere scarsa importanza.

Di conseguenza, nel determinare l'andamento della produttività hanno avuto un ruolo preminente i trends di più lungo periodo. In Germania, ad esempio, si stima che la crescita tendenziale della produttività sia attualmente superiore al 3%, rispetto al 2% circa degli anni ottanta. Gran parte del miglioramento rispecchia un significativo incremento del rapporto capitale/lavoro, dovuto al fatto che le imprese hanno sostituito lavoro con capitale in risposta all'aumento del prezzo relativo della manodopera e alle più intense pressioni concorrenziali. Il tasso tendenziale pare essere salito anche in Australia, Danimarca, Norvegia e Svezia ed è rimasto elevato in Finlandia e Irlanda, nonostante l'intensità di capitale sia aumentata più lentamente.

D'altra parte, la crescita tendenziale della produttività sembra essersi ridotta in Canada, di riflesso a un minore – sebbene ancora relativamente elevato – tasso di accumulazione del capitale. Il trend stimato è diminuito anche nel Regno Unito ed è rimasto alquanto basso in Svizzera. Negli Stati Uniti il valore tendenziale stimato per l'insieme degli anni novanta risulta analogo a quello del decennio precedente. Tuttavia, in questo paese si è potuta osservare di recente un'accelerazione della crescita della produttività che non è chiaramente attribuibile né a fattori ciclici né a tendenze di lungo periodo. Anche se tale accelerazione è in parte il risultato di modifiche nella misurazione dell'inflazione, essa potrebbe altresì segnalare cambiamenti più fondamentali. Ad esempio, il rapido ritmo degli investimenti negli Stati Uniti ha aumentato l'intensità di capitale, nonostante il continuo forte incremento dell'occupazione. Inoltre, viene talora fatto osservare che i recenti investimenti ad alta tecnologia potrebbero aver avuto effetti particolarmente intensi, dato il loro elevato contenuto di progresso tecnico. Tuttavia, anche se negli ultimi anni l'apparecchiatura informatica è stata una componente primaria della spesa in investimenti, essa rappresenta ancora il 2% soltanto dello stock netto di capitale non comprensivo delle abitazioni. Pertanto, pur avendo un rendimento superiore a quello degli altri tipi di attrezzature, questi investimenti hanno esercitato finora un effetto relativamente modesto sulla produttività aggregata. Nondimeno, la loro incidenza sta aumentando e l'apparecchiatura informatica potrebbe divenire un importante fattore di espansione della produttività negli anni a venire.

... di riflesso agli andamenti ciclici ...

... e a tendenze di più lungo periodo

Influsso della maggiore intensità di capitale ...

... e degli investimenti ad alta tecnologia

Evoluzione recente dell'inflazione dei salari e dei prezzi

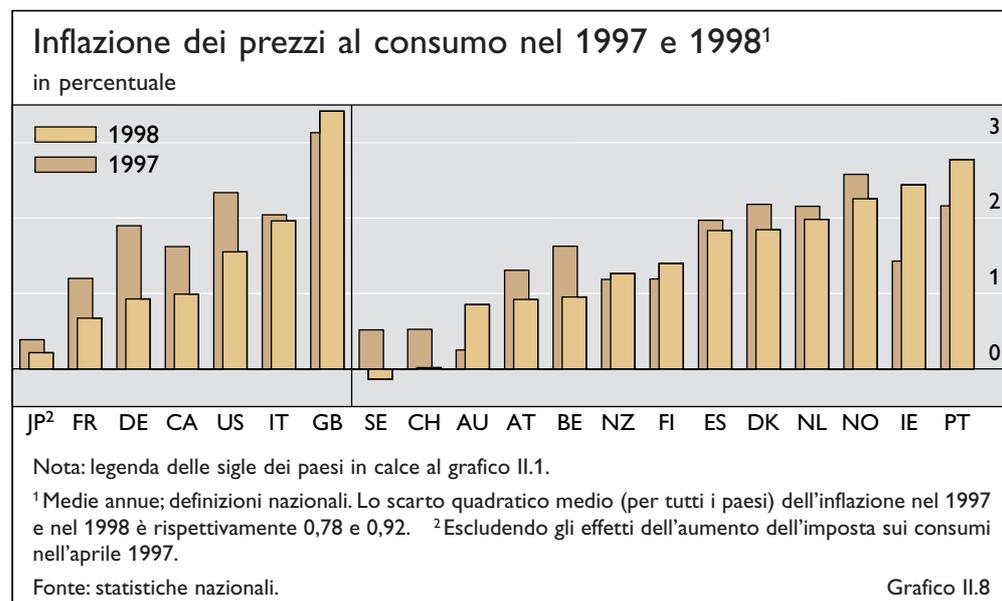
Ulteriore rallentamento dell'inflazione dovuto alla moderazione salariale ...

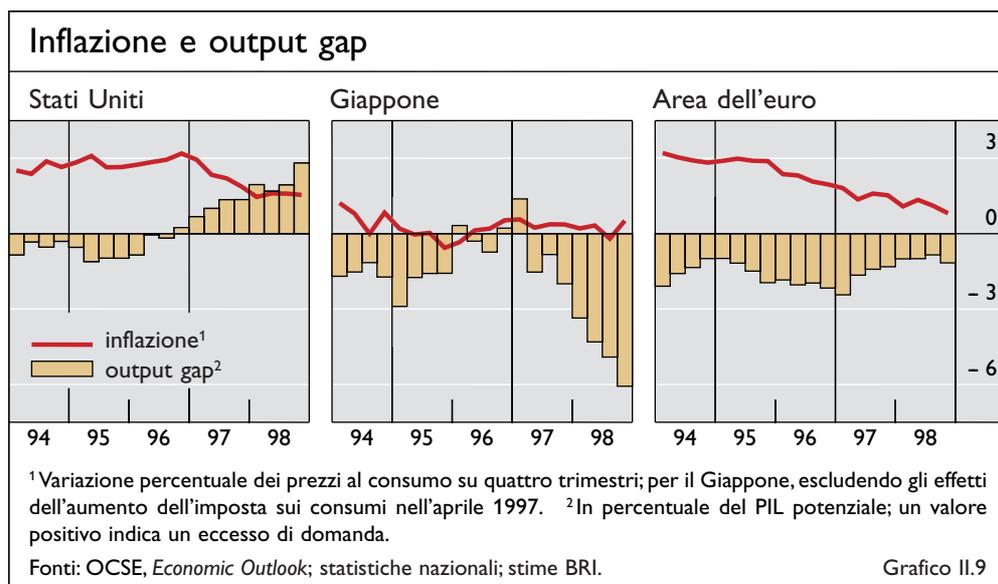
Gli sviluppi dal lato dell'economia reale nel 1998 si sono accompagnati al proseguimento del processo disinflazionistico osservato negli ultimi anni (grafico II.8). In parte ciò è dovuto all'ulteriore moderazione dei costi unitari del lavoro. La crescita delle retribuzioni nominali ha continuato a rallentare nell'insieme dell'area dell'euro, mentre le modeste spinte salariali emerse negli Stati Uniti sono state controbilanciate da forti guadagni di produttività. Inoltre, sebbene nella maggior parte dei paesi sia diminuito l'output gap negativo o aumentato quello positivo, si è generalmente ridotto il margine dei prezzi sui costi unitari del lavoro, per effetto sia del minore costo degli inputs extralavoro a mercato internazionale, sia della più intensa concorrenza e del crescente eccesso di capacità sui mercati mondiali dei prodotti (grafico II.9).

... ai prezzi calanti delle materie prime ...

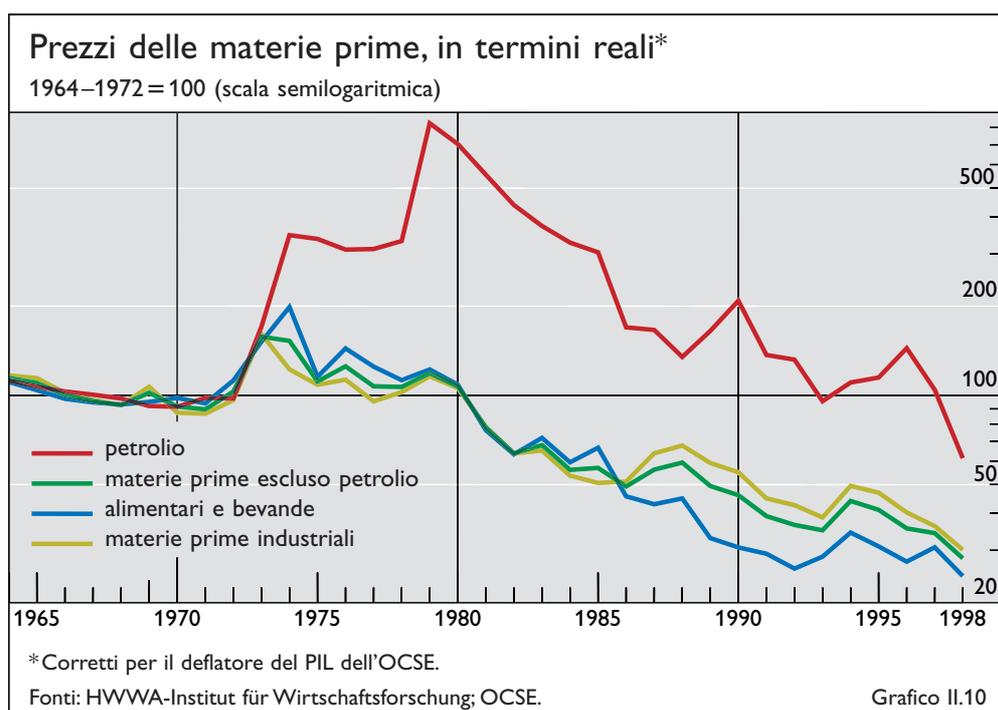
Un importante fattore che ha compresso i costi extralavoro è stato l'andamento cedente dei prezzi delle materie prime (grafico II.10). Il calo è stato particolarmente pronunciato per le quotazioni del petrolio greggio, che alla fine del 1998 risultavano inferiori di oltre il 60% in termini reali rispetto al picco del 1996. In ampia misura questa debolezza va attribuita alla recessione nelle economie emergenti dell'Asia, che avevano contribuito per circa due terzi all'aumento del consumo di petrolio nei precedenti quattro anni. Tuttavia, i prezzi del greggio sono stati depressi anche dall'inverno eccezionalmente mite dello scorso anno, dall'esuberanza delle scorte e dall'aumento dell'offerta mondiale di petrolio. A seguito di un accordo fra i principali paesi esportatori inteso a ridurre le forniture nell'anno in corso, i prezzi sono risaliti di quasi il 50% rispetto al punto di minimo. Data la pressante esigenza di molti paesi esportatori di petrolio di aumentare le proprie entrate per far fronte ai crescenti disavanzi di bilancio, vi possono essere dubbi circa la possibilità di tenuta di tale accordo. Ciò nonostante, al momento attuale gli osservatori del mercato prevedono che il rincaro non sarà puramente transitorio.

La debolezza della domanda mondiale e l'offerta crescente si sono tradotte in consistenti cali di prezzo anche per un ampio ventaglio di altri prodotti





primari. I corsi delle derrate alimentari mostrano da lungo tempo un profilo decrescente, che lo scorso anno si è accentuato per effetto di incrementi della produzione legati a fattori climatici. Inoltre, l'arretramento dei prezzi delle materie prime agricole rispetto ai massimi del 1995 è stato ulteriormente favorito dalla recessione in Asia e dalla maggiore offerta indotta dal progresso tecnico, dall'ampliarsi della produzione privatizzata e dai più alti prezzi presenti nella prima parte del decennio. I medesimi fattori hanno parimenti depresso i corsi delle materie prime industriali, sebbene l'entità del calo registrato nel 1998, specie per i metalli di base, sia probabilmente anche riconducibile ai tentativi dei produttori di compensare i minori introiti espandendo la produzione e riducendo i margini, in alcuni casi fino al punto in cui i prezzi di vendita non



coprivano più i costi. Più in generale, poiché i prezzi della maggior parte delle materie prime sono espressi in dollari USA, il rafforzamento della moneta americana a partire dal 1995 ha tendenzialmente intensificato le pressioni al ribasso sulle quotazioni.

... e all'eccedenza mondiale di capacità

La debolezza della domanda globale ha inoltre comportato un sostanziale eccesso di capacità nel caso di molti prodotti intermedi e finali. Lo squilibrio fra domanda e offerta ha favorito la tendenza disinflazionistica nei paesi industriali, sia riducendo il prezzo dei beni importati, sia intensificando le pressioni concorrenziali sui beni prodotti all'interno. In effetti, i prezzi alla produzione dei manufatti nell'area del G10 sono diminuiti di circa il 2% rispetto a un anno prima, e in molti paesi sono parimenti calati i prezzi al consumo. Anche la dinamica dei prezzi dei servizi è andata rallentando nel corso dell'anno, di riflesso alla summenzionata moderazione dei salari nominali e, in vari paesi, per effetto della liberalizzazione e privatizzazione di servizi in precedenza forniti dal settore pubblico.

Forze disinflazionistiche negli Stati Uniti ...

Negli Stati Uniti, dove la progressione dei prezzi al consumo è scesa intorno all'1½% nel 1998, nonostante un ulteriore aumento del prodotto rispetto al potenziale stimato, gli effetti disinflazionistici del minore costo degli inputs extralavoro e dell'eccesso di capacità a livello mondiale sono stati rafforzati da due altri fattori. In primo luogo, il valore esterno del dollaro è rimasto relativamente alto per gran parte dell'anno, contribuendo a raffrenare gli aumenti di prezzo sia dei prodotti importati sia di quelli interni sostituibili con importazioni. In secondo luogo, l'elevato livello degli investimenti delle imprese statunitensi durante gli ultimi anni si manifesta ora sotto forma di tassi di utilizzo della capacità produttiva inferiori alla media, i quali tendono a potenziare l'impatto dell'accresciuta concorrenza internazionale sui prezzi interni determinando una sensibile compressione dei margini di profitto.

... e andamenti disparati in Europa

Sebbene gli andamenti generali sopra descritti abbiano determinato un calo dell'inflazione nell'insieme dell'Europa, vi sono state tuttavia importanti differenze fra i singoli paesi. Ad esempio, lo scorso anno l'inflazione è salita in Irlanda e Portogallo, a causa del rapido ritmo di crescita del prodotto e – in Irlanda – dell'accelerazione dei costi unitari del lavoro. Nei Paesi Bassi, benché l'inflazione si sia ulteriormente ridotta, il tasso di disoccupazione è sceso a solo il 3,8% (livello fra i più bassi nell'area dell'euro) e le pressioni sui costi salariali si stanno intensificando. Per contro, la moderazione dei salari nominali e i cospicui guadagni di produttività hanno consentito alle imprese francesi e tedesche di limitare l'aumento dei costi unitari del lavoro e di preservare così la loro competitività internazionale, malgrado l'apprezzamento delle rispettive valute in termini nominali effettivi. Anche in Spagna, Finlandia e Belgio l'ulteriore moderazione delle retribuzioni nominali ha concorso a smorzare le spinte sui prezzi pur in presenza di una crescita relativamente importante dell'occupazione. In Svezia e in Svizzera i prezzi al consumo sono calati o si sono mantenuti pressoché costanti.

Pressioni al ribasso sui prezzi in Giappone

In Giappone l'acuirsi della recessione e il crescente output gap hanno indotto taluni osservatori a prevedere l'avvio di gravi pressioni al ribasso sui prezzi. Finora, tuttavia, paiono esservi scarse indicazioni dell'inizio di una spirale deflattiva in cui la spesa si contrae nell'aspettativa di prezzi decrescenti.

Considerato isolatamente, il marcato aumento del saggio di risparmio potrebbe essere interpretato come il sintomo di un processo siffatto. Tuttavia, se da un lato lo scorso anno i salari nominali e i prezzi all'ingrosso sono diminuiti, i costi unitari del lavoro hanno segnato un aumento e i prezzi al consumo sono rimasti all'incirca invariati. Fatto più importante, in Giappone è rilevabile un elevato grado di inerzia inflazionistica. Secondo quanto risulta da inchieste condotte presso famiglie e imprese, la maggior parte degli intervistati prevede futuri rincari, nonostante che i prezzi effettivi siano stazionari o addirittura calanti. Inoltre, malgrado il forte ampliamento dell'output gap, il tasso d'inflazione dei prezzi al consumo si è modificato solo di poco, mentre le correlazioni storiche avrebbero implicato un suo forte e continuo abbassamento.

Evidenza di rigidità nominali

Il quadro economico degli anni più recenti ha indotto a chiedersi se la natura del processo inflazionistico sia ora diversa da quella osservata nei decenni precedenti. Uno dei timori è che i salari nominali possano essere rigidi verso il basso poiché i lavoratori considerano iniqua una loro riduzione, anche se sarebbero disposti ad accettare un'analogo diminuzione del salario reale causata dall'inflazione. Se tale resistenza alla riduzione dei livelli salariali nominali è prevalente, le imprese potrebbero avere maggiori difficoltà ad aggiustare verso il basso le retribuzioni reali in un contesto di bassa inflazione e sarebbero quindi forzate a fare maggiore ricorso a tagli occupazionali in risposta a una contrazione della domanda o a un'evoluzione sfavorevole della produttività. Se da un lato ciò potrebbe accrescere il rischio che i livelli di disoccupazione siano in certa misura più elevati in un contesto di bassa inflazione, dall'altro il recente calo della disoccupazione e la mancanza di prove empiriche convincenti dell'importanza delle rigidità suddette indicherebbero che tale rischio non va sopravvalutato.

Un altro, e forse più serio motivo di preoccupazione è che le rigidità nominali presenti nei mercati del lavoro e dei beni possano far sì che l'inerzia generale dei salari e dei prezzi diventi più pronunciata a bassi livelli d'inflazione. Se così fosse, le variazioni del reddito nominale indotte dalla politica economica o da altri fattori avrebbero un impatto maggiore sul prodotto reale che nei periodi di alta inflazione. Spesso si presume che tali rigidità nominali derivino dalla riluttanza delle imprese a modificare salari e prezzi nominali, dati i costi associati alla rinegoziazione dei contratti e alla correzione dei listini. E, in presenza di un'inflazione corrente e attesa in calo, questi costi sopravanzerebbero in misura crescente i vantaggi di un più frequente aggiustamento dei prezzi.

Alcuni recenti sviluppi sui mercati del lavoro e dei prodotti ben si accordano con queste ipotesi. Negli Stati Uniti, ad esempio, i nuovi contratti collettivi di lavoro hanno avuto la tendenza a durare più a lungo, in alcuni casi fino a sei anni. È inoltre fortemente diminuita la presenza di clausole di adeguamento automatico al costo della vita nei contratti collettivi del settore privato, mentre in Europa è praticamente scomparsa l'indicizzazione dei salari. Per quanto riguarda il mercato dei beni, un crescente numero di grandi produttori ha chiesto e ottenuto garanzie di prezzo a lungo termine dai propri fornitori, il che potrebbe limitare la capacità di questi ultimi di traslare gli aumenti dei costi di produzione. Per converso, la diffusione di talune nuove tecnologie, come i

La bassa inflazione potrebbe accentuare le rigidità nominali ...

... a causa dei meno frequenti aggiustamenti di prezzo ...

... e della maggiore durata dei contratti

“price scanners”, i cataloghi Internet e più perfezionati programmi di contabilizzazione degli stipendi, potrebbe agire nella direzione opposta, facilitando aggiustamenti anche minimi dei salari e dei prezzi. Si aggiunga che le istituzioni e le aspettative, così come la nozione di equità, possono adeguarsi a un contesto di bassa inflazione, specie se vi è un impegno credibile in tale senso da parte delle autorità monetarie.

L'evidenza di accresciute rigidità nominali ...

Le rigidità nominali sono difficili da misurare direttamente. È tuttavia possibile valutare la loro incidenza dal modo in cui una variazione della domanda nominale “si ripartisce” fra variazione del prodotto e movimento del tasso d'inflazione. Anche se nel lungo periodo la dinamica del prodotto reale dipende da fattori agenti dal lato dell'offerta, le variazioni nominali della domanda possono influenzare l'attività produttiva a breve termine, in quanto i prezzi si adeguano soltanto gradualmente al livello appropriato sottostante. Pertanto, una conseguenza dell'accresciuta rigidità nominale è che tali variazioni impiegheranno tempi più lunghi per modificare i prezzi e avranno così un impatto maggiore di breve periodo sull'attività economica reale. Stime empiriche basate su questa ipotesi indicano che il grado di rigidità nominale è aumentato in molti paesi industriali, e ciò non solo in Giappone, dove l'inflazione è stata particolarmente bassa negli ultimi anni, ma anche in alcuni dei paesi che hanno adottato obiettivi di inflazione espliciti (tabella II.7). Per contro, le rigidità nominali non paiono essere aumentate negli Stati Uniti, in Svezia e in Svizzera: piuttosto, in questi paesi tali rigidità hanno costantemente rappresentato un'importante componente del processo inflazionistico.

L'evidenza di un'accresciuta rigidità nominale in un contesto di bassa inflazione è stata di recente addotta a sostegno della tesi secondo cui è possibile

Stime della rigidità nominale				
	Prezzi*		Inflazione media	
	1970–1985	1986–1998	1970–1985	1986–1998
Stati Uniti	0,86	0,86	6,4	2,8
Svizzera	0,74	0,59	4,8	2,4
Svezia	0,74	0,57	9,0	4,1
Germania	0,63	0,78	4,7	2,5
Francia	0,56	0,93	9,4	2,4
Canada	0,55	0,73	7,6	2,3
Danimarca	0,54	0,64	9,0	2,7
Australia	0,48	0,62	9,7	3,6
Regno Unito	0,46	0,83	11,3	4,2
Belgio	0,41	0,80	6,6	2,7
Italia	0,37	0,58	14,2	5,4
Spagna	0,36	0,53	13,4	5,5
Giappone	0,31	0,85	6,1	0,8

*Il grado stimato di rigidità nominale dei prezzi è definito da 1 meno il coefficiente di crescita nominale del reddito in una regressione dell'inflazione (deflatore del PIL) sulla crescita nominale del reddito, l'output gap sfasato, l'inflazione sfasata e la variazione sfasata dei prezzi relativi all'importazione. Pertanto, un coefficiente di 1 indica una completa rigidità, mentre un coefficiente di 0 indica una completa flessibilità.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella II.7

impiegare politiche macroeconomiche espansive per ridurre la disoccupazione. In altri termini, ove esista un elevato grado di inerzia nel processo inflazionistico gli squilibri nei mercati del lavoro e dei beni avrebbero la tendenza a ripercuotersi con lentezza sul livello dei prezzi, cosicché gli eventuali errori di politica economica, se riconosciuti prontamente, potrebbero essere corretti in tempo. Di conseguenza, i tentativi di ridurre la disoccupazione in questo modo non comporterebbero grossi rischi inflazionistici, senza contare che ne potrebbero derivare benefici addizionali qualora venisse abbassata anche la disoccupazione strutturale. La recente performance economica degli Stati Uniti viene talvolta citata come esempio a questo riguardo, sulla base dell'assunto che la capacità di mantenere così basso il tasso di disoccupazione per un considerevole periodo di tempo abbia accresciuto il livello delle competenze professionali dei segmenti meno qualificati delle forze di lavoro, contribuendo così a far scendere la disoccupazione strutturale.

... è un argomento a favore di politiche macroeconomiche espansive ...

Tuttavia, le politiche che si fondano su tali argomentazioni comportano rischi notevoli. Va ricordato che la più bassa disoccupazione negli Stati Uniti è stata accompagnata e ha tratto vantaggio da eccezionali pressioni al ribasso sui prezzi di origine esterna, derivanti non soltanto dai corsi calanti delle materie prime, ma anche dall'elevato tasso di cambio del dollaro negli ultimi anni. L'argomentazione suddetta presume inoltre che l'inerzia dei salari e dei prezzi sia di pari intensità nelle due direzioni. Tuttavia, nella misura in cui le accresciute rigidità nominali in alcuni paesi rispecchiano soprattutto un'avversione a ridurre i salari e i prezzi nominali, piuttosto che una generale viscosità dell'inflazione, gli sforzi volti a ridurre la disoccupazione in assenza di riforme strutturali potrebbero rapidamente tradursi in un più alto tasso d'inflazione. Infine, ed è questo l'aspetto più importante, qualora i tentativi di abbattere la disoccupazione mediante le politiche macroeconomiche risultino avere indesiderate e inattese conseguenze inflazionistiche, le accresciute rigidità nominali implicano altresì che sarà più oneroso annullare gli effetti di questi errori.

... ma tale approccio comporta pericoli

III. Il diffondersi della crisi nei mercati emergenti

Aspetti salienti

La maggior parte delle economie di mercato emergenti è stata colpita da un crollo dei prezzi delle materie prime nel corso del 1998 e ha dovuto far fronte a condizioni di forte instabilità nei mercati finanziari internazionali. Soprattutto dopo metà anno, a seguito dell'accresciuta percezione della rischiosità degli investimenti nei mercati emergenti, le banche creditrici e altri investitori hanno ridimensionato drasticamente le proprie esposizioni finanziarie. Mentre fino alla metà del 1998 la crisi finanziaria era stata per lo più contenuta entro i confini dell'Asia, nei mesi successivi essa si è rapidamente propagata alla Russia e ad alcuni paesi dell'America latina.

L'aggiustamento alla crisi in Asia si è associato a forti contrazioni del prodotto. Tuttavia, con il trascorrere dei mesi, è stato ripristinato un certo grado di stabilità finanziaria e nelle economie maggiormente colpite il calo del prodotto è andato rallentando. Rimane ancora da vedere quanto sarà solida tale ripresa. L'eccesso di capacità produttiva accumulato negli anni sta frenando gli investimenti; inoltre, la crescita della domanda esterna è rimasta debole, in parte a causa delle condizioni depresse registrate in molti mercati d'esportazione della regione, primo fra tutti il Giappone. Un certo clima d'incertezza non risparmia neanche le prospettive di crescita dell'economia cinese.

Alla base della crisi russa dell'agosto del 1998 vi sono importanti debolezze economiche e finanziarie; mancano molti degli elementi fondamentali di un'economia di mercato; la finanza pubblica ha urgente bisogno di riforme; le istituzioni finanziarie non hanno ancora assunto una funzione centrale nel processo di intermediazione. In altri paesi dell'Europa orientale la transizione è in una fase più avanzata e il contagio della crisi russa è stato limitato.

La vittima più notevole della fuga verso la qualità e la liquidità nell'ultima parte del 1998 è stato il Brasile. Com'era accaduto frequentemente in passato, un regime di cambi rigidamente controllati, combinato con crescenti squilibri macroeconomici interni ed esterni, si è rivelato insostenibile. Anche molti altri paesi latino-americani hanno incontrato un clima di maggiore ostilità nei mercati internazionali dei beni e delle attività finanziarie e sono stati costretti ad adottare politiche più restrittive.

Principali fattori all'origine degli andamenti nelle economie emergenti

La turbolenza finanziaria scoppiata con la fluttuazione del baht thailandese verso la metà del 1997 si è poi diffusa a un gran numero di economie emergenti. La crisi ha vissuto una serie di fasi (tabella III.1) collegate da molteplici, spesso

Le fasi principali della crisi nei mercati emergenti	
1997 luglio agosto ottobre novembre dicembre	<p>Fluttuazione del baht thailandese (2 luglio).</p> <p>Fluttuazione della rupia indonesiana (14 agosto). Approvazione di un programma di sostegno, guidato dal FMI, di \$20,1 miliardi a favore della Thailandia (20 agosto).</p> <p>Brusca caduta dei mercati azionari in America latina, Asia e Russia. Forti pressioni sui cambi in Brasile, Corea, Hong Kong e Taiwan.</p> <p>Approvazione di un programma di sostegno, guidato dal FMI, di \$40 miliardi a favore dell'Indonesia (5 novembre).</p> <p>Approvazione di un programma di sostegno, guidato dal FMI, di \$57 miliardi a favore della Corea (4 dicembre). Fluttuazione del won coreano (6 dicembre). Caduta del 30% del prezzo del petrolio su base annua.</p>
1998 gennaio febbraio maggio giugno luglio agosto settembre set./ott./nov./dic. ottobre dicembre	<p>Il rublo viene ancorato al dollaro con una fascia di fluttuazione di $\pm 15\%$ (1° gennaio). “Pausa” del servizio del debito societario indonesiano (27 gennaio). Accordo di ristrutturazione tra la Corea e i suoi creditori esterni per un ammontare di \$24 miliardi (29 gennaio).</p> <p>L'Indonesia propone un regime di “currency board”.</p> <p>Cambio del Presidente in Indonesia in seguito alle sommosse popolari (21 maggio). Alla fine del mese il tasso di rifinanziamento in Russia raggiunge il 150%.</p> <p>Il governo indonesiano e un comitato dei creditori convengono di ristrutturare \$70 miliardi di debito estero privato (4 giugno). Viene firmato un nuovo accordo tra il FMI e l'Indonesia (24 giugno). Il rand sudafricano viene sottoposto a forti pressioni e subisce un drastico deprezzamento. I tassi d'interesse brasiliani ritornano ai livelli di inizio ottobre 1997 (26 giugno).</p> <p>Programma di sostegno a favore della Russia per il 1998–99, guidato dal FMI, di \$22,6 miliardi (\$4,8 miliardi sono resi disponibili il 20 luglio).</p> <p>Lo yen raggiunge il livello minimo degli ultimi otto anni (11 agosto). Le autorità di Hong Kong intervengono sul mercato azionario (14 agosto). La Russia modifica il suo regime di cambio, sospende il pagamento sulle obbligazioni di Stato a breve termine e impone una moratoria sui pagamenti a fronte del debito commerciale verso i non residenti (17 agosto).</p> <p>La Russia cessa il sostegno al rublo (1° settembre). La Malaysia aggancia il suo cambio al dollaro e impone rigorosi controlli sui capitali (1–2 settembre). In America latina i mercati azionari subiscono forti flessioni, mentre i cambi sono oggetto di notevoli pressioni: la Colombia innalza del 9% la sua fascia di cambio (2 settembre); i tassi d'interesse brasiliani raddoppiano salendo a quasi il 50% (10 settembre); in Messico i tassi d'interesse a breve raggiungono una punta del 48% (11 settembre); il Cile amplia la fascia di cambio e innalza i tassi d'interesse (16 settembre). La Cina inasprisce le norme valutarie (27 settembre).</p> <p>Serie di riduzioni dei tassi d'interesse nei principali blocchi valutari.</p> <p>Dopo le elezioni presidenziali il Brasile annuncia un programma triennale di riforma fiscale (20 ottobre).</p> <p>Approvazione di un programma di sostegno, guidato dal FMI, di \$41,5 miliardi a favore del Brasile, compreso un prestito di \$13,3 miliardi concesso dalla BRI e garantito dalle banche centrali di 19 paesi industriali (2 dicembre).</p>
1999 gennaio marzo	<p>Fluttuazione del real brasiliano (15 gennaio). Il problema della dollarizzazione viene sollevato dalla banca centrale argentina (21 gennaio). Un'agenzia di rating internazionale promuove il debito sovrano coreano alla qualità bancaria (25 gennaio).</p> <p>Nuovo programma del FMI a favore del Brasile (8 marzo). Prima riduzione dei tassi d'interesse brasiliani dopo l'inizio della fluttuazione (25 marzo).</p>

Tabella III.1

complessi, canali di trasmissione e di contagio. Alla base delle difficoltà incontrate nella maggior parte dei paesi vi sono state la vulnerabilità del settore delle imprese e del settore finanziario, la debolezza della finanza pubblica, l'ampliamento dei disavanzi correnti e l'incoerenza delle politiche economiche. Con la crescente integrazione delle economie emergenti nel sistema finanziario globale, le brusche inversioni dei flussi di capitali hanno quasi sempre costituito l'elemento che ha innescato, o aggravato, i problemi interni. Sono seguite, nei paesi colpiti, crisi recessive profonde e forti riduzioni dei tassi di cambio che hanno prodotto effetti significativi sui prezzi del commercio internazionale e sui flussi delle merci. Questo ha, a sua volta, creato ulteriori canali attraverso i quali la crisi è stata trasmessa a tutta l'area dei paesi emergenti, e ben oltre.

Flussi di capitali

I capitali privati si esauriscono nel 1997-98

Nella seconda metà del 1997 si è bruscamente concluso un lungo periodo in cui le economie emergenti avevano avuto facile accesso ai finanziamenti internazionali. I capitali privati, che nel 1996 erano affluiti alle economie emergenti nella misura di \$140 miliardi, si sono ridotti a \$40 miliardi nel 1997 allorché le prime ondate della crisi hanno colpito il mondo in via di sviluppo, per poi esaurirsi del tutto lo scorso anno (tabella III.2). Il deficit di finanziamento provocato dal minor apporto del settore privato è stato in parte colmato da afflussi crescenti di fondi ufficiali. Negli ultimi due anni gli investimenti diretti esteri hanno mantenuto livelli sostenuti, superiori a \$120 miliardi, e ciò sta a indicare che non è stata

Flussi di capitali e riserve nelle economie di mercato emergenti				
	1990-95	1996	1997	1998
	in miliardi di dollari USA, in ragione annua			
	Afflussi netti di capitali privati			
Asia ¹	33	81	-45	-69
America latina ²	35	70	77	57
Europa orientale ³	5	10	11	21
Russia	-9	-25	-7	-12
	Afflussi netti di capitali ufficiali			
Asia ¹	14	4	37	29
America latina ²	6	-12	-5	12
Europa orientale ³	1	-1	-1	-2
Russia	8	9	5	7
	Afflussi netti delle riserve			
Asia ¹	41	58	15	66
America latina ²	15	25	13	-10
Europa orientale ³	6	1	2	9
Russia	2	-3	2	-5
Nota: i flussi di capitali sono calcolati come differenza tra il saldo delle partite correnti e le variazioni delle riserve; i flussi privati sono calcolati come posta residuale desunta dalla stima dei flussi ufficiali.				
¹ Cina, Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia. ² Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ³ Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria.				
Fonti: FMI; Institute of International Finance (IIF).				Tabella III.2

intaccata la fiducia nelle prospettive a più lungo termine della maggior parte delle economie emergenti.

Tuttavia, i dati sui flussi finanziari privati su base aggregata annua non danno conto delle forti diversità, sia nel corso dell'anno sia nei vari paesi, nel finanziamento bancario e obbligazionario internazionale (si veda anche il Capitolo VII). La tabella III.3 illustra la netta inversione dei flussi di credito bancario e di attività mobiliari registrata in Asia nella seconda metà del 1997. Alla fine dell'anno i crediti bancari a favore delle economie asiatiche più direttamente colpite dalla turbolenza finanziaria (Corea, Indonesia, Malaysia, Thailandia e, in misura minore, le Filippine) si erano ridotti a un ritmo quasi doppio rispetto alla crescita registrata nel 1996 e nella prima parte del 1997: da quasi +5½% del PIL nel 1996 a -10% negli ultimi mesi del 1997. Nel primo semestre del 1998 le banche creditrici hanno continuato a ridurre rapidamente le proprie esposizioni nei confronti della regione. Tuttavia, con il trascorrere dei mesi, le partite correnti sono ritornate in attivo e sono emerse indicazioni che la crisi poteva essere arginata. Di conseguenza, il clima finanziario cui si sono trovate di fronte le economie asiatiche colpite dalla crisi è diventato meno cupo. Le emissioni nette di titoli internazionali hanno registrato un andamento simile a quello del credito

Si invertono i flussi dei crediti bancari verso l'Asia

Finanziamento bancario e obbligazionario internazionale nelle economie di mercato emergenti								
	Media 1990-95 ¹	1996	1997			1998		
			1° sem.	3° trim.	4° trim.	1° sem.	3° trim.	4° trim.
in miliardi di dollari USA, in ragione annua								
Credito bancario internazionale ²								
Asia ³	37	80	74	- 8	-109	-103	-94	-32
<i>di cui:</i> Cina	7	13	13	21	- 1	- 6	-25	4
Paesi in crisi ⁴	28	58	49	-39	- 96	- 96	-59	-43
America latina	1	29	27	43	40	30	-32	-24
<i>di cui:</i> Argentina	0	5	4	10	12	3	5	-11
Brasile	0	17	13	18	- 1	17	-32	-18
Messico	0	0	3	- 5	8	2	- 4	6
Europa orientale ^{5,6}	0	2	4	8	6	7	4	2
Russia ⁶	-2	7	8	17	6	12	-43	- 6
Emissioni nette di strumenti debitori internazionali								
Asia ³	15	43	40	44	13	10	-15	- 3
<i>di cui:</i> Cina	2	2	7	2	1	0	- 4	2
Paesi in crisi ⁴	11	38	28	36	10	7	-16	- 5
America latina	13	41	48	76	- 3	50	- 1	- 8
<i>di cui:</i> Argentina	6	11	13	26	2	20	5	2
Brasile	4	12	15	19	- 6	16	- 8	-12
Messico	2	13	13	11	- 2	3	0	2
Russia	0	0	9	5	6	11	25	- 1

¹4° trimestre 1993-95 per le emissioni nette di titoli. ²Variazioni depurate dagli effetti di cambio delle posizioni creditorie delle banche dichiaranti alla BRI. ³Ad esclusione di Hong Kong e Singapore. ⁴Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. ⁵Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria. ⁶Dati disponibili solo a partire dal 1994.

Fonte: BRI.

Tabella III.3

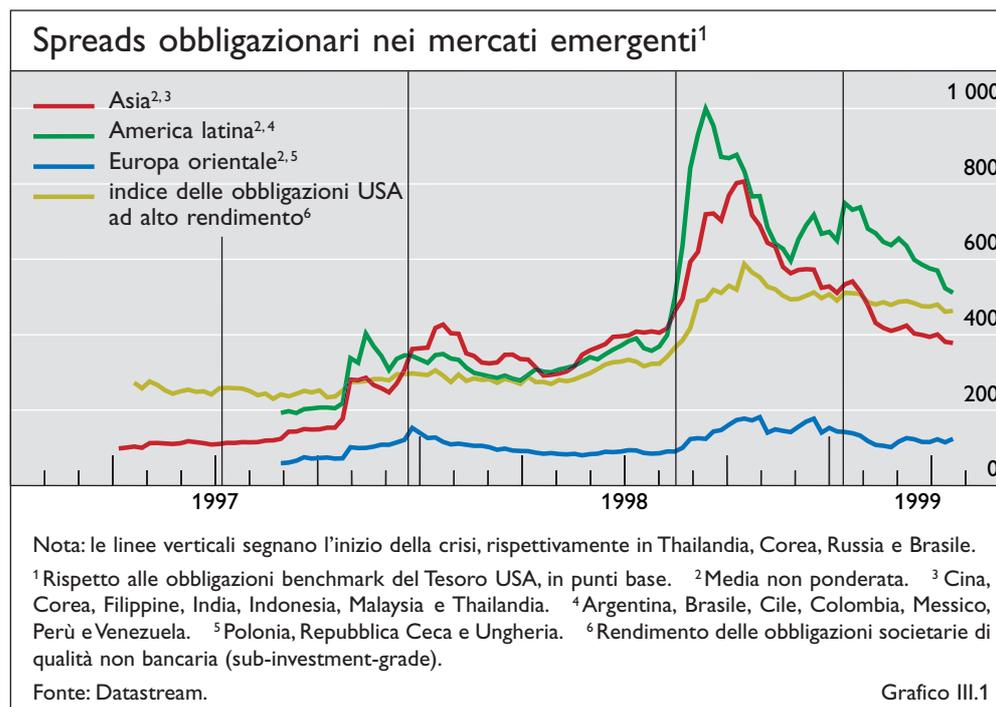
bancario, sebbene con un qualche ritardo dovuto probabilmente ai tempi più lunghi richiesti per le procedure di emissione di titoli rispetto all'erogazione dei crediti bancari. Negli ultimi mesi del 1997 e nei primi mesi del 1998 le nuove emissioni si sono ridotte in misura significativa e le emissioni nette hanno registrato un valore negativo nel secondo semestre del 1998 poiché gli investitori hanno abbandonato in massa i titoli di emittenti con minore rating creditizio. Comunque, grazie al ritrovato ottimismo, agli inizi del 1999 alcuni paesi – in particolare le Filippine – hanno potuto nuovamente accedere ai mercati internazionali dei capitali.

La struttura dei flussi verso l'America latina ...

I dati esposti nella tabella III.3 presentano anche per l'America latina un quadro differenziato e per molti versi sorprendente. I flussi di credito bancario verso quest'area hanno registrato livelli sostenuti anche quando la crisi si è rapidamente diffusa in tutta l'Asia nella seconda metà del 1997. Sebbene i crediti bancari nei confronti del Brasile si fossero ridotti negli ultimi mesi del 1997, questa interruzione aveva avuto durata limitata. Infatti, nel primo semestre 1998 i flussi di credito bancario ricevuti dal paese sono stati particolarmente vigorosi, pari a oltre il 2% del PIL. Solo verso la metà dell'anno, dopo la crisi russa, tali flussi hanno cambiato direzione e nel secondo semestre dell'anno i crediti bancari in essere sono precipitati. Analogamente, le emissioni nette di strumenti debitori internazionali in America latina si sono ridotte solo negli ultimi sei mesi dell'anno.

... e la Russia

Malgrado le vulnerabilità ampiamente riconosciute, per gran parte del periodo precedente la crisi finanziaria dell'agosto 1998 anche la Russia ha continuato ad attrarre finanziamenti esteri. Gli impieghi bancari sono rimasti sostenuti nella prima parte dell'anno, così com'era accaduto per tutto il 1997, mentre le emissioni obbligazionarie hanno registrato un notevole aumento. Tuttavia, quando è scoppiata la crisi in agosto, i flussi di capitali si sono arrestati e nel



terzo trimestre i crediti bancari si sono contratti su base annua di quasi \$43 miliardi. A fine anno l'emissione netta di titoli si era praticamente arrestata.

Un ulteriore segno del clima d'incertezza del mercato è stato dato dalla marcata volatilità dei corsi dei titoli internazionali. La prima fase di questo processo è iniziata verso la metà del 1997. A mano a mano che si chiarivano la portata della crisi nel Sud-Est asiatico e la forza di diffusione del contagio che stava travolgendo la Corea e investendo Hong Kong e Taiwan – che sono tutte economie più avanzate – gli spreads dei titoli internazionali negoziati nei mercati secondari hanno segnato un'impennata (grafico III.1) ed è fortemente cresciuta la volatilità (tabella III.4). Sebbene gli spreads non siano rimasti ai livelli raggiunti negli ultimi mesi del 1997 e nei primi mesi del 1998, successivamente essi non sono comunque ritornati ai livelli precrisi. Inoltre, la volatilità ha continuato a essere elevata in un contesto di recessioni inaspettatamente profonde in gran parte dell'Asia, di disordini politici e sociali in Indonesia e di crescenti indicazioni del fatto che la crisi colpiva anche paesi tanto diversi e lontani come il Cile e il Sudafrica.

A metà del 1998 è emersa una nuova fase di avversione più generalizzata al rischio (trattata in maggior dettaglio nel Capitolo V). Una crisi di fiducia è scoppiata all'annuncio della moratoria russa sul servizio del debito interno e sul rimborso a creditori esteri di passività di imprese e banche. Gli spreads sul mercato secondario dei titoli internazionali russi sono balzati a livelli che implicavano, de facto, l'impossibilità di accedere al mercato. All'inizio di ottobre per la maggior parte delle economie emergenti asiatiche e latino-americane gli spreads erano aumentati a oltre 800 punti base. Sono parimenti saliti gli spreads sugli strumenti di società statunitensi a più basso rating che, fino ad allora, avevano risentito poco della crisi dei mercati emergenti. Tuttavia, l'umore del mercato è migliorato dopo che si è in gran parte compiuto il processo di liquidazione delle esposizioni nei mercati internazionali, che è stato annunciato per il Brasile un programma di aggiustamenti con il sostegno internazionale e che le pressioni sui mercati obbligazionari internazionali sono state parzialmente attenuate da una serie di riduzioni dei tassi d'interesse negli Stati Uniti. Agli inizi del 1999 gli spreads netti sui titoli asiatici erano ridiscesi ai livelli anteriori alla crisi russa. Anche gli spreads applicati ai titoli latino-americani si sono sensibilmente ridotti rimanendo tuttavia al disopra dei livelli precrisi.

Sebbene la svalutazione del real brasiliano, nel gennaio 1999, abbia rappresentato un evento fondamentale nell'evoluzione della crisi dei mercati emergenti,

Gli spreads delle obbligazioni dei paesi emergenti aumentano e diventano più volatili ...

... soprattutto dopo la metà del 1998

Media giornaliera e volatilità degli spreads obbligazionari dei mercati emergenti*						
	Gennaio 1997–Giugno 1997		Luglio 1997–Giugno 1998		Luglio 1998–Marzo 1999	
	Media	Deviazione standard	Media	Deviazione standard	Media	Deviazione standard
	in punti base					
Asia	104	0,07	268	1,02	542	1,26
America latina	–	–	289	0,67	664	1,64
Europa orientale	–	–	90	0,20	131	0,30

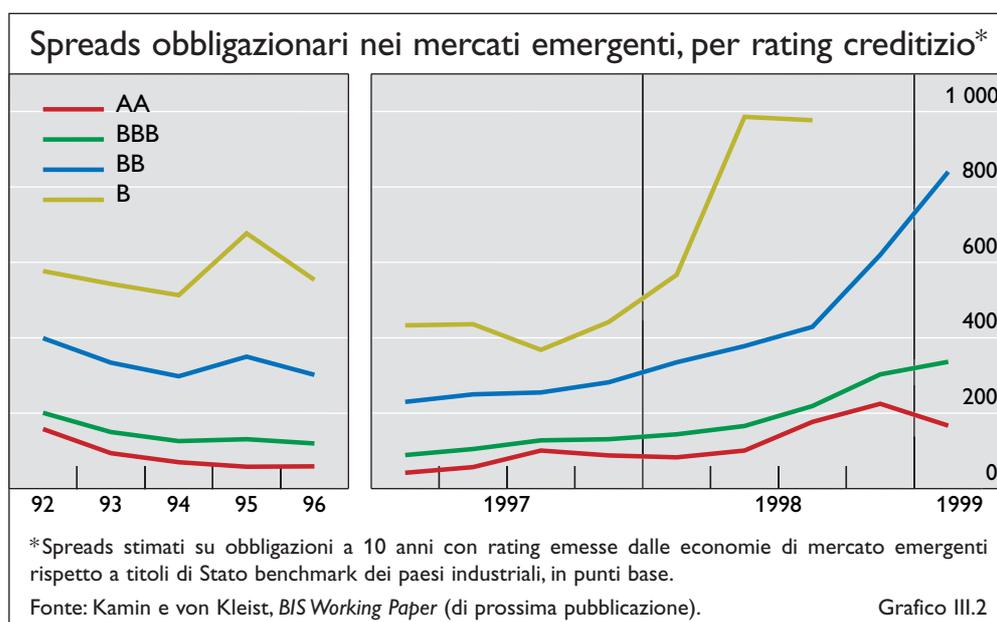
* Rispetto alle obbligazioni benchmark del Tesoro USA. Tabella III.4

Impatto limitato della fluttuazione del real brasiliano

essa non ha innescato un nuovo aumento degli spreads obbligazionari. Contrariamente agli eventi di agosto, l'abbandono del regime di cambio amministrato da parte del Brasile è intervenuto in un momento in cui le esposizioni, specie quelle di operatori fortemente indebitati, erano già state adeguate alla maggiore avversione al rischio nei mercati internazionali. Inoltre, la svalutazione era maggiormente prevedibile in quanto seguiva un lungo periodo di emorragia di riserve valutarie e di crescenti squilibri fiscali. Quel che ha anche contribuito a limitare l'impatto della crisi brasiliana sulla fiducia degli investitori è stata la convinzione che il FMI avrebbe verosimilmente continuato a sostenere il Brasile anche dopo la svalutazione, nonché il riconoscimento del fatto che il paese non presenta i profondi problemi politici, sociali e creditizi della Russia. L'Argentina e il Messico sono stati contagiati limitatamente dalla crisi e, nel primo trimestre del 1999, hanno potuto emettere un importante volume di titoli sui mercati finanziari internazionali.

Valutazione dei rischi nei mercati primari

Al di là del quadro generale di ampie oscillazioni dell'umore degli investitori, di cui danno conto i margini medi di rendimento registrati nei mercati secondari, negli ultimi anni si è potuta osservare una notevole differenziazione della valutazione dei debitori da parte del mercato. Il grafico III.2, che riporta gli spreads stimati sulle nuove emissioni obbligazionarie per varie categorie di mutuatari dei mercati emergenti, evidenzia particolari configurazioni. Innanzitutto, dopo la risoluzione della crisi del peso messicano si era avuto un generale riallineamento degli spreads pagati dai mutuatari con diversi profili di rischio dovuto principalmente a una riduzione del premio richiesto a quelli più rischiosi. La crisi asiatica ha posto termine a questa convergenza degli spreads relativi e i prenditori con basso merito creditizio sono stati costretti a pagare tassi molto più elevati. Al contrario, i mutuatari con rating più elevato hanno subito un ampliamento nullo o molto modesto degli spreads nel periodo precedente la crisi russa. Quest'ultima ha innescato un'ampia riconsiderazione del rischio a seguito della quale persino i mutuatari di prim'ordine hanno dovuto pagare un premio significativamente più elevato rispetto al tasso di riferimento, giacché ai fattori



di rischio di credito si sono aggiunti problemi di liquidità. All'inizio del 1999 si poteva tuttavia osservare una parziale correzione di questo aumento.

Una caratteristica saliente dei flussi di capitali privati negli ultimi anni è stata la velocità alla quale essi sono aumentati nei paesi che presentavano importanti elementi di vulnerabilità strutturale o macroeconomica – fin quasi alla vigilia della crisi finanziaria – nonché la loro successiva e brusca inversione. In molti casi la scelta del regime di cambio ha avuto un peso considerevole. I programmi di stabilizzazione basati sui cambi possono distorcere il comportamento sia degli investitori sia dei debitori. Gli elevati tassi d'interesse interni, spesso necessari per sostenere un tasso di cambio ancorato, incentivano i residenti a contrarre debiti in valuta non coperti e i non residenti ad acquistare attività in moneta locale. Regimi di cambio quasi fissi, in quanto cardine delle politiche macroeconomiche, e tassi d'interesse elevati sui mercati interni in presenza di crescenti squilibri delle finanze pubbliche, caratterizzavano sia il Brasile che la Russia nella prima metà del 1998. Un andamento simile è stato osservato fino al 1997 in diverse economie asiatiche dove gli squilibri esterni hanno svolto il ruolo che i disavanzi pubblici avevano avuto in Brasile e in Russia.

Un altro fattore di rilievo può essere l'approntamento di ampi programmi ufficiali di assistenza finanziaria a partire dalla crisi messicana del 1994–95. I finanziamenti ufficiali, che hanno consentito ai paesi di onorare i propri obblighi di servizio del debito, hanno attenuato la percezione del rischio paese e un falso senso di sicurezza si è insinuato nell'atteggiamento delle banche e degli investitori internazionali. In particolare, le obbligazioni internazionali sono state percepite come uno strumento a basso rischio d'insolvenza. Talvolta, garanzie esplicite o implicite sui prestiti, rilasciate non soltanto dai governi dei paesi debitori ma anche da quelli dei paesi creditori, hanno indotto le banche a sottovalutare ulteriormente il rischio paese e il rischio creditizio.

L'impatto profondo prodotto dalla crisi russa sui mercati finanziari internazionali fa pensare a una brusca rivalutazione dei rischi da parte degli operatori. In particolare, la percezione del rischio paese si è modificata nel momento stesso in cui ci si è resi conto che l'insolvenza rimaneva una delle opzioni possibili per i paesi debitori e che i meccanismi di assistenza ufficiale non si sarebbero sempre attivati automaticamente. È possibile che l'improvvisa inversione dei flussi di capitali, nella seconda metà del 1998, contenga un ulteriore elemento di complessità. Gli appelli lanciati al settore privato affinché condividesse gli oneri – appelli che erano diventati sempre più insistenti dopo le ampie misure ufficiali di salvataggio a favore del Messico e dei paesi asiatici – possono aver indotto i creditori a ridurre le esposizioni paese non appena è stata evocata la necessità di un eventuale ricorso all'assistenza ufficiale. La forte riduzione dei crediti bancari al Brasile nel terzo trimestre del 1998 è stata in effetti interpretata da alcuni come una mossa preventiva delle banche che temevano di essere costrette a rinnovare i crediti esistenti, o a erogarne di nuovi, nell'ambito del previsto programma di aggiustamento del FMI.

Andamenti dell'interscambio mercantile

Durante il 1997 e il 1998 i prezzi delle materie prime hanno subito forti pressioni al ribasso (Capitolo II). I prezzi del petrolio in dollari sono scesi del 30% nel

Influenza sui flussi di capitali esercitata dai regimi di cambio ancorato ...

... e dai programmi di sostegno ufficiali

Riconsiderazione del rischio causata dalla crisi russa

Il commercio internazionale è stato fortemente influenzato dal crollo dei prezzi delle materie prime ...

corso del 1998, inducendo i produttori a tentare nuovamente di ridurre la produzione nel marzo 1999. I prezzi delle materie prime non energetiche esportate dai paesi in via di sviluppo hanno segnato un calo di quasi il 15% nel 1998, il più ampio degli ultimi vent'anni. Sebbene l'erosione dei prezzi delle materie prime abbia anche comportato un certo beneficio in termini di riduzione dei prezzi delle importazioni, lo scorso anno la maggior parte dei paesi in via di sviluppo ha subito un forte deterioramento delle proprie ragioni di scambio, con variazioni che vanno dal 5½% in America latina a oltre il 9% in Medio Oriente, fino a superare il 10% in Africa.

Per molti paesi l'indebolimento dei prezzi delle materie prime ha aggravato una situazione economica e finanziaria già difficile. La tabella III.5 mostra in che misura Arabia Saudita, Indonesia, Messico, Nigeria, Russia e Venezuela dipendano dal petrolio per generare gettito fiscale e proventi da esportazioni. La tabella illustra inoltre la dipendenza del Cile dal rame, i cui prezzi si sono ridotti nella seconda metà del 1997 di oltre il 30% in termini di dollari. Spesso i proventi da esportazioni di materie prime hanno un peso predominante nella bilancia commerciale, e gran parte delle entrate statali è legata alla produzione e vendita di una particolare materia prima. In molti casi, le perdite associate all'andamento dei prezzi delle materie prime si sono sommate a squilibri già forti nei conti con l'estero e nelle finanze pubbliche che – dato il clima di incertezza degli investitori – è stato talvolta difficile finanziare e che hanno creato pressioni sul cambio. In Arabia Saudita, ad esempio, lo scorso anno il disavanzo corrente e il deficit di bilancio sono entrambi saliti al 9% del PIL. In parte a seguito di questi squilibri crescenti e delle prospettive negative per i prezzi del petrolio, verso la metà del 1998, e nuovamente all'inizio del 1999, il riyal è stato oggetto di forti pressioni.

Impatto dei prezzi delle materie prime su determinati paesi							
	Esportazioni di materie prime in percentuale delle esportazioni totali	Proventi da materie prime in percentuale delle entrate statali	Variazione delle esportazioni di materie prime in percentuale del PIL	Variazione delle entrate fiscali da materie prime in percentuale del PIL	Per memoria:		
					variazione delle riserve ¹	variazione del tasso di cambio ²	
	1997		1998				
Petrolio							
Arabia Saudita	68	78	-3,7	-10,8	1,2	0,0	
Indonesia	13	19	-3,9	- 1,7	39,2	-71,4	
Messico	10	36	-1,0	- 1,4	11,8	-13,3	
Nigeria	98	63	-8,0 ³	- 0,9	-13,9	- 1,3	
Russia ⁴	17	25	-1,3	- 2,4	-40,1	-41,9	
Venezuela	79	56	-6,5	- 6,5	-17,1	-10,8	
Rame							
Cile	42	4	-2,2	- 0,6	-11,4	- 8,9	

¹Variazione percentuale delle riserve valutarie. ²Variazione percentuale del rapporto dollaro USA/moneta locale. ³PIL convertito in dollari USA utilizzando la media tra il tasso ufficiale e il tasso del mercato autonomo. ⁴Solo petrolio greggio.

Fonti: FMI; IIF; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella III.5

Destinazione delle esportazioni delle economie di mercato emergenti nel 1998					
	Unione europea	Giappone	Altri paesi dell'Asia	Stati Uniti	America latina
quota percentuale delle esportazioni totali					
Asia	16	10	38	22	3
di cui: Cina e Hong Kong	15	10	40 ¹	23	3
Paesi in crisi ²	15	11	37 ¹	20	3
America latina	14	3	4	46	22
di cui: Argentina	17	3	9	7	50
Brasile	24	4	7	18	29
Cile	24	14	19	15	22
Messico	4	1	1	82	7
Europa orientale ³	64	1	2	4	1
Russia	33	3	8	7	3

¹Incluye gli scambi tra gli stessi paesi. ²Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. ³Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella III.6

Un altro elemento che ha esercitato un'influenza decisiva sugli andamenti del commercio internazionale l'anno scorso è stata la debolissima domanda di importazioni in Giappone. Nonostante le economie asiatiche emergenti siano riuscite a creare una struttura regionale delle esportazioni piuttosto equilibrata, per molte di esse l'importanza del Giappone come mercato di sbocco e motore degli scambi all'interno della regione ha probabilmente costituito un grave ostacolo a una pronta ripresa degli scambi e alla crescita del prodotto in generale (tabella III.6). Al contrario, i paesi latino-americani e dell'Europa orientale hanno potuto contare su mercati delle esportazioni più ricettivi.

... da una debole domanda di importazioni del Giappone ...

Infine, le crisi finanziarie in Asia nella seconda metà del 1997 hanno trasformato le determinanti che sottendono la struttura dell'interscambio. Lo scorso anno molte economie asiatiche sono state caratterizzate da una recessione senza precedenti e da notevoli guadagni di competitività, a differenza di quanto

... e da importanti variazioni dei prezzi e degli andamenti ciclici

Determinanti del commercio estero			
	Fluttuazione ciclica ¹	Oscillazione dei prezzi ²	Crescita delle esportazioni nette ³
Asia			
Cina	- 1,7	3,7	0,8
Paesi in crisi ⁴	-15,5	-36,2	28,0
America latina			
Argentina	- 0,6	10,8	0,8
Brasile	- 2,9	- 0,5	8,9
Messico	- 0,3	16,0	7,6

¹Variazione dei tassi di crescita reali del PIL tra il 1996 e il 1998. ²Variazione dei tassi di cambio reali effettivi tra il 1996 e il 1998. ³Differenziale di crescita tra esportazioni e importazioni nel 1998, in volume. ⁴Media ponderata di Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia utilizzando pesi basati sul PIL e sulle PPA del 1990. Tabella III.7

avvenuto negli altri paesi emergenti dove le condizioni congiunturali si sono modificate marginalmente e i tassi di cambio effettivi reali sono aumentati (tabella III.7). Gli effetti di reddito, prezzo e sostituzione dovuti a tali cambiamenti hanno provocato forti variazioni nelle bilance commerciali dei paesi asiatici e tali effetti paiono destinati a continuare dati i mutamenti delle posizioni concorrenziali e cicliche generati dalle crisi più recenti in Russia e Brasile.

Aggiustamento alla crisi in Asia

Andamenti recenti

Recessioni
profonde ...

Le recessioni innescate dalle diffuse turbolenze finanziarie in Asia sono state gravi (tabella III.8). Lo scorso anno il prodotto è sceso dell'8½% in cinque delle economie colpite, una riduzione senza precedenti da oltre 40 anni. Le economie che hanno meno risentito delle turbolenze finanziarie, quali Singapore e Taiwan, hanno vissuto un periodo di crescita insolitamente bassa, mentre il successo delle autorità di Hong Kong nella difesa dell'ancoraggio al dollaro è stato pagato con una forte contrazione del prodotto.

... e contrazione
della domanda

La profondità della crisi nel 1998 si è palesata in molti altri modi. Nella maggior parte dei paesi la domanda interna è crollata. La spesa per investimenti fissi ha subito un drastico ridimensionamento allorché le imprese, di fronte a un eccesso di capacità, hanno cercato di riequilibrare i propri bilanci divenuti insostenibili sotto il peso di un eccessivo indebitamento. In Corea, ad esempio, gli investimenti fissi si sono ridotti di oltre un quarto. Anche la spesa per consumi si è fortemente indebolita con il peggiorare delle prospettive di reddito, in un contesto economico dominato da perdita di posti di lavoro, tagli dei costi e deflazione dei prezzi delle attività.

La disoccupazione
aumenta ...

La disoccupazione, che fino al momento della crisi non era stata che un naturale complemento di economie dinamiche e in rapida evoluzione, è salita a livelli particolarmente dolorosi data la carenza di sistemi di previdenza sociale. In Corea il tasso di disoccupazione ha raggiunto l'8½% agli inizi del 1999, rispetto al 3% appena nel 1997, mentre a Hong Kong è raddoppiato, portandosi al 6%.

... e la bilancia
commerciale va
in surplus

Il capovolgimento dei flussi commerciali ha evidenziato in maniera particolarmente chiara il drastico riaggiustamento in atto nell'economia interna. La tabella III.9 illustra la contrazione della domanda di importazioni nella maggior parte delle economie asiatiche, che supera il 30% in Corea, Indonesia e Thailandia. Anche le esportazioni si sono ridotte in termini di valore, ma assai meno che le importazioni; ciò è da attribuire per lo più a un forte indebolimento dei prezzi delle esportazioni di materie prime e di manufatti in eccesso di offerta. A questo rallentamento hanno altresì contribuito disfunzioni del processo produttivo, una scarsità di finanziamenti al commercio estero e, come sottolineato in precedenza, la struttura geografica dell'interscambio dell'Asia. Per contro, i guadagni di competitività hanno in una certa misura stimolato i volumi delle esportazioni. Per effetto di queste dinamiche sono stati registrati importanti avanzi commerciali laddove erano presenti ampi disavanzi. Questa inversione equivale a un quarto o più degli scambi commerciali nei paesi colpiti dalla crisi.

Crescita, inflazione e partite correnti									
	PIL reale			Prezzi al consumo			Partite correnti		
	1991-96	1997	1998	1991-96	1997	1998	Media 1991-96	1997	1998
	variazioni percentuali annue						in percentuale del PIL		
Asia ¹	8,6	6,4	1,8	10,1	4,0	7,7	- 0,4	0,5	3,3
Cina	11,6	8,8	7,8	13,7	2,8	-0,9	0,7	3,3	3,1
Hong Kong	5,2	5,3	- 5,1	8,7	5,7	2,6	1,7 ²	-3,5 ²	0,3 ²
India	5,5	5,1	5,8	9,7 ³	5,2 ³	7,1 ³	- 1,2	-1,7	- 2,4
Corea	7,4	5,0	- 5,8	6,0	4,4	7,5	- 2,1	-1,8	12,5
Singapore	8,3	8,0	1,5	2,4	2,0	-0,3	13,9	15,4	17,8
Taiwan	6,5	6,8	4,8	3,6	0,9	1,7	3,7	2,7	1,9
Filippine	2,8	5,1	- 0,5	10,1	5,0	9,0	- 3,7	-5,3	2,0
Indonesia	7,3	4,9	-13,7	8,8	6,2	58,4	- 2,5	-2,3	4,5
Malaysia	8,6	7,8	- 6,7	3,9	2,7	5,3	- 6,3	-4,9	11,7
Thailandia	7,9	-1,3	- 8,0	5,0	5,6	8,1	- 6,8	-2,0	12,3
America latina ¹	3,7	5,4	2,0	135,6	13,8	10,8	- 2,2	-2,9	- 4,4
Argentina	5,7	8,6	4,2	26,2	0,5	0,9	- 2,0	-2,9	- 4,5
Brasile	3,8	3,6	0,2	505,5	6,0	3,8	- 1,2	-4,2	- 4,5
Cile	8,5	7,6	3,4	12,7	6,1	5,1	- 3,4	-5,3	- 6,3
Colombia	4,2	3,0	0,6	24,1	18,5	20,0	- 3,0	-5,9	- 6,7
Messico	2,1	7,0	4,8	20,2	20,6	15,9	- 4,5	-1,9	- 3,8
Venezuela	2,8	5,9	- 0,7	52,4	50,0	35,8	2,5	5,3	- 1,8
Europa orientale ¹	1,3	5,1	3,1	30,8	14,1	11,9	- 2,4	-4,2	- 3,9
Polonia	2,8	6,9	4,8	38,0	15,1	11,7	- 2,1	-4,0	- 4,4
Repubblica Ceca	-0,3	1,0	- 2,7	18,3	8,5	10,7	- 2,8	-6,3	- 1,9
Ungheria	-1,8	4,6	5,2	25,1	18,3	14,2	- 4,6	-2,1	- 4,8
Russia	-8,2	0,8	- 4,6	263,4 ⁴	14,8	27,6	2,9	0,8	0,0
Arabia Saudita	2,1	1,9	- 0,7	2,1	0,1	-0,4	-10,5	0,2	- 8,9
Israele	5,8	2,7	2,0	12,6	9,0	5,4	- 4,8	-5,1	- 2,3
Africa	2,1	2,8	3,3	39,4	13,6	6,7	- 9,8 ⁵	-4,7 ⁵	-15,3 ⁵
Sudafrica	1,2	1,7	0,1	10,6	8,6	6,9	0,1	-1,5	- 2,0

Nota: i dati relativi al 1998 sono parzialmente stimati.

¹Media dei paesi indicati ponderata in base al PIL e alle PPA del 1990. ²Bilancia dei beni e dei servizi non dei fattori. ³Prezzi all'ingrosso. ⁴1993-96. ⁵In percentuale delle esportazioni di beni e servizi.

Tabella III.8

In generale la crisi dell'economia reale è stata accompagnata da una deflazione delle precedenti bolle dei prezzi delle attività. Ai primi di settembre 1998, nella maggior parte delle economie i corsi azionari espressi in dollari erano scesi a meno della metà dei livelli massimi raggiunti nel 1997, giacché gli investitori abbandonavano i mercati azionari locali e la redditività delle società subiva un tracollo (grafico III.3). Anche i prezzi degli immobili hanno segnato forti cali (tabella III.10). Lo scorso anno, data l'offerta di beni immobili ampia e ancora crescente a fronte di una domanda calante, le quotazioni degli immobili e i valori locativi hanno registrato una caduta quasi ininterrotta. Osservazioni preliminari indicano che tale situazione di debolezza è proseguita nei primi scorcio del 1999.

Deflazione dei
prezzi delle attività

Contrazione del
credito bancario

In questo contesto di profonda recessione economica, il credito bancario al settore privato è andato esaurendosi nel corso del 1998; a fine anno i finanziamenti stavano rapidamente calando nelle Filippine, in Indonesia e Thailandia, con riduzioni soltanto poco meno pronunciate in Corea e a Hong Kong. In Malaysia, la crescita del credito è rimasta positiva per tutto il 1998, sebbene di gran lunga inferiore all'obiettivo fissato dal governo; agli inizi del 1999, si è tuttavia cominciata a osservare una contrazione anche in questo paese.

Tra i fattori più
positivi, i recenti
andamenti della
produzione
industriale ...

Malgrado il quadro generalmente depresso, si sono avuti alcuni sviluppi positivi, specie nel secondo semestre 1998. Anzitutto sono emerse indicazioni che la contrazione economica stava per volgere al termine nell'ultima parte del 1998 quando, ad eccezione dell'Indonesia, la precedente forte tendenza calante della produzione industriale è parsa toccare il punto di svolta (grafico III.4). In Corea, dove erano stati tempestivamente attuati decisivi aggiustamenti di politica economica, la produzione industriale è di fatto aumentata a ritmo sostenuto nell'ultimo trimestre dell'anno. Inoltre, a partire dalla fine del 1998, le previsioni di crescita per il 1999 sono state rivedute verso l'alto. L'impressione di un contenimento della crisi è stata rafforzata da una sia pure modesta ripresa del commercio estero in diversi

Evoluzione dell'interscambio mercantile in Asia e America latina							
	Crescita delle esportazioni ¹			Crescita delle importazioni ¹			Variazione del saldo nel 1998 in % del commercio ²
	Media 1990-96	1997	1998	Media 1990-96	1997	1998	
	in percentuale						
Asia							
Cina	17,0	21,0	0,4	14,0	2,3	- 1,3	1,6
Hong Kong	13,9	4,1	- 7,5	15,7	5,1	-11,5	5,6
India	11,3	3,6	- 4,1	9,8	9,7	2,9	- 6,8
Corea	11,3	5,0	- 2,2	14,1	- 3,8	-35,5	42,7
Singapore	16,1	0,0	-12,0	15,1	0,8	-21,4	12,3
Taiwan	7,9	5,3	- 9,3	10,2	11,8	- 8,4	- 1,6
Filippine	15,1	22,9	16,3	17,6	12,0	-16,4	33,7
Indonesia	12,3	7,3	- 8,8	15,0	- 2,9	-34,4	25,4
Malaysia	17,8	0,7	- 6,8	20,1	0,8	-25,8	22,7
Thailandia	16,0	3,3	- 5,8	16,3	-13,1	-31,6	34,0
America latina							
Argentina	14,6	10,8	- 1,7	33,2	28,1	3,1	- 4,8
Brasile	5,1	10,9	- 3,5	17,7	16,6	- 7,4	5,0
Cile	10,4	10,8	-12,0	14,3	10,4	- 4,5	- 7,5
Colombia	9,6	8,8	- 7,0	17,0	12,4	- 0,5	- 5,6
Messico	23,7	15,0	6,4	21,2	22,7	14,1	- 6,9
Perù	8,4	15,5	-15,8	21,5	8,3	- 4,6	- 7,7
Venezuela	9,5	0,4	-25,3	6,1	45,6	17,2	-48,6

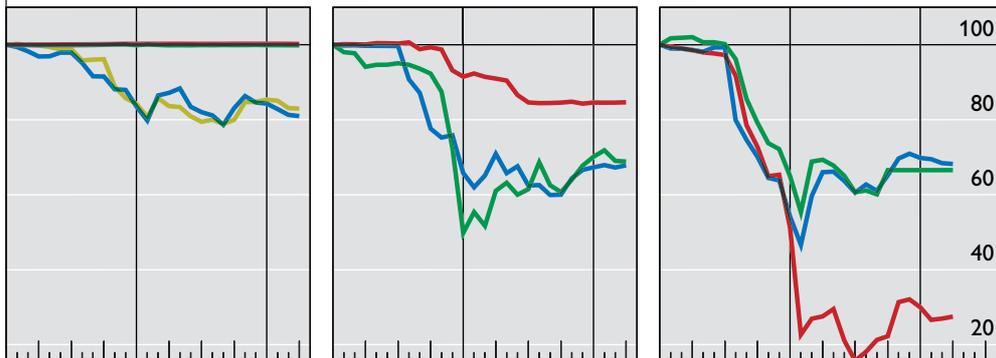
¹Variazione percentuale annua dei valori delle esportazioni e delle importazioni espressi in dollari USA.
²Media delle esportazioni e delle importazioni di merci.

Fonti: FMI; IIF; statistiche nazionali.

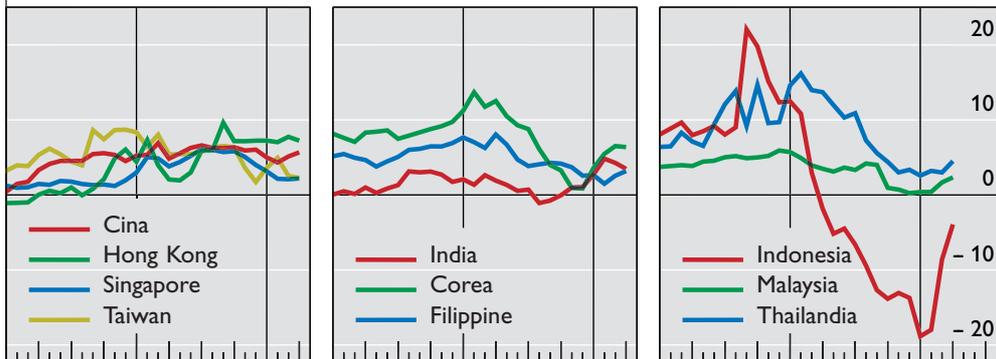
Tabella III.9

Andamenti dei mercati finanziari in Asia

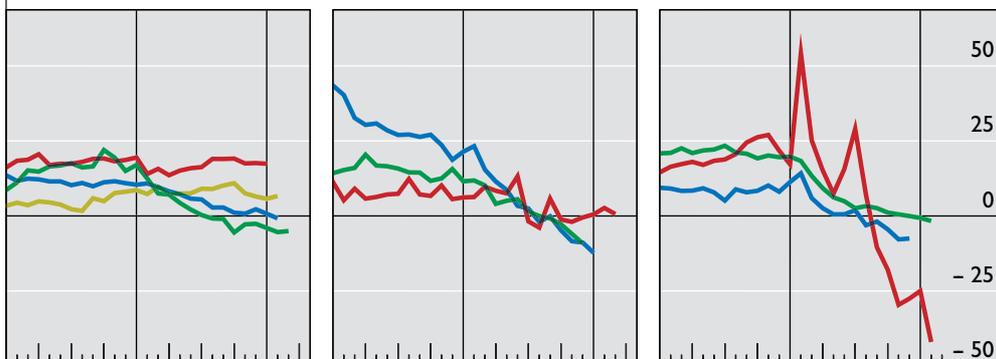
Tassi di cambio¹



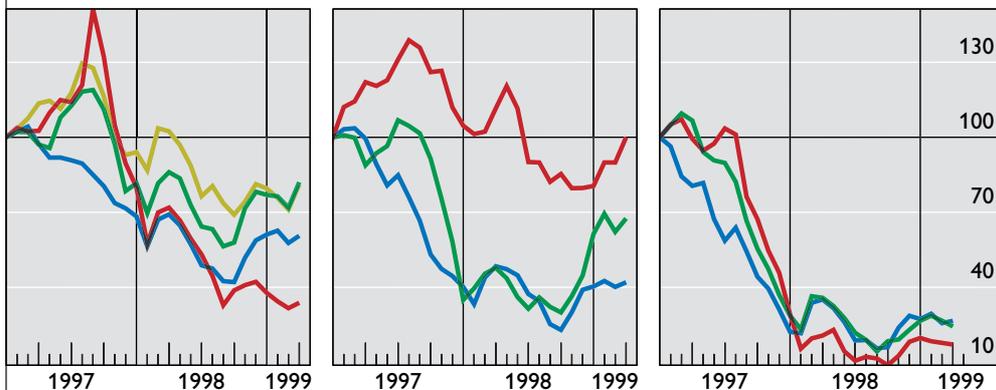
Tassi d'interesse reali²



Crescita reale del credito³



Corsi azionari⁴



¹Dollari USA per unità di moneta locale, dicembre 1996=100. ²Tassi d'interesse a tre mesi deflazionati con il tasso d'inflazione annuo, in percentuale. ³Variazioni annue del credito interno al settore privato, deflazionate con il tasso d'inflazione annuo, in percentuale. ⁴In termini di dollari USA, dicembre 1996=100.

Grafico III.3

Indicatori dei valori immobiliari in determinate città asiatiche

	Percentuali di uffici vacanti		Variazione* a fine 1998 dei valori locativi degli uffici rispetto a		Variazione* a fine 1998 dei valori locativi dei negozi al dettaglio rispetto a	
	dicembre 1997	dicembre 1998	1997	3° trim. 1998	1997	3° trim. 1998
	dati di fine periodo, in percentuale					
Bangkok	23,6	29,7	-20,3	- 5,8	-27,6	-3,8
Giacarta	8,9	22,1	-11,4	- 7,7	-47,6	0,0
Hong Kong	6,4	16,6	-37,1	- 9,9	-50,7	-3,8
Kuala Lumpur	3,7	15,5	-29,1	- 2,5	-31,1	-7,4
Singapore	8,0	12,3	-19,1	-11,9	-25,1	-8,9

*In moneta locale.

Fonte: Jones Lang LaSalle.

Tabella III.10

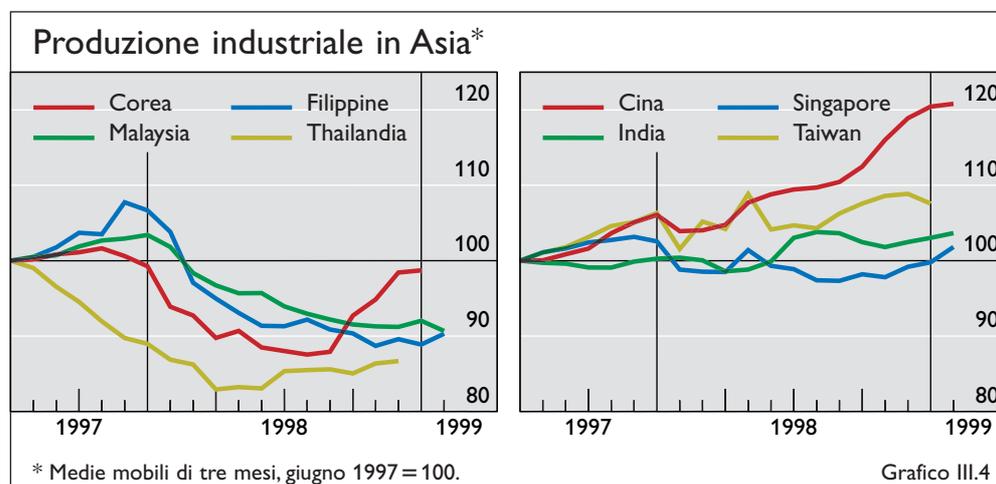
paesi negli ultimi mesi del 1998, quando anche i corsi dei titoli azionari hanno segnato un forte recupero.

... la limitata risposta inflazionistica al deprezzamento ...

Un altro elemento positivo è stata la risposta sorprendentemente moderata dell'inflazione al deprezzamento dei tassi di cambio nella maggior parte dei paesi asiatici. In Corea, Filippine, Malaysia e Thailandia il deprezzamento è stato dell'ordine del 60% tra metà 1997 e metà 1998, mentre l'incremento dei prezzi al consumo non ha superato il 10% in ognuno di questi paesi. Persino in Indonesia l'accelerazione dell'inflazione è stata sensibilmente più modesta del tasso di deprezzamento della moneta. Come già evidenziato nella Relazione annuale dello scorso anno, la limitata traslazione della svalutazione sui prezzi è stata per lo più dovuta alle condizioni di domanda depressa, alla flessibilità dei costi di lavoro e all'effetto moderatore delle ampie scorte di beni e immobili invenduti.

... e la stabilizzazione dei cambi

Un'ulteriore importante ragione che spiega la contenuta risposta inflazionistica è forse la crescente percezione che i forti deprezzamenti delle monete nella seconda metà del 1997 e nei primi mesi del 1998 non sarebbero durati a lungo. In effetti i tassi di cambio delle principali valute asiatiche rispetto al dollaro si sono stabilizzati, riuscendo in parte a recuperare verso la fine dell'anno. Poiché i tassi di cambio non sono comunque tornati ai livelli precrisi e l'inflazione è



rimasta entro limiti contenuti, paesi quali Filippine, Malaysia e Thailandia sono riusciti a conservare circa il 50% dei guadagni di competitività realizzati dopo la crisi scoppiata a metà 1997. Il notevole rafforzamento del won coreano nel 1998 ha comportato un forte apprezzamento reale della moneta, anche se non si sono recuperati i livelli registrati subito prima dello scoppio della crisi. Il consolidamento della posizione competitiva della maggior parte dei paesi asiatici lascia ben sperare in una ripresa delle esportazioni, sempre che venga generata una domanda sufficientemente forte nei principali mercati di sbocco.

Orientamento delle politiche nel corso della crisi

A mano a mano che, lo scorso anno, i mercati valutari hanno recuperato stabilità, è apparso opportuno un allentamento delle politiche monetarie e fiscali non solo per stimolare la domanda interna, ma anche per facilitare le ristrutturazioni delle banche e delle società.

Sul piano della politica monetaria in quasi tutti i paesi ciò si è tradotto in una riduzione significativa dei tassi d'interesse a breve termine, spesso al disotto dei livelli precrisi. Ne è emerso un dibattito circa il margine disponibile per un ulteriore allentamento monetario. In molte economie, agli inizi del 1999 i tassi d'interesse reali a breve erano ancora fortemente positivi, anche se l'attività economica rimaneva debole e le ristrutturazioni bancarie avrebbero tratto beneficio da un orientamento più accomodante (si veda più oltre). In molti casi un'importante considerazione era il timore che un allentamento troppo rapido della stretta monetaria potesse minare la ritrovata stabilità sui mercati valutari. Inoltre, poiché in molte delle economie asiatiche ad alto tasso di risparmio i proventi da interessi rappresentano una componente importante dei redditi personali, una drastica riduzione dei tassi poteva indebolire il clima di fiducia delle famiglie. Infine, data la profondità della crisi e gli sconvolgimenti da essa causati alla struttura dell'economia e al processo di intermediazione finanziaria, era difficile valutare il presumibile impatto sull'economia reale prodotto dalle forti riduzioni dei tassi d'interesse già osservate agli inizi del 1999.

Allentamento
della politica
monetaria ...

L'adozione di politiche fiscali meno restrittive ha rappresentato un altro aspetto caratteristico del 1998; infatti, per diverse economie asiatiche i bilanci pubblici hanno registrato disavanzi significativi (tabella III.11). Inoltre, nei paesi che attuano programmi di aggiustamento del FMI sono stati ridimensionati anche gli obiettivi di finanza pubblica: mentre inizialmente per Corea, Indonesia e Taiwan l'obiettivo fissato per il 1998 era il conseguimento del pareggio nei conti pubblici, verso metà anno sono stati consentiti disavanzi del 3–8% del PIL. Evidentemente, la comparsa dei disavanzi pubblici ha rispecchiato in gran parte la profonda recessione in atto mentre l'allentamento discrezionale della politica fiscale è stato in generale relativamente limitato. Anzi, alcuni governi hanno persino avuto difficoltà nell'accrescere la spesa ai livelli previsti nei programmi riveduti. Data la tradizione di rigorosa disciplina fiscale e di basso indebitamento del settore pubblico, nella maggior parte di queste economie disavanzi relativamente ampi sono probabilmente opportuni per un periodo limitato. Nondimeno, la necessità di sostenere il costo fiscale di un'ampia ristrutturazione del settore finanziario e di quello delle imprese può implicare che i disavanzi debbano essere ridotti nel medio termine e che il sostegno diretto all'economia in funzione anticiclica debba rimanere modesto.

... e della politica
fiscale

Saldi delle amministrazioni pubbliche nelle economie di mercato emergenti ¹				
	Avanzo (+)/Disavanzo (-)			Esborsi per interessi
	Media 1994-96	1997	1998 ²	1998 ²
	in percentuale del PIL			
Asia				
Cina	-1,0	-0,8	-1,2	1,0
Corea	0,4	-1,5	-4,2	0,8
Hong Kong	0,7	5,7	-1,6	-
Indonesia	0,7	-0,9	-3,4	2,3
Malaysia	3,7	6,3	-1,7	2,5
Singapore ³	13,2	9,6	16,4	2,4
Thailandia	2,3	-0,7	-2,4	0,7
America latina				
Argentina	-1,4	-1,4	-1,1	1,9
Brasile	-2,4 ⁴	-4,3 ⁴	-7,5 ⁴	8,0
Cile	2,2	1,9	0,4	0,7
Colombia	-2,0	-4,2	-5,5	3,2
Messico	0,0	-0,5	-0,7	3,6
Perù	-0,2	-0,9	0,9	1,7
Venezuela	-1,3	1,9	-4,0	2,6

¹Le definizioni di settore pubblico variano di paese in paese. I dati si riferiscono a: per Cina, bilancio dello Stato; per Corea e Hong Kong, amministrazioni centrali consolidate; per Brasile, Malaysia e Messico, settore pubblico; per Argentina, settore pubblico non finanziario; per Cile, Colombia, Perù, Singapore, Thailandia e Venezuela, amministrazioni centrali. ²Stime parziali. ³Gli elevati esborsi per interessi a Singapore sono dovuti all'emissione di debito pubblico, finalizzata principalmente allo sviluppo del mercato obbligazionario locale e alla creazione di titoli di riferimento. ⁴Concetto operativo, che esclude la componente inflazionistica degli esborsi per interessi sul debito interno.

Fonti: FMI; IIF; statistiche nazionali. Tabella III.11

Intervento sul mercato azionario a Hong Kong

Sebbene abbiano condiviso l'orientamento generale delle politiche fiscali e monetarie osservato praticamente in tutta la regione, lo scorso anno Hong Kong e Malaysia hanno fatto ricorso anche a misure meno convenzionali. In diverse occasioni, nel 1997 e 1998 a Hong Kong si sono manifestate simultaneamente sui mercati valutari e azionari forti pressioni, nelle quali è stato possibile riconoscere sempre più chiaramente l'effetto di manipolazioni del mercato piuttosto che il riflesso dell'indebolimento delle grandezze fondamentali dell'economia. Secondo le autorità, verso la metà del 1998 è stato tentato un gioco speculativo a doppio mercato, dove gli investitori hanno assunto ingenti posizioni corte sia sul mercato azionario che sul dollaro di Hong Kong. Dato il regime valutario di "currency board", le conseguenti pressioni sul cambio avrebbero sospinto verso l'alto i tassi d'interesse interni consentendo opportunità speculative allorché i corsi azionari fossero caduti di conseguenza. Nel mese di agosto, per sconfiggere questa strategia, nel mercato azionario e in quello dei futures sono stati effettuati consistenti acquisti ufficiali (per circa \$15 miliardi, vale a dire il 6% della capitalizzazione di borsa a quella data). L'intervento ha determinato un allentamento dei tassi d'interesse e ha arrestato il calo dei corsi azionari. Per dissipare i timori a riguardo del mantenimento del tradizionale approccio di libero

mercato, le autorità si sono quindi impegnate a gestire i titoli azionari alle condizioni di mercato e a dismetterli gradualmente. Inoltre, in settembre sono state adottate misure per ridurre sia la volatilità dei tassi d'interesse che la possibilità di manipolazione dei mercati finanziari locali.

Al fine di facilitare l'applicazione di politiche macroeconomiche meno restrittive, nel settembre 1998 la Malaysia ha ancorato il ringgit al dollaro statunitense e ha introdotto controlli rigorosi (modificati successivamente agli inizi del 1999) per ridurre i deflussi di capitali e limitare le operazioni offshore in valuta nazionale. Tali misure hanno comportato per Singapore la perdita di un quarto degli scambi di borsa e di una quota consistente di operazioni valutarie. Inoltre, sono state allentate alcune norme prudenziali sulla classificazione dei prestiti. Altrettanto non convenzionale è stata l'istruzione impartita alle banche di aumentare i propri impieghi creditizi dell'8% nel corso del 1998.

Il ricorso ai controlli sui capitali da parte della Malaysia ha ulteriormente alimentato il dibattito circa la possibilità che una liberalizzazione completa dei movimenti di capitale sia prematura per la maggior parte delle economie emergenti. In particolare, negli ultimi anni sono state propuginate misure atte a rallentare l'afflusso di capitali a breve finché i mercati, le istituzioni e il quadro normativo non siano sufficientemente rafforzati. I provvedimenti volti a contenere i flussi di capitali possono essere utili, soprattutto se attuati mediante strumenti basati sul mercato, come obblighi di riserva che penalizzano maggiormente i fondi a breve. Se strutturati accuratamente, essi possono contribuire a evitare una crescita eccessiva del credito interno – e la bolla speculativa dei prezzi delle attività che spesso l'accompagna – pur consentendo di mantenere un atteggiamento liberale nei confronti di afflussi di capitali a lungo termine, quali gli investimenti diretti esteri.

Assai meno favore ha incontrato l'imposizione di controlli sui deflussi di capitali, soprattutto nei casi in cui vige un regime più liberale. Un argomento frequentemente addotto a favore di tali controlli è che questi possono dare alle autorità il necessario margine di manovra per formulare e attuare programmi di aggiustamento intesi a ripristinare la fiducia degli investitori. Il controargomento è che tali controlli si prestano anche ad abusi nel senso sia di mantenere per un periodo eccessivamente lungo un orientamento inappropriato di politica economica, sia di differire la ristrutturazione di un settore finanziario debole. Inoltre, l'efficacia dei controlli sui capitali in uscita si riduce a mano a mano che vengono trovate e sfruttate lacune normative. Per colmare tali lacune viene spesso posto in moto un processo di controlli sempre più ampi e complessi che può arrivare a danneggiare seriamente attività economicamente utili. Un altro aspetto controproducente è che l'introduzione di controlli sui deflussi di capitali può inviare un segnale negativo, scoraggiando l'ingresso di fondi in un momento critico. Se questa perdita di fiducia colpisce le economie dei paesi vicini che hanno problemi simili (ma che si sono astenute dall'applicare misure restrittive), i controlli sui movimenti dei capitali in un paese potrebbero risultare particolarmente nocivi per altri. Infine, la perdita potenziale di fiducia e di credibilità delle politiche che potrebbe scaturire dai controlli sui deflussi di capitali aumenta presumibilmente il costo del finanziamento internazionale per un periodo che si protrae ben al di là della durata della crisi.

Controlli sui capitali in Malaysia

Pericoli associati ai controlli sui deflussi di capitali

Cina e India

Soprattutto a causa del loro elevato grado di isolamento dai mercati finanziari globali, i due paesi più popolosi dell'Asia sono stati meno colpiti dalla crisi delle altre economie del continente. Ciò nonostante la crisi ha messo a nudo alcuni elementi di vulnerabilità e le condizioni economiche e finanziarie sono peggiorate.

La crescita in Cina prossima all'obiettivo malgrado alcuni segni di debolezza

Secondo le statistiche ufficiali, lo scorso anno la crescita della produzione in Cina è stata appena al disotto dell'obiettivo dell'8%. Tuttavia, vari indicatori hanno evidenziato un trend calante dell'attività economica non ancora rivelato dai dati sul prodotto aggregato: la disoccupazione è aumentata; le scorte crescenti di beni invenduti hanno esercitato una pressione al ribasso sui prezzi; la produzione energetica si è ridotta di quasi il 4%, in parte a causa della debole domanda delle imprese; la crescita delle importazioni ed esportazioni è fortemente rallentata; infine, la redditività del settore delle imprese statali è peggiorata. Per far fronte a tale situazione, nella seconda metà dell'anno è stata incrementata la spesa pubblica. Le autorità hanno accelerato gli investimenti in infrastrutture, indotto le imprese di Stato ad aumentare la formazione di capitale e sollecitato le banche a espandere i finanziamenti alle infrastrutture e all'edilizia residenziale. Anche la politica monetaria è divenuta più espansiva, riducendo i tassi d'interesse e adottando provvedimenti volti a stimolare l'attività creditizia delle banche.

Rapporto stabile yuan/dollaro

Le autorità hanno continuato ad attuare la politica di stabilizzazione dello yuan rispetto al dollaro statunitense. Tale decisione è stata motivata da varie ragioni: la bilancia commerciale e quella corrente registravano avanzi cospicui mentre le riserve valutarie erano solide e protette da numerose restrizioni sui flussi di capitali; inoltre, il rischio di innescare nuove speculazioni contro il dollaro di Hong Kong era considerato elevato, e vi erano timori diffusi che una svalutazione potesse mettere in moto un nuovo ciclo di deprezzamenti competitivi sia all'interno che all'esterno della regione. Allo stesso tempo, tuttavia, paiono essere aumentati sia i deflussi di capitali che le importazioni non rilevate dal momento che, rispetto ai due anni precedenti, nel 1998 è risultato assai maggiore il divario tra l'aumento delle riserve internazionali (\$5 miliardi) e l'avanzo della bilancia corrente (\$20 miliardi) e degli investimenti diretti dall'estero (circa \$40 miliardi).

Preoccupazioni per il settore finanziario

La crisi finanziaria nella regione ha anche messo in evidenza le fragilità del sistema finanziario cinese. Negli ultimi anni era divenuta sempre più manifesta la presenza di crediti in sofferenza nei portafogli delle principali banche statali, nonché di mercati mobiliari inadeguatamente regolamentati e vigilati, inducendo i prestatori esteri a una maggiore cautela nel corso del 1998. Infatti, verso la fine dell'anno è stata chiusa una società di investimenti con ingenti passività sull'estero. Contrariamente alle attese, le autorità centrali non hanno voluto assumersi alcun obbligo di onorare il debito esterno delle società non registrate ufficialmente e, sebbene tale decisione abbia fatto salire il costo del finanziamento estero, essa ha anche mostrato come le autorità siano consapevoli delle implicazioni di "moral hazard" associate a una politica di garanzia indiscriminata del debito estero. Sono stati inoltre formulati programmi per la ristrutturazione delle banche statali e per un rafforzamento della normativa prudenziale e dei controlli di vigilanza. Tuttavia, il fatto di dover ulteriormente dipendere dalle banche statali per stimolare l'attività pone inevitabilmente le autorità di fronte a dilemmi di politica economica.

L'anno scorso è proseguita la forte crescita dell'economia indiana. L'inflazione ha subito un'accelerazione e il disavanzo corrente è rimasto elevato in presenza di un debole andamento delle esportazioni. Il deficit delle amministrazioni centrali ha superato il 6% del PIL. Aggiungendosi ai disavanzi finanziari in alcuni altri comparti del settore pubblico, la forte sottrazione di risparmio interno determinata da questo squilibrio fiscale ha continuato a frenare l'attività nel settore privato. Per risanare le finanze pubbliche, nel marzo del 1999 è stata annunciata una strategia di consolidamento a medio termine cui la banca centrale ha risposto con un allentamento della politica monetaria. La crisi finanziaria regionale ha inoltre spinto la banca centrale a inasprire la normativa prudenziale bancaria; la riforma finanziaria è però rimasta incompleta, così come parziali sono stati i progressi realizzati in diversi altri importanti ambiti della riforma strutturale.

India

Ristrutturazione delle banche e delle imprese

Lo scorso anno, con l'acuirsi delle difficoltà economiche e finanziarie, i sistemi bancari in diversi paesi asiatici sono stati sottoposti a forti tensioni. Alla fine del 1998 i crediti in sofferenza risultavano saliti a oltre il 10% – in Indonesia e Thailandia fino al 45% – degli impieghi totali e quasi tutte le banche dei paesi colpiti dalla crisi accusavano ingenti perdite.

Il costo macroeconomico di una crisi bancaria e della sua risoluzione è, sovente, molto elevato. I costi per le finanze pubbliche delle precedenti crisi degli anni novanta sono oscillati tra il 4% (Norvegia e Svezia) e il 17% (Venezuela) del PIL, anche se le percentuali dei crediti in sofferenza nella maggior parte dei casi erano ben al di sotto dei livelli registrati oggi in Asia. Per valutare il costo macroeconomico di una crisi bancaria è importante considerare due aspetti. Il primo è la misura in cui è possibile conservare la fiducia del pubblico nelle proprie istituzioni bancarie: se viene meno questa fiducia, i risparmiatori possono essere indotti a ritirare i propri depositi, riducendo il livello di intermediazione finanziaria e l'efficienza con la quale le risorse sono allocate. Qualora le attività venissero trasferite all'estero, potrebbe scoppiare una crisi valutaria o si potrebbe aggravare una crisi già esistente. Una perdita temporanea di fiducia nel sistema bancario nazionale si è verificata in Argentina nel 1995, rendendo necessarie drastiche misure di aggiustamento che hanno concorso a determinare una forte contrazione economica. Analogamente, verso la fine del 1997 in Indonesia una corsa agli sportelli ha reso più difficoltoso il contenimento della crisi.

Il costo di una crisi bancaria dipende ...

... dalla fiducia della clientela bancaria ...

Il secondo importante aspetto è valutare la misura in cui il credito può contrarsi durante la crisi. Dato il ruolo cruciale svolto dal credito nell'attività economica, specie in Asia dov'è assai elevato in rapporto al PIL, una sua forte contrazione può avere un notevole impatto macroeconomico. Persino in un sistema bancario solido la domanda di credito bancario si ridurrebbe come reazione naturale alla mancanza di opportunità di investimento che segue un precedente boom. Tuttavia, questa contrazione del credito sarà molto più grave se le banche, com'è accaduto in Asia, sono gravate da ampi portafogli di crediti in sofferenza erogati per finanziare forti investimenti in attività reali. Se alcuni istituti chiudono, anche mutuatari solvibili perderanno la "loro" banca e

... e dal grado di contrazione del credito

avranno in generale difficoltà ad accedere al credito di altre aziende. Se, invece, essi vengono tenuti in vita, è probabile che applichino criteri creditizi più rigorosi e che razionino il credito. Questa stretta creditizia ridurrà ulteriormente la domanda aggregata causando problemi ancora maggiori ai mutuatari e alle banche. In Messico, all'indomani delle crisi bancarie il credito in termini reali erogato dalle banche si era ridotto della metà in due anni, mentre in Finlandia e Svezia era sceso di oltre il 20%. Come già detto, lo scorso anno il credito bancario ha cominciato a contrarsi in termini reali in tutte le economie colpite dalla crisi.

Il ruolo potenziale di un allentamento monetario

Una rapida contrazione del credito nel contesto di una crisi bancaria solleva la questione di cosa possa fare la politica monetaria per contrastarla. Un allentamento della politica monetaria abbasserebbe i tassi d'interesse a breve e probabilmente accentuerebbe l'inclinazione della curva dei rendimenti. Questo farebbe migliorare la situazione, sia stimolando la domanda sia incrementando il margine d'interesse netto delle banche. Tale politica è stata adottata con successo negli Stati Uniti all'inizio degli anni novanta. Può tuttavia essere problematico nelle piccole economie aperte dell'Asia allentare la politica monetaria ancor più di quanto non sia stato fatto fino a ora, dato il pericolo che una politica monetaria eccessivamente permissiva ricrei condizioni di disordine nei mercati valutari. Inoltre, tassi d'interesse molto bassi che a loro volta riducono i costi delle sofferenze possono smorzare le spinte a ristrutturare il settore finanziario in maniera efficace.

Ristrutturazione e ricapitalizzazione delle banche in Asia

Negli ultimi due anni diverse iniziative di ristrutturazione e di ricapitalizzazione sono state avviate in Asia per far fronte alle gravi crisi del settore bancario. Alcune caratteristiche comuni hanno contraddistinto le fasi iniziali di questi programmi di ristrutturazione. In primo luogo, per impedire la corsa agli sportelli le autorità sono state di solito costrette a rilasciare garanzie a copertura dei depositi bancari e a mettere a punto schemi espliciti di assicurazione. A ciò si sono aggiunte modifiche del quadro normativo. Sono state inasprite le norme prudenziali, sebbene in alcuni casi (in Malaysia e, in misura minore, in Thailandia) siano state concesse agevolazioni temporanee per aiutare le banche a gestire la fase acuta dei problemi finanziari.

Inoltre, in molti paesi colpiti dalla crisi sono state costituite società di gestione per rilevare parte del portafoglio dei prestiti in mora delle istituzioni finanziarie. Spesso la motivazione era quella di ridurre l'avversione a nuovi prestiti mostrata in misura crescente dalle banche a mano a mano che si acuivano i loro problemi nella gestione delle sofferenze. Le strategie andavano dal tentativo di dismettere rapidamente le attività problematiche a quello di evitare una "svendita in blocco". La prima è stata seguita in Thailandia, mentre la seconda è stata adottata in Malaysia.

Infine, i timori che la chiusura forzata di una banca potesse innescare una successione sistemica di insolvenze bancarie e aggravare il problema del razionamento del credito spiegano perché fino agli inizi del 1999 era stato consentito il fallimento di un numero relativamente esiguo di istituti. Le politiche si sono invece concentrate sulle ricapitalizzazioni e fusioni bancarie. Nell'ultimo anno e mezzo sono stati avviati progetti di ricapitalizzazione, spesso condizionati alla partecipazione degli azionisti o a miglioramenti dell'efficienza operativa e

cambiamenti nel management. Quando necessario, alcune banche in difficoltà sono state temporaneamente acquisite dallo Stato. Sono state inoltre incoraggiate acquisizioni di banche deboli da parte di banche più grandi e solide (come in Corea e Thailandia), sebbene la portata sistemica delle crisi bancarie abbia spesso reso molto difficile il reperimento di acquirenti adatti. È inoltre divenuto più favorevole l'atteggiamento delle autorità nei confronti di acquisizioni da parte di banche estere. In diversi paesi, quali Indonesia e Thailandia, gli impedimenti alla proprietà estera delle banche sono stati ridotti o eliminati del tutto.

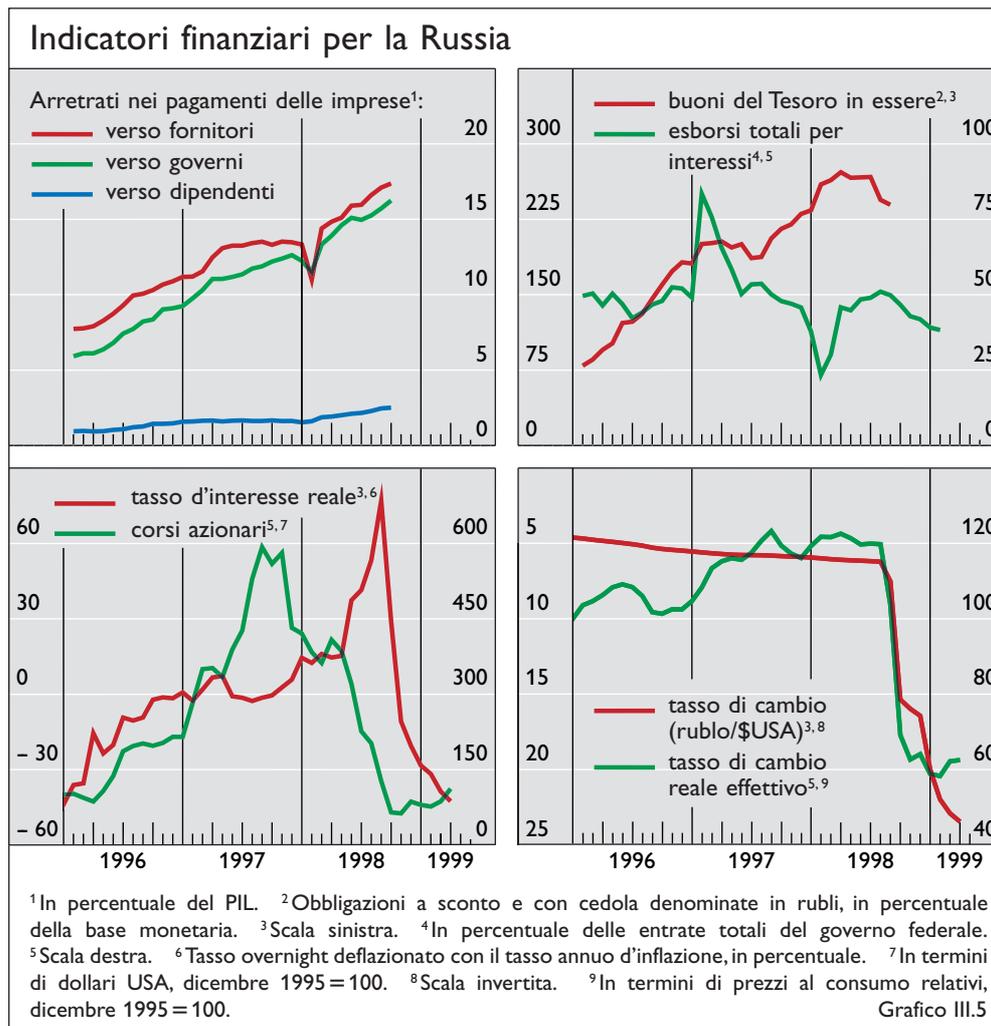
Nella maggior parte dei paesi i progetti tesi alla risoluzione dei problemi delle banche sono stati integrati con iniziative volte ad aiutare le imprese vitali a ristrutturare le proprie attività e a far fronte ai propri obblighi di servizio del debito resi molto più onerosi dati i ridotti flussi di cassa. Agli inizi del 1999 molti di questi programmi non erano andati molto al di là della fase concettuale. Ciò è dipeso in parte dal fatto che nella maggioranza dei paesi le carenze della legislazione societaria, in particolare per quanto concerne le procedure concorsuali, hanno impedito una più rapida ed efficace ristrutturazione del debito e delle imprese, nonché dal fatto che i creditori indeboliti non erano disposti a fare concessioni. I progressi sono stati in generale maggiori in Corea dove un accordo, raggiunto verso la fine del 1998, tra il governo e i cinque principali conglomerati (i "chaebol") prevedeva l'impegno alla razionalizzazione, a una maggiore specializzazione operativa e a un abbattimento del debito. Tali impegni, tuttavia, non hanno ancora trovato attuazione.

Iniziative di ristrutturazioni societarie

La crisi finanziaria russa e il suo impatto sull'Europa orientale

Nell'ultima parte del 1997 e nella prima metà del 1998 le difficoltà nel controllare le finanze pubbliche e le sempre maggiori emissioni di debito pubblico a breve termine, la caduta dei prezzi delle materie prime e l'apprezzamento del cambio reale hanno suscitato crescenti dubbi sulla capacità della Russia di onorare il servizio del debito. Di conseguenza, il tasso di cambio ha subito ripetuti attacchi cui si è risposto con aumenti successivi dei tassi d'interesse sino al 150% alla fine di maggio, anche se l'inflazione è rimasta al di sotto del 10%. Per sostenere la stabilità del rublo, che era da qualche anno il fulcro della politica monetaria, nel luglio è stato offerto alla Russia un programma biennale di finanziamento internazionale di quasi \$23 miliardi, dei quali \$4,8 miliardi resi immediatamente disponibili dal FMI. Tuttavia, data la forte opposizione parlamentare nei confronti di importanti misure per incrementare il gettito fiscale, il programma di aggiustamento si è rivelato di difficile attuazione. Con tassi d'interesse reali estremamente elevati, i costi del servizio del debito pubblico hanno assorbito circa la metà delle entrate di bilancio (grafico III.5). Le riserve valutarie hanno continuato a impoverirsi e il tentativo di allungare la scadenza a brevissimo termine del debito pubblico negoziabile è praticamente fallito, cosicché risultavano da finanziare entro la fine dell'anno quasi \$20 miliardi di debito a breve in rubli. Inoltre, i corsi azionari hanno raggiunto nuovi minimi, i tassi d'interesse interni sono rimasti elevati e gli spreads delle euroobbligazioni russe hanno raggiunto 2000 punti base.

Fasi della crisi russa



Risposte di politica economica

Di fronte ai problemi crescenti di finanziamento, sia interni che esterni, a metà agosto 1998 le autorità russe hanno annunciato una svolta radicale. I principali interventi comprendevano l'ampliamento e il successivo abbandono della fascia di oscillazione del cambio, la sospensione della contrattazione in buoni del Tesoro associata a una ristrutturazione obbligatoria del debito pubblico e, infine, una moratoria di 90 giorni sul rimborso del debito delle società e delle banche ai creditori esteri. La percezione che le regole del gioco tra debitori e creditori fossero state fundamentalmente alterate ha innescato una reazione inaspettatamente brusca nei mercati internazionali (di cui si discute nel Capitolo V).

Il governo ha tentato di resistere alle conseguenze della crisi di agosto ripristinando misure amministrative che erano state abolite in passato. Forti restrizioni sono state imposte alle operazioni sul mercato valutario, il disavanzo pubblico è stato in misura crescente finanziato mediante indebitamento diretto presso la banca centrale e agli esportatori è stato imposto di cedere il 75% dei propri proventi in valuta. Grazie a crediti diretti erogati dalla banca centrale è stato mantenuto a galla un settore creditizio fortemente vulnerabile, ma la prospettata agenzia per la ricapitalizzazione delle banche non è diventata operativa. Senza accesso al credito bancario le imprese sono state costrette a fare ancora maggiore affidamento sulle proprie risorse finanziarie, sui pagamenti arretrati e sul baratto. Anche i depositi bancari sono stati in larga misura bloccati.

La crisi e la risposta soltanto parziale delle politiche hanno spinto la crescita e l'inflazione in direzioni opposte. Nell'ultimo trimestre del 1998 il prodotto rilevato si è ridotto del 9%, portandosi a un livello pari a circa la metà di quello del 1989, mentre l'inflazione è balzata al 100% agli inizi del 1999. La domanda di importazioni ha sostenuto il peso dell'aggiustamento scendendo nell'ultimo trimestre del 1998 di oltre il 50% in termini di dollari. Poiché le materie prime continuano a essere predominanti negli scambi commerciali della Russia, i volumi delle esportazioni hanno reagito poco alla svalutazione del rublo, mentre i prezzi delle esportazioni hanno rispecchiato l'andamento calante delle materie prime.

Le ricadute
sull'economia ...

A fine 1998, la Russia era in mora di pagamento sul suo debito in valuta estera di oltre \$100 miliardi ereditato dall'Unione Sovietica (il debito propriamente russo viene stimato intorno a ulteriori \$60 miliardi), mentre il premio sulle euroobbligazioni russe rimaneva elevato, di fatto tagliando fuori il paese dai mercati internazionali dei capitali. Alla fine dello scorso marzo la Russia e il FMI hanno rilanciato i negoziati per un programma che possa aiutare il paese a onorare il servizio del debito stimato in \$17½ miliardi per il 1999. Con riserve valutarie ufficiali ridotte a \$6½ miliardi alla fine di marzo, si sono fatti più insistenti gli appelli a cancellare, e non soltanto ristrutturare, una parte del debito ereditato dall'Unione Sovietica.

... e sui finanzia-
menti esteri

Alla base della crisi russa vi sono state varie importanti debolezze di fondo che non erano state sufficientemente affrontate nel processo di transizione avviato nel 1992. In primo luogo, la Russia non è stata in grado di realizzare alcuni dei pilastri fondamentali di un'economia di mercato. È ancora allo stato rudimentale il quadro istituzionale che garantisce l'efficacia legale dei contratti privati e un'effettiva concorrenza. Nell'economia reale la riforma strutturale è stata incompleta. Contrariamente a quanto accaduto in altre economie in transizione, quali la Polonia, sono sorte poche società dinamiche, di medie dimensioni, capaci di imprimere uno slancio alla crescita, mentre la creazione di grandi gruppi finanziari e industriali ha teso a cementare vecchie strutture. Né i progressi realizzati nel campo delle privatizzazioni sono stati accompagnati dalla creazione di solidi sistemi di governo societario. La fuga dei capitali, in parte alimentata dalla dismissione di attività aziendali, è stata ingente dall'inizio della fase di transizione. La mobilità del lavoro è rimasta bassa e le disparità di reddito hanno fomentato lo scontento sociale.

Tra i principali
fattori di debo-
lezza, l'incompleta
riforma
strutturale ...

Un secondo importante elemento di debolezza ha riguardato il settore delle finanze pubbliche. Tra il 1992 e il 1998 i disavanzi del governo federale sono stati in media pari al 7½% del PIL. Rimane ancora da creare un sistema di esazione delle imposte equo ed efficiente mentre la relazione tra entrate e uscite a livello federale e quelle a livello statale è rimasta poco chiara. Inoltre, accumulando arretrati sui pagamenti, il governo stesso ha contribuito a diffondere la cultura delle morosità in tutti i settori dell'economia (grafico III.5). I problemi della finanza pubblica hanno spesso rappresentato un importante ostacolo alla formulazione e al rispetto dei programmi del FMI.

... carenze della
finanza pubblica ...

Infine, il ruolo dell'intermediazione finanziaria nell'economia reale non è stato sufficientemente promosso. Le banche hanno basato i propri proventi sullo sfruttamento degli arbitraggi finanziari creati dalla svalutazione continua del rublo (prima del 1998), o dagli ingenti acquisti di titoli di Stato ad alto rendimento

... e una limitata
intermediazione
finanziaria

(a partire dal 1993, anno in cui è stato creato il mercato del debito pubblico). Spesso tali acquisti sono stati finanziati mediante indebitamento in valuta, lasciando le banche con cospicue posizioni valutarie aperte. Per contro, i crediti in essere a favore del settore privato si sono mantenuti su livelli molto bassi, intorno al 15% del PIL, cosicché non si è sviluppata una cultura del credito. Inoltre, la maggior parte delle banche russe non è riuscita a promuovere una vera e propria capacità di raccolta di depositi. Infatti, molti istituti sono stati creati da grandi imprese proprio al fine di poter ottenere un accesso relativamente facile al credito a basso costo erogato dalla banca centrale. Non sorprende, quindi, che sul mercato interno l'uso del rublo sia cresciuto poco, mentre la dollarizzazione ha continuato a rappresentare un importante aspetto dell'economia.

L'impatto finanziario sull'Europa orientale è solo temporaneo ...

La crisi russa ha avuto un impatto significativo, anche se di breve durata, sui mercati finanziari dell'Europa orientale. Allorché grossi investitori esteri, specialmente i fondi comuni, hanno liquidato ingenti quote dei propri portafogli di titoli azionari dell'Europa orientale, i mercati azionari regionali hanno subito una flessione mentre la maggior parte delle valute veniva sottoposta a pressioni. Tra la fine di luglio e la fine di settembre l'Ungheria – paese che dispone del mercato finanziario più sviluppato e liquido – ha registrato una riduzione dei corsi azionari del 45% che ha cancellato tutti i guadagni realizzati nei due anni precedenti. Le flessioni sui mercati azionari sono state meno accentuate in altri paesi: la partecipazione estera nel mercato polacco e in quello slovacco era sempre stata relativamente modesta, e verso la fine del 1996 gli investitori non residenti avevano già ridotto la propria esposizione nei confronti dei titoli azionari cechi. Grazie alla ripresa dei corsi dopo l'ottobre 1998, i mercati azionari in Europa orientale hanno registrato perdite esigue sull'intero anno. Limitato è stato anche l'impatto sui costi e sul volume dei flussi di capitali privati. Rispetto ad altre economie emergenti, gli spreads delle obbligazioni di paesi dell'Est europeo sono aumentati relativamente poco: meno di 100 punti base nel caso della Polonia, della Repubblica Ceca e dell'Ungheria (grafico III.1). Ciò nonostante, i tassi più elevati e la ridotta disponibilità di credito hanno effettivamente messo alcuni governi sotto pressione e costretto varie importanti imprese del settore privato a rinunciare temporaneamente a finanziarsi direttamente sull'estero. Tuttavia, non vi è stata alcuna inversione dei flussi dei crediti bancari internazionali (tabella III.3), e sono proseguite, seppure moderatamente, le emissioni obbligazionarie internazionali.

Le turbolenze finanziarie che hanno seguito la crisi russa hanno indebolito il fiorino ungherese e lo zloty polacco che avevano in precedenza subito una spinta al rialzo. Prima della crisi, l'afflusso dei capitali a breve aveva spinto lo zloty vicino al limite superiore della sua fascia di oscillazione e una dinamica analoga aveva interessato il fiorino. Una volta arrestato l'ulteriore apprezzamento reale, si sono attenuate le preoccupazioni di una perdita di competitività esterna. In ottobre lo zloty era ritornato al centro della sua fascia di oscillazione e la banca centrale ha abbandonato l'idea di introdurre controlli valutarî più rigorosi. Diversi paesi nella regione hanno reagito alle turbolenze finanziarie innalzando i tassi d'interesse a breve, ma la trasmissione sui rendimenti a più lungo termine è stata limitata. Ripristinato il clima di stabilità, la banca centrale polacca e quella

ceca hanno quindi attuato le riduzioni del tasso d'interesse che avevano precedentemente programmato.

Il limitato contagio dalla crisi russa costituisce una riconferma della misura in cui i paesi dell'Europa orientale hanno riorientato i loro legami commerciali e finanziari verso l'Europa occidentale e hanno compiuto progressi nella transizione verso una moderna economia di mercato. La struttura degli scambi dell'Europa orientale ha subito un'importante trasformazione: per quasi due terzi le esportazioni sono ora rivolte verso i paesi dell'Unione europea, mentre solo il 5% è destinato alla Russia. Anche l'esposizione finanziaria delle banche dell'Est europeo verso la Russia è limitata. Infatti, nel momento in cui si è abbattuta la crisi sulla regione, a metà dello scorso anno, le banche non hanno subito pressioni né hanno visto ridursi i corsi dei loro titoli azionari rispetto a quelli delle altre imprese. Negli anni recenti, il riuscito processo di transizione ha portato a elevati tassi di crescita sia in Polonia che in Ungheria. Al contrario, nel 1998 la necessità di un'ulteriore ristrutturazione del settore delle imprese e del settore finanziario ha teso a frenare l'attività economica nella Repubblica Ceca. Sebbene l'inflazione sia rimasta più elevata che nei paesi della UE, essa si è costantemente ridotta nei paesi dell'Europa orientale. Inoltre, in Polonia e Ungheria sono stati compiuti sforzi per consolidare i sistemi bancari in parte accettando una maggiore concorrenza estera. Grazie ai progressi realizzati nel processo di transizione, sono stati avviati colloqui con diversi paesi dell'Europa orientale in vista di una loro eventuale ammissione alla UE.

... grazie ai cambiamenti fondamentali realizzati

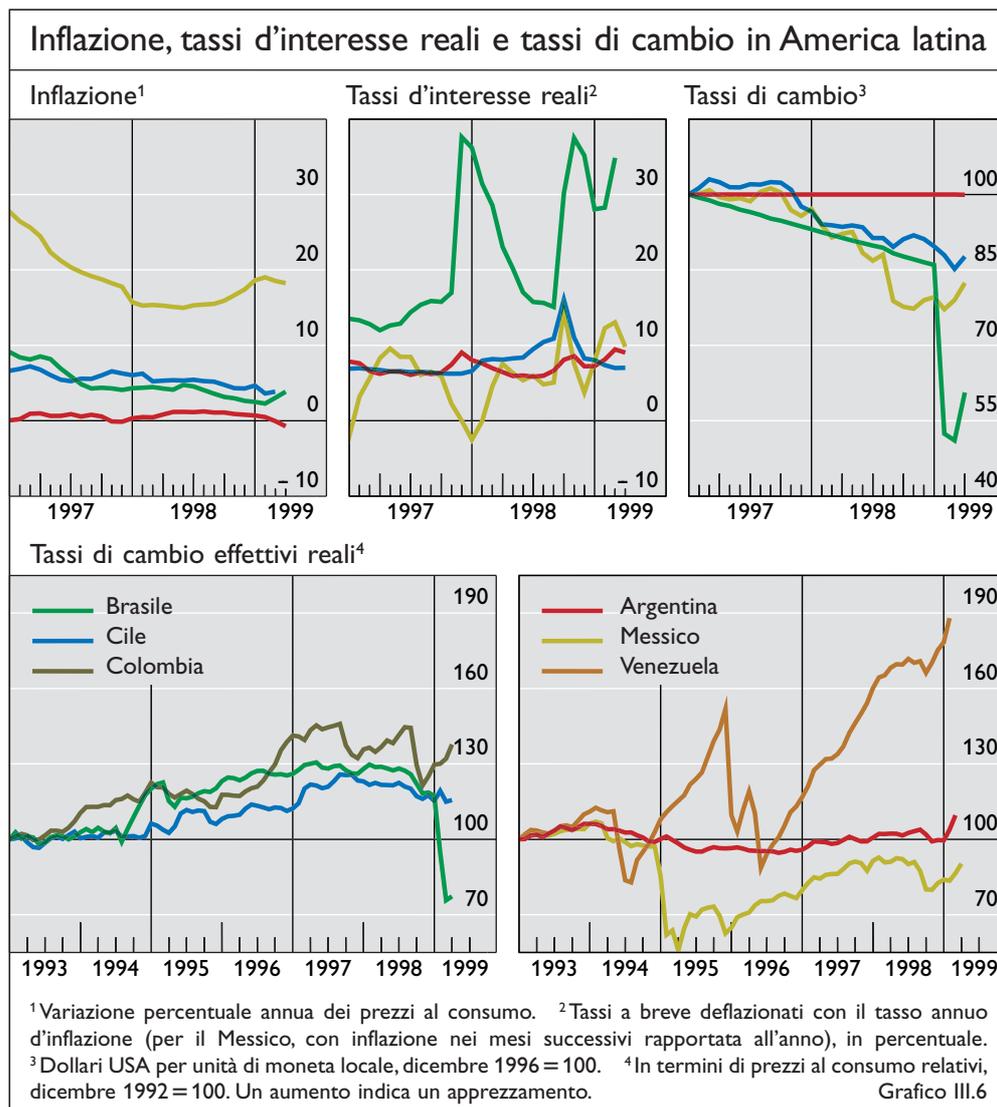
Permangono, tuttavia, alcune vulnerabilità. Gli ampi disavanzi pubblici e delle partite correnti costituiscono ancora oggi un'importante fonte di preoccupazione per molte economie in transizione. Malgrado i progressi registrati in molti paesi, le istituzioni bancarie rimangono fragili, come testimonia il loro basso rating internazionale. I mercati finanziari sono ancora immaturi e la vigilanza richiede di essere ulteriormente rafforzata. Infine, rimane poco sviluppato il sistema di sicurezza sociale.

Vulnerabilità residue

Andamenti in America latina

Sebbene l'America latina abbia continuato ad attrarre flussi considerevoli di capitali all'indomani della crisi asiatica, una serie di difficoltà di fondo lasciavano intuire una sua potenziale predisposizione alle turbolenze finanziarie. In primo luogo, negli anni recenti la loro posizione sull'estero era debole. Lo scorso anno i disavanzi commerciali e quelli di parte corrente sono ancora fortemente aumentati in quasi tutti i paesi. Un motivo importante che spiega l'ampio divario tra la crescita delle esportazioni e delle importazioni per quasi tutti gli anni novanta è stato il costante apprezzamento del tasso di cambio reale in molti paesi (grafico III.6). Più recentemente la regione ha dovuto anche affrontare un indebolimento dei prezzi delle materie prime, mentre la contrazione economica in Asia ha prodotto ulteriori effetti negativi sulle esportazioni di alcuni paesi. Un secondo elemento di vulnerabilità è stato il basso tasso di risparmio della regione che l'ha costretta a ricorrere in misura massiccia ai finanziamenti esteri. Infine, difficoltà a contenere i disavanzi pubblici sono state incontrate in diversi paesi; l'anno scorso in molti casi i conti pubblici sono ulteriormente peggiorati in parte

Le difficoltà di fondo della crisi in America latina ...



a causa dell'andamento cedente dei prezzi delle materie prime, degli elevati tassi d'interesse e di un rallentamento della crescita.

... messe a nudo dalle turbolenze finanziarie

La crisi di fiducia scoppiata nei mercati internazionali a metà del 1998 ha aggravato tali difficoltà. Subito dopo, allorché i finanziamenti esterni si sono ridotti a un rivolo, i prezzi delle obbligazioni dei paesi latino-americani scambiate sui mercati internazionali e quelli dei titoli azionari interni sono scesi drasticamente mentre forti pressioni si scaricavano su alcune valute. I paesi colpiti più direttamente sono stati quelli con ampi disavanzi pubblici (quali Brasile e Colombia) o in una situazione di incertezza politica (Venezuela). In risposta alle turbolenze sono stati attuati drastici aggiustamenti delle politiche, che hanno assunto soprattutto la forma di una stretta monetaria. Le prospettive di crescita sono rapidamente peggiorate e nell'ultimo trimestre dell'anno i tassi di incremento annuo del PIL sono divenuti negativi, rispetto a quasi il 3% registrato nel primo semestre.

Alcune delle economie minori della regione sono state colpite da catastrofi naturali (El Niño e l'uragano Mitch). In Ecuador, gli shock negativi sono stati aggravati dall'assenza di misure volte a correggere gli squilibri nei conti pubblici e a risolvere i problemi del settore bancario. L'insufficiente risposta di politica

economica ha poi impedito al paese di accedere al sostegno finanziario della comunità internazionale.

La crisi brasiliana

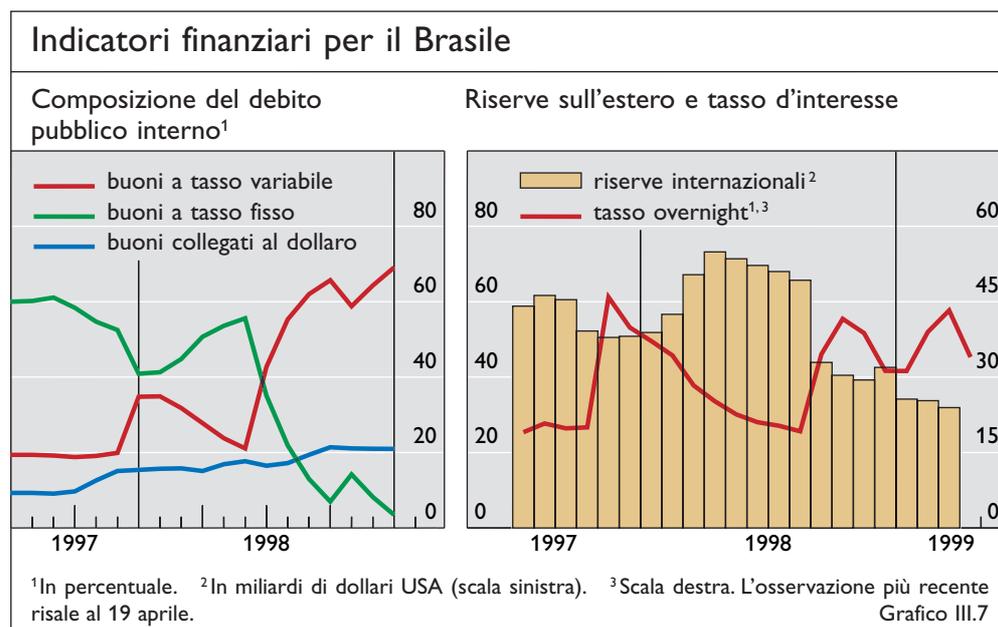
La crisi asiatica ha messo in evidenza una serie di importanti squilibri macroeconomici nell'economia brasiliana. Sebbene sia riuscito a conseguire un tasso d'inflazione a una sola cifra, il Piano Real – lanciato verso la metà del 1994 – si basava su tassi d'interesse reali sostanzialmente elevati per arginare la forte crescita della domanda interna. Questi, a loro volta, hanno contribuito ad aumentare il disavanzo pubblico (depurato dagli effetti dell'inflazione sui pagamenti per interessi) che è passato da una media del 2,4% del PIL nel 1994–96 a quasi l'8% nel 1998 (tabella III.11). Il peggioramento fiscale, tuttavia, è stato anche dovuto a una riduzione dell'avanzo primario che è sceso dal 2% del PIL nel 1994–96 a una posizione di quasi pareggio nel 1998. Inoltre, le fasi iniziali del Piano Real si sono accompagnate a un apprezzamento significativo della moneta brasiliana che ha contribuito ad ampliare il disavanzo delle partite correnti.

Tali squilibri hanno portato a una prima ondata di forti pressioni sul cambio subito dopo gli avvenimenti occorsi in Asia alla fine del 1997. Le autorità hanno risposto con un deciso inasprimento della politica monetaria e con l'annuncio di misure fiscali per ridurre il disavanzo in misura equivalente al 2% del PIL nel corso del 1998. Gli elevati tassi d'interesse e un allentamento delle restrizioni sui movimenti di capitali hanno condotto a un nuovo forte afflusso di capitali all'inizio del 1998, che ha contribuito a ricostituire le riserve internazionali (grafico III.7). Inoltre, la banca centrale ha annunciato l'intenzione di passare gradualmente a un regime di tasso di cambio più flessibile nei prossimi anni. Per contro, gli aggiustamenti fiscali promessi si sono rivelati di difficile realizzazione poiché misure importanti potevano essere attuate solo dopo l'approvazione da parte del Congresso.

L'effetto prodotto sul Brasile dall'insolvenza della Russia è stato profondo. Nonostante alla base del contagio vi fossero una debolezza fiscale e una

Squilibri macroeconomici in Brasile

La risposta iniziale delle politiche nell'ultima parte del 1997



vulnerabilità a fattori esterni, le forti vendite delle obbligazioni internazionali brasiliane (in particolare le obbligazioni Brady, altamente liquide), probabilmente provocate dall'esigenza di far fronte alle richieste dei margini su altre operazioni, hanno contribuito in maniera significativa alla trasmissione della turbolenza finanziaria. A mano a mano che i detentori di titoli pubblici interni a rendimento relativamente basso vendevano tali attività per acquistare le obbligazioni internazionali brasiliane più remunerative, i capitali hanno cominciato a lasciare il paese a ritmo accelerato.

Il contenimento della crisi alla fine del 1998

Le misure messe in atto per contenere tali pressioni sono state molteplici. In primo luogo, al fine di evitare che le emissioni nazionali di titoli di Stato venissero liquidate su vasta scala, ai detentori di tali titoli sono stati offerti ulteriori incentivi sotto forma di garanzie di tasso d'interesse e di cambio. La marcata ricomposizione del debito pubblico, avviata subito prima della crisi russa, è stata intensificata mediante la sostituzione di titoli tradizionali a tasso fisso con buoni del Tesoro ancorati al dollaro e a tasso variabile (grafico III.7). In secondo luogo, le autorità sono intervenute massicciamente sul mercato valutario. La portata di tali interventi potrebbe essere sottovalutata dalla variazione netta nello stock di riserve valutarie, dal momento che la privatizzazione del sistema delle telecomunicazioni si è accompagnata a ingenti afflussi di capitali a metà anno e che il sostegno al cambio è stato realizzato anche mediante operazioni fuori bilancio nei mercati dei futures e dei contratti a termine. Infine, le autorità monetarie hanno innalzato drasticamente i tassi d'interesse.

Aggiustamento fiscale e assistenza finanziaria ufficiale

Dopo le elezioni presidenziali di ottobre è stato annunciato un programma di sostegno guidato dal FMI, che prevedeva importanti esborsi iniziali ed era subordinato all'attuazione di un ampio aggiustamento fiscale. Il sostegno finanziario concordato è stato di circa \$41½ miliardi; di questi \$18 miliardi rappresentano il contributo del FMI, mentre la Banca Mondiale e la Banca interamericana di sviluppo si sono impegnate a erogare \$4,5 miliardi ciascuna. È stata inoltre offerta alla banca centrale una linea di credito di \$13,3 miliardi, coordinata dalla BRI e garantita dalle banche centrali di 19 paesi industriali; nel contempo, le autorità giapponesi hanno reso disponibile una linea di credito per \$1¼ miliardi. L'accordo con il FMI e il primo esborso effettuato agli inizi di dicembre hanno migliorato la situazione solo marginalmente. Gli spreads delle obbligazioni internazionali emesse dal Brasile sono rimasti elevati ed è proseguito il deflusso di capitali. Sul versante interno il rifiuto del Congresso di approvare un pacchetto di importanti misure fiscali e, successivamente, la mancanza d'impegno da parte di alcuni importanti Stati federati ad attuare il processo di aggiustamento della finanza pubblica hanno inoltre messo in dubbio l'efficacia dell'inasprimento fiscale.

La fluttuazione del real brasiliano ...

Agli inizi del 1999, forse innescata da una parziale moratoria del debito attuata dal governo di uno Stato federato, la pressione ha cominciato a salire e le autorità hanno abbandonato il regime dei cambi da tempo vigente. Il governo centrale ha tentato di attuare una svalutazione limitata e controllata, facendo leva su due fattori positivi: primo, il paese aveva svalutato in presenza di ampie riserve ufficiali e di un programma di assistenza internazionale già predisposto; secondo, le imprese e le banche non erano così esposte com'era avvenuto in Asia, avendo coperto le proprie posizioni a fronte di

variazioni improvvise dei tassi d'interesse e dei tassi di cambio. Un importante elemento di debolezza era tuttavia la vulnerabilità dei disavanzi pubblici alla svalutazione e a un innalzamento dei tassi d'interesse, dato l'ingente ammontare di buoni del Tesoro a tasso variabile ancorati al dollaro e data la posizione corta assunta dalla banca centrale nel mercato dei futures e dei contratti a termine sui cambi. Infine, nei due mesi successivi all'adozione del regime fluttuante il real si è deprezzato del 40%.

Dopo la svalutazione della moneta, due questioni hanno suscitato particolari preoccupazioni. La prima era la dinamica potenzialmente esplosiva del rapporto debito interno/PIL qualora non si fosse riusciti nuovamente a ridurre i tassi d'interesse e il fabbisogno connesso al servizio del debito. Per dissipare i timori di una dinamica fuori controllo del debito e impedire così un circolo vizioso di ulteriori pressioni al ribasso sulla moneta e al rialzo sui tassi d'interesse, nel marzo del 1999 è stata annunciata una drastica manovra fiscale correttiva. Oltre alle misure già concordate con il FMI in novembre, sono stati proposti ulteriori tagli alla spesa pubblica e un aumento dell'imposizione fiscale al fine di portare l'avanzo primario a superare nel 1999 il 3% del PIL.

La seconda riguardava la risposta dell'inflazione al deprezzamento nominale della moneta. Essendo noto che in America latina l'inflazione è molto sensibile alle variazioni del tasso di cambio, si prevedeva che in Brasile i prezzi aumentassero rapidamente e in misura considerevole. Tuttavia, vari fattori connessi hanno limitato l'immediata ripresa dell'inflazione. Innanzitutto, l'aggravarsi della recessione ha contenuto le pressioni dei prezzi. Inoltre, dall'inizio degli anni novanta l'economia ha subito un processo crescente di deregolamentazione, riducendo in maniera significativa il ricorso a meccanismi di indicizzazione. Infine, nonostante le ovvie conseguenze negative sulle finanze pubbliche, le autorità hanno optato per un ulteriore inasprimento della politica monetaria al fine di ripristinare la fiducia del mercato. Si è consentito ai tassi d'interesse overnight di aumentare da poco meno del 30% alla fine del 1998 al 45% dei primi di marzo, allo scopo di rallentare o annullare l'indebolimento del tasso di cambio e limitare in tal modo il suo impatto sull'inflazione e sulle attese inflazionistiche. Il tasso di cambio si è quindi rafforzato consentendo alla banca centrale di ridurre gradatamente i tassi d'interesse a partire dalla fine di marzo. Sempre in marzo, l'inflazione mensile è parsa assestarsi all'1,3%. Con il lento miglioramento del clima è stato possibile accedere nuovamente ai mercati internazionali; in aprile è stata portata a termine con successo l'emissione di debito sovrano per \$2 miliardi, benché a uno spread ancora relativamente alto.

Il contagio ad altre economie latino-americane

Nel corso del 1998 l'Argentina ha compiuto ulteriori progressi nel sanare le finanze pubbliche e rafforzare il settore bancario. Il fermo impegno delle autorità nei confronti del regime di "currency board" ha mantenuto a meno dell'1% l'inflazione dei prezzi al consumo. La crescita annua del PIL, tuttavia, si è ridotta drasticamente da oltre il 7% nei primi mesi del 1998 a $-1/2\%$ a fine anno, e il disavanzo corrente ha raggiunto il $4\frac{1}{2}\%$ del PIL. Sebbene l'Argentina sia un'economia relativamente chiusa, il rallentamento economico della regione – specie in Brasile che assorbe un terzo delle esportazioni argentine – ha depresso l'attività in diversi

... rende problematici il servizio del debito ...

... e il contenimento dell'inflazione

Impatto sull'Argentina attraverso il commercio ...

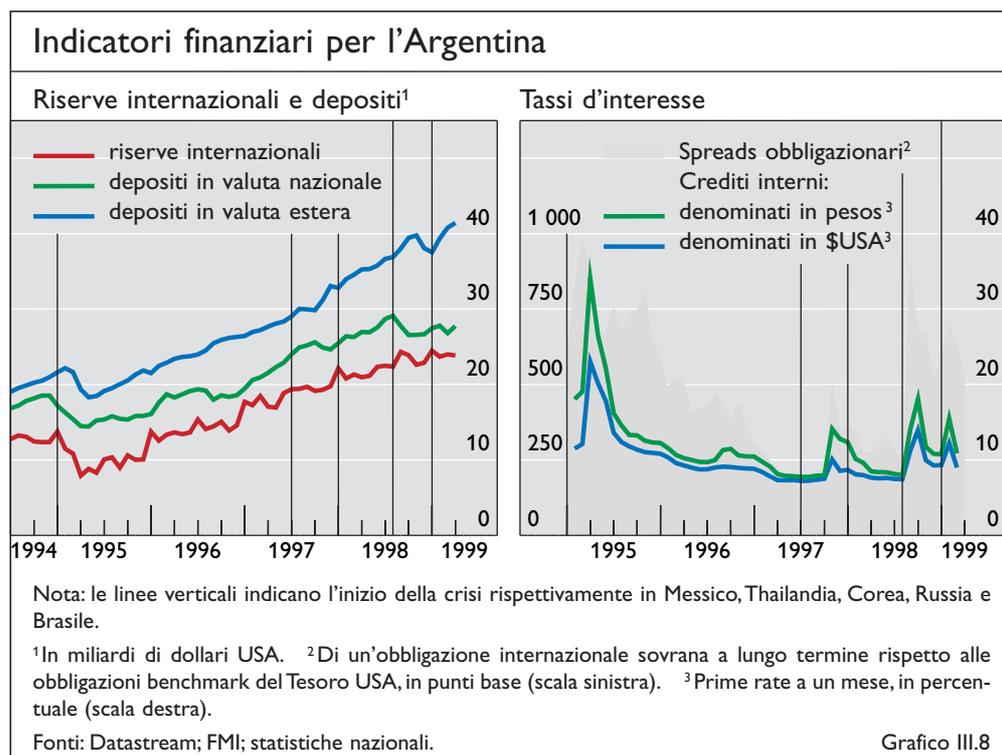
settori, compreso quello automobilistico. Gli aggiustamenti del cambio all'interno del Mercosur hanno ulteriormente aumentato le pressioni concorrenziali sull'industria argentina. Ciò rende ancora più importante promuovere una maggiore flessibilità nel mercato del lavoro e dei beni in alternativa agli aggiustamenti di cambio.

... e le variabili finanziarie

Negli ultimi anni, secondo alcuni indicatori l'Argentina è diventata alquanto più resiliente alle turbolenze finanziarie che si originano nelle altre economie emergenti (grafico III.8). Contrariamente a quanto avvenuto a seguito della crisi del peso messicano, le riserve internazionali hanno risentito poco della tempesta finanziaria occorsa in Asia, Russia e Brasile. I depositi bancari, che nei tre mesi successivi alla crisi messicana si erano ridotti del 13%, sono notevolmente cresciuti fino al mese di agosto dello scorso anno. Malgrado ciò, la crisi russa ha prodotto effetti significativi in Argentina. Infatti, i depositi denominati in pesos si sono ridotti del 9% mentre quelli denominati in dollari hanno subito un'ulteriore espansione, il che indica una più acuta percezione del rischio valutario. Inoltre, per un breve periodo di tempo i margini sui titoli di Stato internazionali sono aumentati a livelli simili a quelli osservati dopo la crisi messicana. Aumenti drastici hanno anche segnato i tassi d'interesse a breve, sia in pesos che in dollari. La fluttuazione del real brasiliano ha ancora una volta esercitato una pressione temporanea sia sugli spreads che sui tassi d'interesse, mantenendoli al di sopra dei livelli raggiunti prima della crisi russa. Nonostante spreads così elevati, l'Argentina è riuscita a ritornare sui mercati finanziari internazionali all'inizio del 1999, ossia molto più rapidamente di quanto non fosse riuscita a fare dopo le precedenti crisi.

Dollarizzazione

Il clima d'incertezza ha indotto le autorità ad annunciare che avrebbero considerato la possibilità di dollarizzare l'economia al fine di rafforzare la fiducia nei confronti dell'impegno alla stabilità della moneta. Una siffatta strategia solleva



una serie di interrogativi. Qualora venga percepita come un processo irreversibile, la dollarizzazione avrebbe l'effetto immediato di eliminare il premio associato al rischio valutario (misurato dal differenziale di interesse tra i contratti in pesos e quelli in dollari all'interno dell'Argentina). Non è chiaro tuttavia cosa accadrebbe al premio di rischio paese (misurato convenzionalmente dal differenziale tra i tassi d'interesse sulle emissioni di debito del Tesoro statunitense e quelli dei titoli di debito del governo argentino, denominati in dollari). In Argentina i tassi d'interesse sui contratti in dollari, sia a breve che a lungo termine, sono rimasti elevati (grafico III.8); ciò sta a indicare che i prenditori argentini, compreso il governo, pagano un premio sensibile per il rischio di credito. Un fattore importante alla base di tali premi potrebbe essere l'elevato livello di indebitamento esterno del paese. Altri interrogativi sollevati dalla dollarizzazione dell'economia sono la disponibilità di finanziamenti di ultima istanza e la ripartizione del signoraggio connesso con l'emissione di moneta.

Le turbolenze finanziarie hanno esercitato pressioni anche sul Messico. Sebbene negli ultimi anni l'economia messicana sia divenuta assai più diversificata, la caduta dei prezzi del petrolio – cui ha contribuito la crisi asiatica – ha comunque prodotto un effetto significativo soprattutto sulle entrate statali. Il governo ha risposto con una politica fiscale risoluta che prevedeva nel corso del 1998 tre tornate di tagli di spesa. Inoltre, dopo lo scoppio della crisi in Russia vi è stata una contrazione improvvisa degli afflussi di capitali che ha portato a un forte deprezzamento del tasso di cambio. Questo ha innescato una risposta inflazionistica quasi immediata che, unitamente all'incremento di alcuni prezzi controllati, ha invertito il precedente andamento decrescente dell'inflazione e ha spinto la banca centrale a inasprire le condizioni monetarie (grafico III.6). Agli inizi del 1999 l'inflazione e le attese inflazionistiche erano nuovamente calanti. Dato l'inasprimento della politica monetaria e fiscale la crescita è notevolmente rallentata.

Le prospettive per l'economia messicana dipenderanno non solo dalla performance dell'economia statunitense, ma anche dalla rapidità con la quale si compiranno progressi nel rafforzare la solidità di un sistema bancario, ancora debole. Il volume dei crediti bancari in termini reali rimane ben al disotto dei livelli anteriori alla crisi del 1994. Verso la fine del 1998 sono state annunciate ulteriori misure di supporto a favore di debitori bancari, verosimilmente per ridurre il rischio che gli elevati tassi d'interesse necessari per contenere la pressione sul tasso di cambio potessero invertire la tendenza decrescente dei crediti in sofferenza. Inoltre, dopo una controversia durata un anno, alla fine del 1998 il Congresso ha raggiunto un accordo che prevede la creazione di un'agenzia di assicurazione dei depositi che sarà anche responsabile di gestire i crediti in sofferenza stralciati dai bilanci delle banche negli ultimi anni. L'attuazione di tale accordo è ora essenziale per realizzare l'espansione dei crediti e dei patrimoni delle banche, di cui si avverte una grande esigenza.

Il Cile è stato gravemente colpito dalla crisi nei mercati emergenti: i prezzi del rame hanno subito una drastica riduzione, le esportazioni verso l'Asia sono cadute e la crescita dei mercati dei paesi vicini si è notevolmente indebolita a mano a mano che le turbolenze si propagavano in America latina. La banca centrale ha reagito prontamente al deterioramento del clima economico

Risposte delle
politiche in
Messico ...

... e ristrutturazioni
bancarie

Cile

innalzando i tassi d'intervento all'inizio del 1998 al fine di frenare la rapida crescita della domanda interna, e di nuovo in settembre per contenere il diffondersi della crisi. Inoltre, allorché il peso è stato oggetto di una pressione al ribasso, le autorità sono intervenute nel mercato valutario molto prima che la moneta si avvicinasse al limite inferiore della fascia obiettivo. L'inversione di flusso dei capitali inoltre le ha indotte a ridurre – dal 30 al 10% in giugno e quindi allo 0% in settembre – la quota dei capitali in entrata che deve essere depositata in un conto di riserva infruttifero. Verso la fine del 1998 e agli inizi del 1999, allorché l'inflazione è rientrata nella fascia obiettivo, la banca centrale ha gradualmente allentato la propria politica al fine di contrastare il pronunciato rallentamento dell'economia, pur evitando un ulteriore indebolimento del tasso di cambio.

Colombia

In Colombia il clima d'incertezza politica durante il periodo che ha preceduto le elezioni presidenziali a metà 1998, cui si sono aggiunti cospicui disavanzi fiscali e di parte corrente, ha esercitato forti pressioni sul tasso di cambio, richiedendo un deciso inasprimento della politica monetaria. In agosto, dopo un breve periodo di calma seguito alle elezioni, si sono riaffacciate le pressioni sul tasso di cambio innescate questa volta da fattori esterni. Ciò ha indotto le autorità a correggere il regime del cambio – abbassando di fatto del 9% la fascia di oscillazione – e ad aumentare i tassi d'interesse per favorire il mantenimento del nuovo livello. Quando, alla fine del 1998, sono state avviate misure fiscali più risolutive e le organizzazioni internazionali hanno approvato una serie di facilitazioni creditizie, i tassi d'interesse hanno iniziato a ridursi. La politica monetaria restrittiva attuata per gran parte dello scorso anno ha comportato un forte rallentamento dell'economia e un livello record di disoccupazione, sebbene abbia anche contribuito a far scendere l'inflazione agli inizi del 1999. Anche il sistema bancario ha avvertito gli effetti di queste tendenze negative: i crediti in sofferenza hanno infatti subito un notevole incremento, mentre i profitti si sono ridotti drasticamente soprattutto tra le banche statali. Il governo ha reagito annunciando misure di sostegno al settore bancario e di ricapitalizzazione dell'agenzia di assicurazione dei depositi.

IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

Aspetti salienti

Con un'inflazione prossima allo zero in alcuni paesi e prezzi addirittura decrescenti in altri, lo scorso anno nei principali paesi industriali hanno assunto nuova rilevanza le problematiche concernenti l'appropriata conduzione della politica monetaria in un contesto di quasi stabilità dei prezzi. Una questione che si pone a questo riguardo è il modo in cui le banche centrali possono evitare che un calo dei prezzi generi aspettative estrapolative di futuri ribassi. Il mantenimento dei tassi medi d'inflazione in prossimità dello zero per periodi prolungati solleva inoltre quesiti circa i vantaggi relativi di un obiettivo in termini di livello dei prezzi rispetto a un obiettivo di inflazione. Un ulteriore aspetto problematico è se l'efficacia della politica monetaria si riduca in periodi di prezzi stabili o decrescenti. La turbolenza sui mercati finanziari internazionali seguita alla crisi russa nell'agosto scorso ha sollevato inoltre il problema della misura in cui la politica monetaria debba reagire agli sviluppi sui mercati delle attività in assenza di dati dai quali emerga che tali sviluppi stanno influenzando sui prezzi dei beni e dei servizi.

Negli Stati Uniti, nonostante il vigore della crescita reale e le condizioni più tese sul mercato del lavoro, la politica monetaria è stata allentata alla luce del favorevole quadro inflazionistico e in previsione di un rallentamento dell'economia. Le difficoltà che comporta la conduzione della politica monetaria in un contesto di inflazione molto bassa e di mercati finanziari volatili sono risultate particolarmente evidenti in Giappone, dove le autorità hanno dovuto far fronte a un marcato peggioramento delle condizioni sia dell'economia interna che dei mercati finanziari. Sebbene i tassi a breve siano stati di fatto ridotti a zero, le gravi debolezze del sistema finanziario paiono aver diminuito la reattività delle banche e delle famiglie agli stimoli delle politiche.

Un evento di eccezionale portata nel periodo in esame è stata l'introduzione dell'euro nel gennaio 1999. A questo riguardo, l'attenzione delle autorità si è concentrata lo scorso anno sull'esigenza di determinare il livello verso il quale i tassi d'interesse avrebbero dovuto convergere durante la transizione alla UEM. Anche se le condizioni economiche in diversi paesi minori dell'area dell'euro erano relativamente sostenute, la debolezza dell'attività in Germania e in Italia, che congiuntamente concorrono a circa il 50% del PIL di quest'area, e le incerte prospettive di ripresa economica globale hanno condotto infine a una convergenza al 3%. Ciò ha comportato tagli dei tassi d'interesse persino nei paesi in cui questi si situavano prima ai più bassi livelli. La Banca centrale europea ha dovuto affrontare l'importante questione di come condurre la politica monetaria nel contesto completamente nuovo creato dall'adozione di una moneta unica. Essa ha optato per un quadro operativo costituito da una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi, che costituisce l'obiettivo primario

della politica monetaria, da un valore di riferimento per la crescita di M3, quale indicatore chiave, e da una valutazione di ampio respiro delle prospettive inflazionistiche. Tale quadro combina quindi elementi della strategia basata sugli aggregati monetari con il targeting diretto dell'inflazione.

Lo scorso anno la politica monetaria è stata allentata anche nei paesi con obiettivi di inflazione, in quanto le banche centrali hanno preso misure per assicurare che l'inflazione si mantenesse o rientrasse nella fascia obiettivo, nonostante il rallentamento dell'attività economica e il concomitante affievolirsi delle pressioni sui prezzi. Tale manovra ha avuto luogo malgrado il deprezzamento del cambio nella maggior parte di questi paesi seguito al calo dei prezzi delle materie prime. Le autorità hanno generalmente interpretato le pressioni sul cambio come una perturbazione di natura reale alla quale la politica monetaria non doveva reagire. In Canada la rapidità del deprezzamento del cambio ha suscitato il timore di un radicarsi di aspettative estrapolative e ha indotto la Banca del Canada a innalzare temporaneamente i tassi.

Stati Uniti

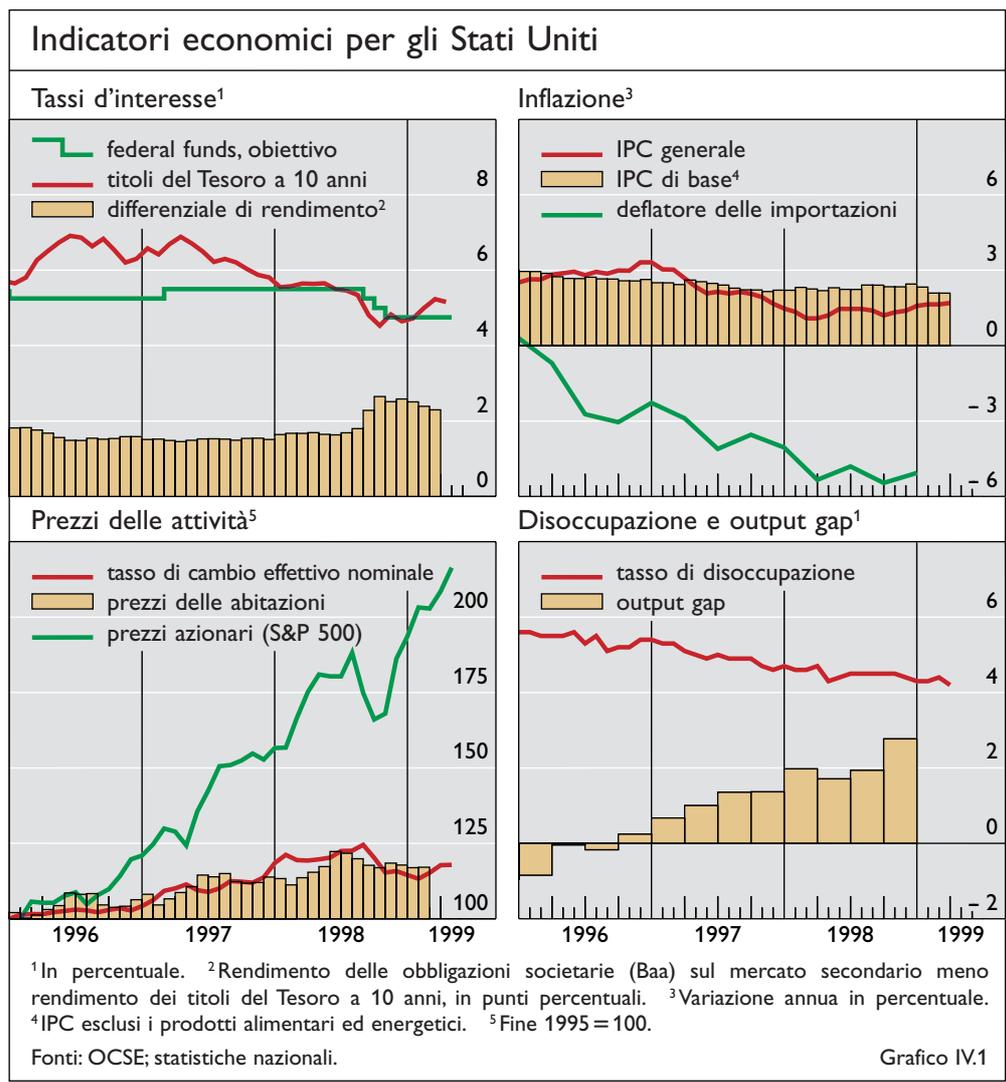
Nel valutare le prospettive inflazionistiche la Riserva federale ha dovuto di recente considerare con attenzione, oltre ai più tradizionali indicatori economici, anche le condizioni dei mercati finanziari. Con una crescita del PIL reale al 3,9% nel 1998, un'espansione del prodotto ben al di sopra delle precedenti stime del potenziale e una disoccupazione ai più bassi livelli da quasi trent'anni, le autorità hanno dovuto tener conto di un possibile intensificarsi delle spinte inflazionistiche. Per giunta, l'ascesa dei prezzi delle attività ha fatto temere il formarsi di una nuova bolla speculativa, una considerazione questa che avrebbe parimenti giustificato una manovra in senso restrittivo. Tuttavia, dato il forte ribasso dei prezzi dell'energia e di altri prodotti primari, a seguito del rallentamento economico su scala mondiale, e l'apprezzamento del dollaro fino ad agosto, le pressioni inflazionistiche sono rimaste contenute e pertanto l'indirizzo della politica monetaria non è stato modificato sino a tarda estate.

La crisi finanziaria russa a metà agosto ha creato grande incertezza sui mercati finanziari negli Stati Uniti e altrove, con conseguenze potenzialmente importanti per le condizioni della domanda interna e le prospettive di inflazione. Riducendo la ricchezza delle famiglie e aumentando il costo del capitale, la caduta dei prezzi azionari potrebbe aver agito da freno sulla spesa per consumi e investimenti. Inoltre, gli ampi spreads di rischio, l'elevata volatilità e il rarefarsi della liquidità in molti segmenti del mercato hanno accresciuto la probabilità di consistenti perdite per le istituzioni finanziarie e con essa il pericolo di un inasprimento delle condizioni creditizie. Per schermare l'economia da tali effetti e premunirsi contro un improvviso rallentamento congiunturale, la Riserva federale ha tagliato i tassi in settembre, ottobre e novembre per complessivi 75 punti base, abbassandoli al 4,75%. A seguito di questa manovra le condizioni sui mercati finanziari sono migliorate. A fine marzo 1999 i corsi azionari, calati del 19% tra metà luglio e fine agosto, avevano recuperato nella misura del 34%. Successivamente la politica monetaria è rimasta invariata, in assenza di segni di

Orientamento
invariato fino alla
tarda estate ...

... quando la crisi
russa crea instabi-
lità sui mercati
finanziari

Allentamento
in autunno



aumento delle pressioni inflazionistiche nonostante il perdurare di una rapida crescita reale e di condizioni tese sul mercato del lavoro.

Episodi caratterizzati da così ampie oscillazioni nei prezzi delle attività finanziarie, come quelle osservate nell'autunno scorso, rappresentano un'ardua sfida per le autorità monetarie. L'impatto delle turbative finanziarie è immediatamente evidente nel brusco aumento dei volumi di scambio e della volatilità di mercato, così come nella fuga verso impieghi sicuri e liquidi. Per contro, a causa dello sfasamento temporale tra mutamento del clima di mercato, attività reale e pressioni inflazionistiche, in un primo momento gli effetti macroeconomici più ampi potrebbero non essere chiaramente individuabili. È quindi possibile che inavvertitamente l'orientamento della politica sia troppo restrittivo o troppo permissivo. È quanto si è potuto osservare in alcuni paesi dopo il repentino calo dei prezzi azionari nell'ottobre 1987. A quell'epoca un certo numero di banche centrali aveva optato per un allentamento delle condizioni monetarie nel timore che una caduta dei corsi azionari potesse rallentare l'attività economica. A posteriori, tuttavia, l'effetto di tale caduta sulla domanda aggregata era stato sopravvalutato, e l'allentamento monetario potrebbe aver quindi contribuito alla successiva accelerazione sia dell'attività economica che dell'inflazione. Questo

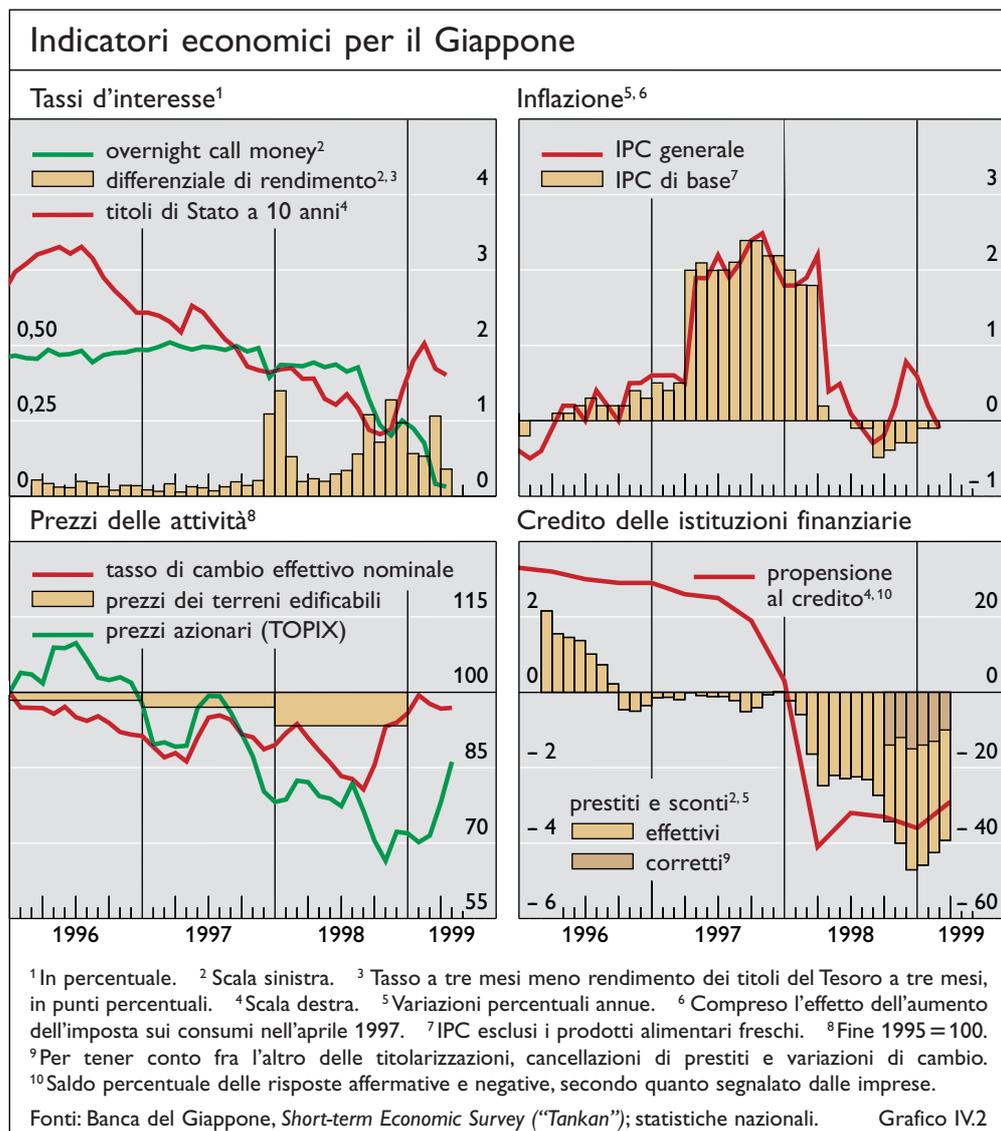
Rinnovata priorità dell'obiettivo di stabilità dei prezzi interni

episodio insegna che, per quanto auspicabile sia una reazione monetaria alle turbolenze di mercato, è importante che la politica monetaria torni a focalizzarsi sulla stabilità dei prezzi interni non appena le condizioni finanziarie si sono sufficientemente stabilizzate.

Giappone

Lo scorso anno la Banca del Giappone ha dovuto fronteggiare il pericolo che si innescasse un ciclo deflazionistico, dati gli elevati livelli di capacità eccedente e di debito delle imprese, nonché i perduranti gravi problemi del settore bancario. La situazione economica complessiva ha continuato a peggiorare, con una contrazione del 3% del PIL reale nel 1998 e persistenti pressioni al ribasso sugli indici dei prezzi. Il calo dei prezzi delle importazioni e del petrolio, di riflesso agli andamenti a livello mondiale, e l'apprezzamento dello yen a partire da ottobre hanno fatto sì che i prezzi al consumo registrassero flessioni per la prima volta dal 1995-96. I prezzi all'ingrosso interni, in calo dal 1991, hanno proseguito la loro tendenza al ribasso.

Le condizioni si deteriorano ulteriormente ...



Il deterioramento delle prospettive economiche è intervenuto in un momento in cui il tradizionale canale di trasmissione della politica monetaria, i tassi d'interesse, sembrava destinato ad avere scarsa efficacia. Il saggio di sconto è rimasto invariato allo 0,5%, mentre in settembre la Banca del Giappone ha deciso di ridurre allo 0,25% l'overnight call rate, che in precedenza era stato mantenuto di poco al disotto del saggio di sconto. Oltre a prevenire l'accumulo di pressioni deflazionistiche, questo allentamento è stato giudicato opportuno ai fini della stabilità dei mercati finanziari. Ulteriori manovre distensive sono seguite nel febbraio 1999, quando il call rate è sceso anche al disotto dello 0,15% e ai primi di marzo allorché le massicce iniezioni di liquidità da parte della Banca del Giappone hanno praticamente azzerato il tasso overnight.

... e il call rate scende praticamente a zero

Durante la turbolenza dell'autunno scorso sui mercati finanziari in Giappone e in altri paesi, i timori connessi al rischio di controparte avevano ampliato notevolmente lo spread tra i tassi interbancari a tre mesi e i rendimenti dei titoli del Tesoro. In risposta, la Banca del Giappone ha immesso abbondante liquidità nei mercati. Ciò ha consentito di ridurre il differenziale di rendimento, che tuttavia è rimasto consistente. Nonostante il più rapido ritmo di espansione della base monetaria negli ultimi anni, la crescita di M2+CD, principale aggregato monetario di riferimento in Giappone, è stata contenuta. Le banche si sono mostrate sempre più restie a erogare credito in una situazione in cui la solvibilità non solo di clienti ma anche di alcune delle banche stesse era in discussione. Per migliorare il meccanismo di allocazione del credito, la Banca del Giappone ha cercato di facilitare il finanziamento delle imprese, espandendo le proprie operazioni pronti contro termine sul mercato della commercial paper; ciò ha permesso a sua volta alle banche di intensificare la loro attività di emissione su questo mercato. La Banca ha inoltre istituito una facilitazione creditizia per rifinanziare parte dei nuovi prestiti erogati dalle istituzioni finanziarie nel quarto trimestre.

Misure per facilitare il finanziamento delle imprese

L'orientamento sempre più espansivo della politica monetaria è stato in parte controbilanciato dal netto apprezzamento dello yen in ottobre e dal rapido rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine a partire da novembre. Quest'ultimo sviluppo, attribuito al sensibile aumento delle emissioni pianificate per l'esercizio 1999 e all'annuncio che il Trust Fund Bureau avrebbe cessato gli acquisti a fermo, ha a sua volta sospinto verso l'alto i rendimenti dei titoli societari e il tasso attivo minimo a lungo termine. Tale evoluzione, se dovesse proseguire, potrebbe deprimere ulteriormente le condizioni economiche. Per contenere i movimenti al rialzo dei tassi a lungo termine, sono state esercitate pressioni politiche per indurre la Banca del Giappone a incrementare gli acquisti di titoli di Stato. Pressioni di questo genere possono essere controproducenti se generano l'impressione che la politica monetaria sia parte del più ampio processo politico. Ciò potrebbe pregiudicare la credibilità delle banche centrali e indurre così un aumento anziché una flessione dei tassi d'interesse.

Effetti controproducenti delle pressioni politiche

Nel corso dell'anno il governo ha adottato vari provvedimenti per ripristinare la solidità del mercato finanziario. Fra questi figurano la temporanea nazionalizzazione delle banche Long-Term Credit e Nippon Credit, l'incoraggiamento dato alla fusione di varie altre istituzioni e l'esortazione alle banche ancora vitali ad attuare ristrutturazioni in contropartita di fondi pubblici.

La reazione del mercato a questi provvedimenti è stata positiva, come evidenziano la scomparsa del “premio Giappone” e il forte recupero dei corsi delle azioni bancarie, ma resta da vedere se le banche riusciranno a realizzare le ristrutturazioni che si sono impegnate a intraprendere. In particolare, potrebbe sorgere un conflitto tra l’impegno ad aumentare il finanziamento interno e quello di ridurre contemporaneamente i costi. Un drastico ridimensionamento delle operazioni internazionali delle banche giapponesi potrebbe contribuire a risolvere questo problema, anche se con il rischio di crearne altri.

Area dell’euro

Nei paesi partecipanti alla UEM la politica monetaria è stata dominata lo scorso anno dall’esigenza di far convergere i tassi d’interesse verso un livello comune entro la fine del 1998. Ciò era reso più difficile dal fatto che, nonostante la notevole convergenza nominale raggiunta negli anni precedenti, permanevano pronunciate differenze nella situazione economica dei vari paesi. Da ultimo, i tassi ufficiali si sono attestati al 3%. Questa convergenza ha comportato modeste riduzioni nei paesi in cui i tassi si situavano ai più bassi livelli, ma tagli consistenti negli altri.

Convergenza
dei tassi d’interesse
al 3%

Nei mesi precedenti l’introduzione dell’euro nel gennaio 1999, la BCE ha reso nota la propria strategia di politica monetaria, incentrata su una definizione quantitativa dell’obiettivo finale della stabilità dei prezzi, un valore di riferimento per la crescita monetaria e una valutazione delle prospettive inflazionistiche basata su molteplici indicatori.

Sviluppi sul piano economico e delle politiche

Nei paesi partecipanti all’area dell’euro la situazione economica è rimasta ineguale nel periodo in esame, in quanto al perdurante vigore di diverse economie minori ha fatto riscontro una situazione globalmente debole in alcuni paesi maggiori. Prima del gennaio 1999 le singole banche centrali hanno dovuto soppesare le considerazioni di inflazione interna a fronte dell’esigenza di far convergere i tassi d’interesse.

Irlanda

In Irlanda una crescita estremamente sostenuta per il quinto anno consecutivo ha contribuito a un ulteriore aumento del prodotto al di sopra del potenziale e a un accentuarsi delle spinte inflazionistiche. Nel corso dell’autunno, tuttavia, la congiuntura ha cominciato a raffreddarsi e le pressioni sui prezzi sono diminuite. Poiché l’inflazione è scesa da un massimo del 3,2% in agosto all’1,7% in dicembre, e data la necessità di abbassare i tassi d’interesse ai fini della convergenza, in ottobre ha avuto inizio un allentamento della politica monetaria. L’espansione economica è stata molto vigorosa anche in Finlandia e nei Paesi Bassi, tanto da rendere positivo l’output gap stimato. In Finlandia le pressioni inflazionistiche, gradualmente accumulate nel 1997 e agli inizi del 1998, hanno cominciato a ridursi durante la primavera in seguito al rallentamento dei prezzi all’importazione, e a fine anno l’inflazione era scesa al di sotto dell’1%. Essa è calata anche nei Paesi Bassi, risultando pari al 2% nella media dell’anno.

Finlandia e
Paesi Bassi

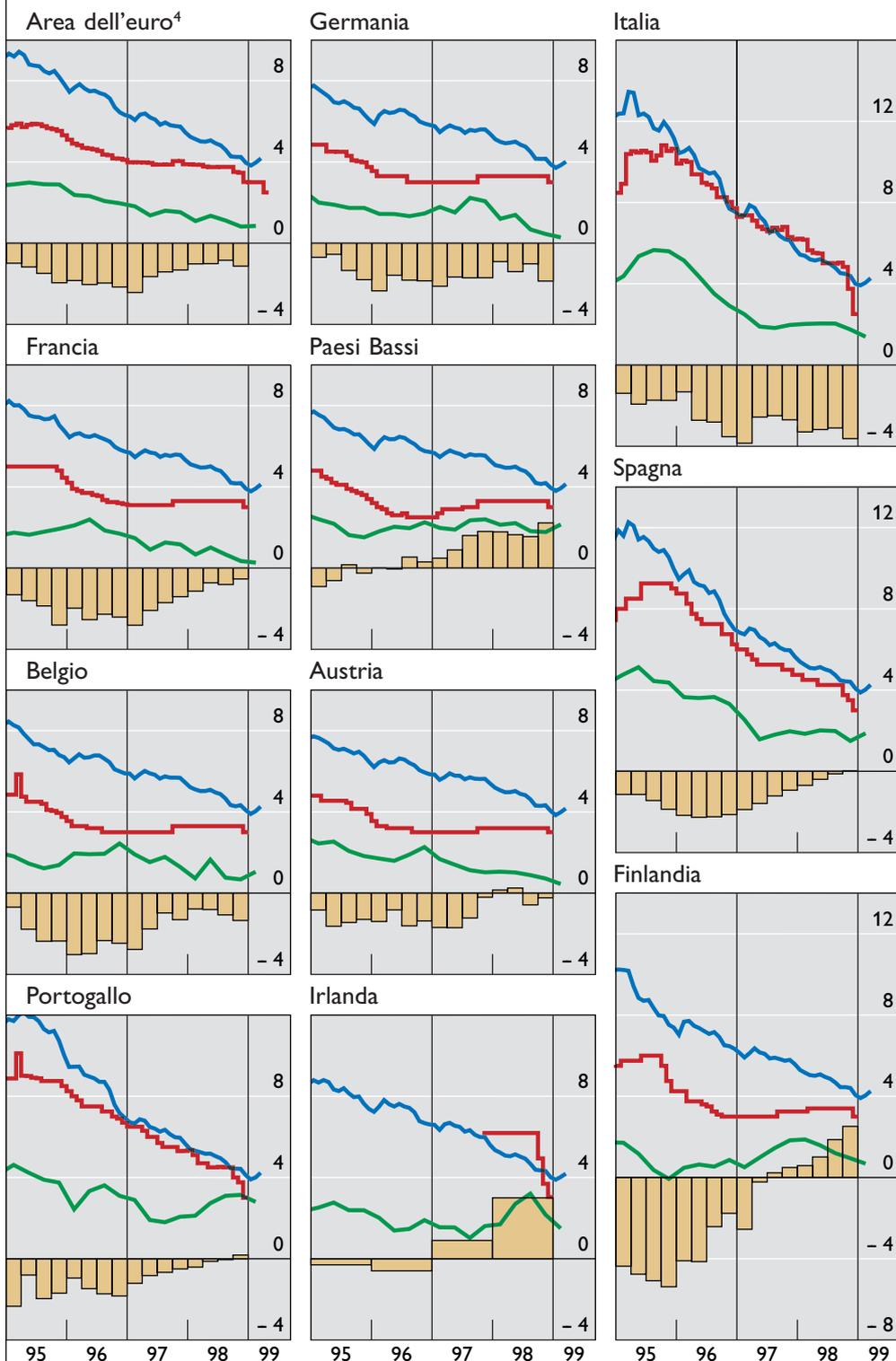
Portogallo

L’output gap è stato colmato anche in Portogallo, dove l’indice dei prezzi ha subito un’accelerazione dal 2,3% negli ultimi mesi del 1997 al 3,2% a fine 1998.

Output gap, inflazione e tassi d'interesse nell'area dell'euro

in percentuale

■ output gap — inflazione¹ — tasso ufficiale² — rendimenti³



¹Variazione su quattro trimestri dei prezzi al consumo. Per l'area dell'euro, definizione armonizzata a partire dal 1996; per i singoli paesi, definizioni nazionali. ²Belgio, tasso centrale; Paesi Bassi, tasso sulle anticipazioni straordinarie; Portogallo, tasso d'intervento; altri paesi, tasso di aggiudicazione. ³Obbligazioni di Stato rappresentative (solitamente a 10 anni). ⁴Escluso il Lussemburgo.

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

Grafico IV.3

Il costante vigore della crescita e le connesse spinte sui prezzi sono attribuibili in parte alla convergenza dei tassi d'interesse. Poiché i tassi ufficiali sono stati ridotti dal 6 al 3% tra metà 1997 e fine 1998 e l'inflazione si è accelerata durante lo stesso periodo, i tassi reali hanno subito un calo di oltre 4 punti percentuali. Un'evoluzione analoga, anche se meno pronunciata, è osservabile in Spagna, dove i tassi ufficiali sono stati ridotti dal 5,25 al 3% tra metà 1997 e fine 1998, mentre l'inflazione è calata solo di poco e nello stesso periodo i tassi a breve sono scesi di circa il 2,5% in termini reali.

Spagna

Le tre economie maggiori: Francia, Germania e Italia

Fra le tre economie maggiori, è la Francia ad aver registrato le condizioni economiche di gran lunga più dinamiche. Con una crescita del 3,2% nella media del 1998, l'output gap si è ridotto considerevolmente. Ciò nonostante, l'inflazione è scesa allo 0,3% su base annua. Per contro, in Germania e in Italia la situazione economica è rimasta mediamente debole ed è peggiorata in corso d'anno. Dopo aver registrato un forte aumento nel primo trimestre in Germania, Austria e Belgio, la crescita del PIL è successivamente rallentata, situandosi in media annua intorno al 3%. Essa è rimasta debole in Italia, dove ha raggiunto solo l'1,4%. Poiché in questi paesi il consistente output gap è rimasto per lo più invariato, le pressioni inflazionistiche si sono in genere attenuate, con tassi varianti dallo 0,4% in Germania allo 0,7% in Austria. In Italia l'inflazione è scesa all'1,7%.

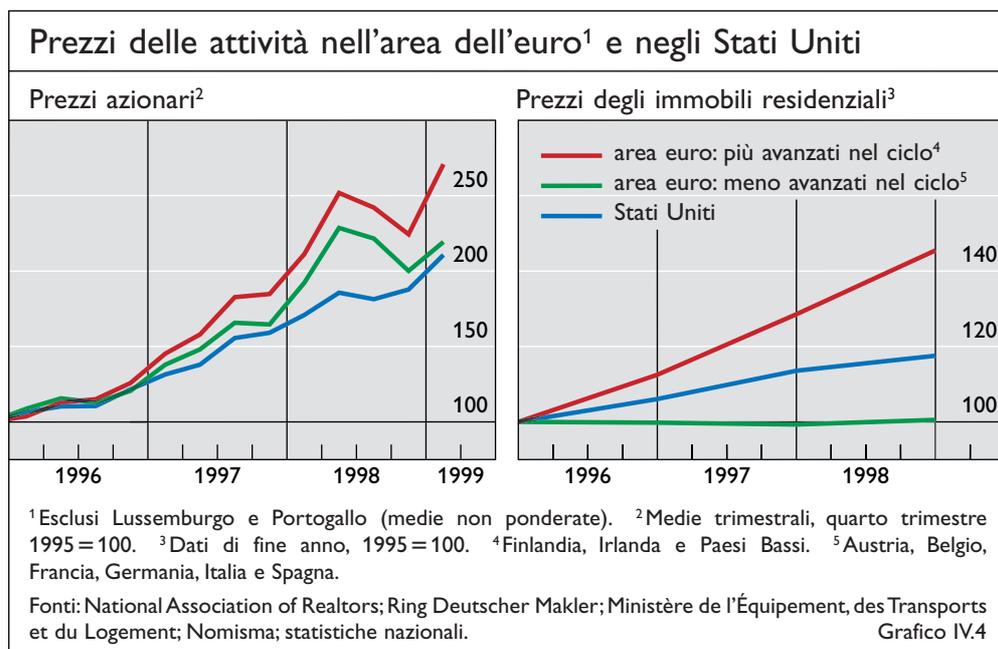
Alla luce di questi andamenti, e data la credibilità attribuita dai mercati finanziari alla strategia di politica monetaria della BCE, è stato possibile realizzare una convergenza al 3% dei tassi d'interesse nell'area dell'euro dopo una riduzione coordinata nel dicembre 1998. Nell'aprile 1999 la BCE ha ridotto ulteriormente al 2,5% il tasso ufficiale in un contesto di deboli pressioni inflazionistiche.

Riduzione maggiore dei tassi nei paesi con inflazione relativamente alta

Poiché la politica monetaria è stata orientata in funzione degli sviluppi economici complessivi nell'area dell'euro, il processo di convergenza ha determinato una situazione in cui i tassi sono calati maggiormente in Irlanda, Italia, Spagna e Portogallo, paesi con un'inflazione ancora relativamente alta. Tuttavia, l'importanza delle differenze regionali nella dinamica dell'inflazione, osservate nell'area dell'euro, non andrebbe sopravvalutata. Mentre tali differenze possono minacciare la sostenibilità dell'impegno di cambio in un sistema di tassi fissi ma aggiustabili, esse non hanno implicazioni di uguale portata in un regime a moneta unica. Inoltre, l'incidenza di questi differenziali inflazionistici regionali diminuisce ulteriormente nella misura in cui essi rispecchiano una diversa dinamica della domanda e quindi dei prezzi dei beni non esposti alla concorrenza internazionale. D'altra parte, non essendo più possibili variazioni dei tassi di cambio nominali, l'aggiustamento a precedenti movimenti dei prezzi relativi è traslato integralmente ai mercati del lavoro e dei beni. Tanto più importante diventa quindi l'esigenza di promuovere la flessibilità dei salari e dei prezzi interni in risposta a un calo della competitività all'interno dell'area dell'euro.

Divergente andamento dei prezzi delle attività

Un altro problema potrebbe sorgere dall'andamento differenziato dei prezzi delle attività. Come mostra il grafico IV.4, in genere questi ultimi sono aumentati maggiormente in Finlandia, Irlanda e Paesi Bassi, dove la congiuntura era sostenuta, rispetto ai restanti paesi dell'area dell'euro. Mentre vi è ampio consenso fra le banche centrali sul fatto che la politica monetaria non debba essere modulata direttamente in funzione dell'andamento dei prezzi delle



attività, la possibilità di movimenti divergenti di tali prezzi fa ritenere che una politica monetaria comune possa anche condurre a cicli regionali dei prezzi degli immobili, analoghi a quelli osservati negli Stati Uniti e in Canada.

Strategia di politica monetaria della BCE

Come osservato nella Relazione annuale dello scorso anno, i tassi d'interesse nei paesi dell'area dell'euro, misurati da una media ponderata dei tassi a tre mesi, hanno mostrato in passato una stretta correlazione con medie ponderate analogamente dell'output gap e dell'inflazione. In particolare, i tassi a breve paiono essersi mossi così come ipotizzato dalla cosiddetta "regola Taylor", ossia sono aumentati di 1,5 punti percentuali per un punto di variazione dell'inflazione misurata e di 0,5 punti percentuali per un punto di aumento del prodotto al disopra del potenziale. Il grafico IV.5 evidenzia come questa correlazione empirica sia rimasta stretta anche lo scorso anno, e ciò implica che l'allentamento della politica monetaria nel periodo sotto rassegna trova una spiegazione valida nelle variazioni dell'output gap e dell'inflazione nell'area dell'euro.

Nonostante l'analogia evoluzione nel tempo dei tassi UEM medi e di quelli impliciti nella regola Taylor, la BCE non si basa su questo nesso per la conduzione della politica monetaria. In effetti, varie considerazioni fanno ritenere che una simile scelta sarebbe azzardata. Anzitutto, esistono notevoli incertezze circa il "livello di equilibrio" dei tassi d'interesse reali. Per giunta, tale livello potrebbe variare nel tempo in risposta a una serie di fattori, fra cui un cambiamento nel contesto operativo della politica monetaria. Ad esempio, nella misura in cui la più bassa inflazione si è accompagnata a minori premi di rischio è possibile che i tassi reali di equilibrio siano calati negli ultimi tempi. L'impostare la politica sulla base di passate correlazioni tra tassi d'interesse, inflazione e output gap rischia quindi di creare condizioni monetarie inappropriate. In secondo luogo, la UEM comporterà verosimilmente cambiamenti strutturali per effetto dei quali le passate correlazioni tra output gap e inflazione potrebbero non essere più

Anche se i tassi si muovono secondo quanto indicato dalla regola Taylor ...

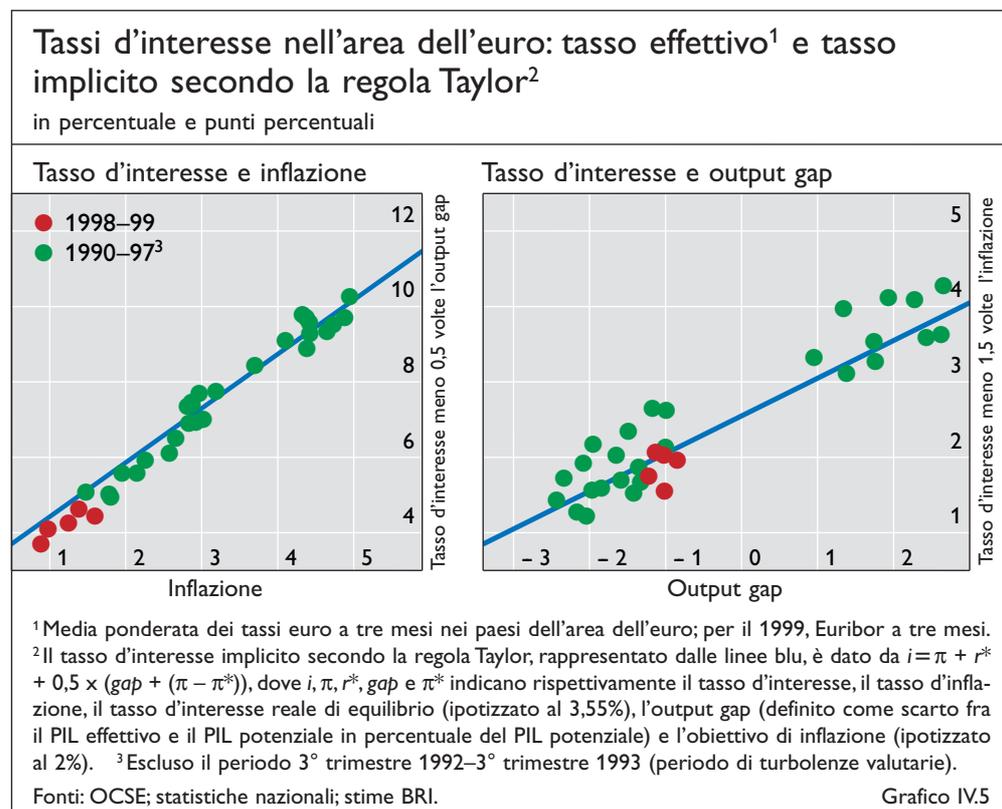
affidabili. In un regime a moneta unica, i salari potrebbero diventare più sensibili alle condizioni concorrenziali nell'area dell'euro e meno all'output gap. Se diminuiscono le pressioni inflazionistiche indotte da un dato livello di output gap, sarebbe opportuno che la BCE reagisse a tale fattore meno di quanto suggerirebbero le passate correlazioni tra tassi d'interessi e output gap. In terzo luogo, benché i livelli correnti di inflazione e di output gap contengano informazioni circa le pressioni inflazionistiche a breve termine, una gamma di altri fattori – tra cui le condizioni economiche esterne, i cambiamenti nella politica fiscale e le variazioni nei prezzi delle importazioni – svolge un ruolo determinante nel processo inflazionistico. Poiché regole meccanicistiche di politica monetaria non sono in grado di cogliere appieno la complessità di questo processo, esse non possono sostituirsi a un apprezzamento discrezionale delle autorità.

... l'apprezzamento discrezionale delle autorità resta insostituibile

Annuncio di uno schema operativo basato sull'obiettivo primario della stabilità dei prezzi ...

Nell'autunno 1998 la BCE ha annunciato il quadro operativo che avrebbe adottato per la conduzione della politica monetaria nel nuovo e ancora mutevole contesto creato dall'introduzione dell'euro. Al centro si colloca l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi. La definizione esplicita di ciò che si intende per stabilità dei prezzi è utile in quanto fornisce al pubblico un chiaro criterio di giudizio della politica monetaria. Ciò rafforza al tempo stesso la trasparenza della politica e rende più facile responsabilizzare la BCE per ogni scostamento della dinamica dei prezzi da questo obiettivo.

L'obiettivo è stato quantificato come variazione sull'anno precedente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro nella misura dello 0–2% nel medio periodo. La scelta di questo indice è degna di nota per vari aspetti. Essa implica che la BCE ha adottato la prassi di molte banche centrali di basarsi sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) come metro di misura



dell'inflazione, disponibile a brevi intervalli di tempo, ben compreso dal pubblico e non modificato nel tempo. L'impiego di una misura dell'inflazione a livello dell'intera area UEM evidenzia altresì che la BCE baserà la conduzione della politica sugli sviluppi nell'area dell'euro anziché nelle singole economie nazionali. Nel porre l'accento sull'orizzonte a medio termine, la BCE riconosce che la propria capacità di controllare movimenti dell'inflazione dovuti a fattori transitori – come shock dei prezzi delle materie prime e modifiche fiscali – è quantomeno limitata. Da ultimo, questa definizione implica che periodi protratti di flessione nel livello dello IAPC non sarebbero considerati coerenti con la stabilità dei prezzi.

Nel perseguire la stabilità dei prezzi la BCE intende basarsi su una strategia costituita da due elementi. Il primo è un valore di riferimento per la crescita di M3, fissata al 4,5% per il 1999. Questa scelta rispecchia il fatto che l'espansione monetaria è una determinante strutturale dell'inflazione nel lungo periodo. La BCE ha chiarito che questo valore di riferimento non va interpretato come un obiettivo, in quanto ciò implicherebbe che la crescita monetaria sia controllabile a breve termine, e ciò appare poco probabile. Di conseguenza, gli scostamenti della crescita monetaria dal valore di riferimento non comporteranno necessariamente l'impiego automatico dello strumentario della BCE. Piuttosto, essi promuoveranno un'analisi più approfondita della loro origine per stabilire se rappresentano un'effettiva minaccia alla stabilità dei prezzi.

La funzione di indicatore attribuito alla crescita dell'offerta di moneta in senso ampio presuppone che gli squilibri monetari influenzino la dinamica futura dell'inflazione. Secondo un procedimento di stima, tale assunto risulta corretto. Il riquadro sinistro del grafico IV.6 riporta estrapolazioni dinamiche del livello dei prezzi nell'area dell'euro, basate su un modello previsivo semplice. Il modello enfatizza le origini monetarie dell'inflazione, ma ignora variabili, quali i prezzi dell'energia e delle importazioni, che nel breve periodo svolgono spesso un ruolo importante nel determinare il livello dei prezzi. Nonostante la sua semplicità, esso pronostica relativamente bene il livello dei prezzi nell'area dell'euro. Il riquadro di destra mostra come, secondo il modello, l'inflazione reagisca a un aumento duraturo dell'1% del tasso di crescita di M3 nell'area dell'euro. I profili dinamici evidenziano altresì che mentre la crescita monetaria ha un modesto impatto sull'inflazione a breve termine, la correlazione diventa importante nel medio periodo. Da queste risultanze non si può ovviamente dedurre che il targeting monetario sia desiderabile o addirittura applicabile, specie in quanto la stabilità della correlazione stimata non è garantita. D'altra parte, esse non escludono la possibilità che altri modelli previsivi, in cui non sia considerata la crescita monetaria, possano pronosticare l'inflazione futura persino meglio. Nondimeno, tali risultanze forniscono un supporto empirico all'approccio basato sull'impiego del tasso di crescita di M3 nell'area dell'euro come variabile informativa per l'inflazione nei successivi due-tre anni.

Il secondo elemento della strategia di politica monetaria è una valutazione delle prospettive inflazionistiche basata su una vasta gamma di indicatori economici. Fra questi figurano le previsioni inflazionistiche della stessa BCE, di organismi internazionali, autorità nazionali e operatori di mercato. Tuttavia, contrariamente ad alcune ma certamente non a tutte le banche centrali che impiegano obiettivi espliciti di inflazione, la BCE non intende pubblicare le

... su un valore di riferimento per la crescita di M3 ...

... e su una valutazione delle prospettive inflazionistiche basata su più indicatori

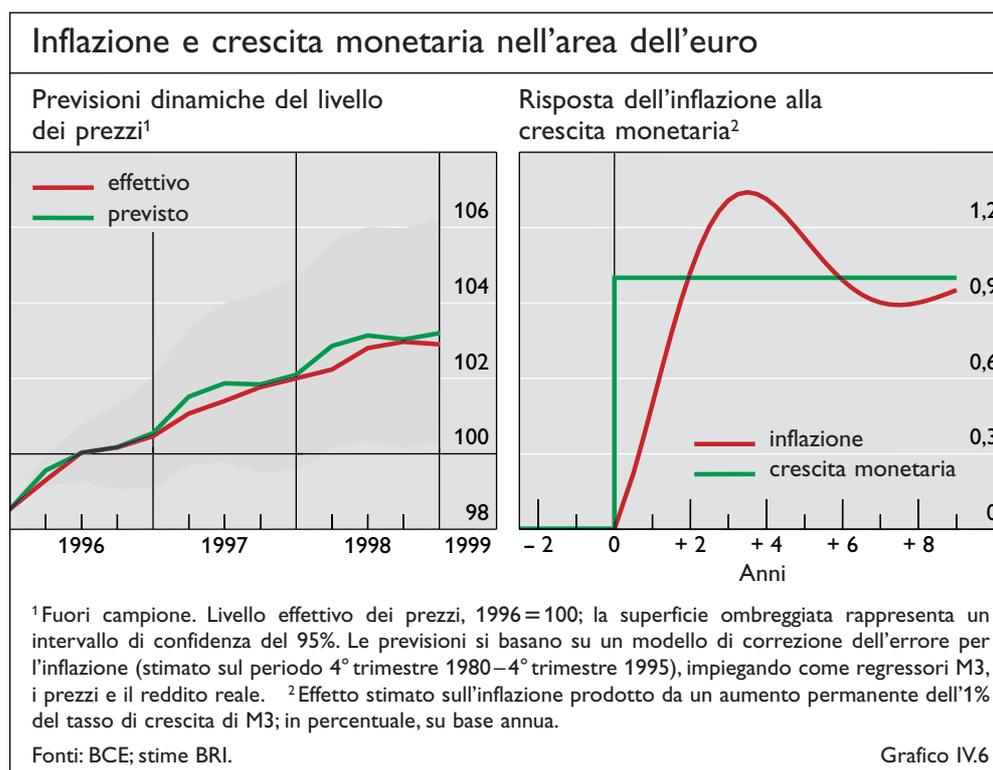


Grafico IV.6

proprie previsioni inflazionistiche. Una tale pubblicazione non viene considerata utile ai fini della trasparenza e della chiarezza della strategia di politica monetaria, date le incertezze insite nel processo previsionale.

L'adozione di un valore di riferimento per la crescita di M3 insieme a una valutazione delle prospettive inflazionistiche fa ritenere che in pratica la conduzione della politica monetaria della BCE sarà per lo più improntata allo stesso pragmatismo seguito dalla Deutsche Bundesbank. Storicamente, la banca centrale tedesca, in considerazione dell'obiettivo finale della stabilità dei prezzi, ha reagito decisamente ai movimenti del tasso d'inflazione e ha relativizzato l'importanza degli scostamenti della crescita monetaria dal valore di obiettivo quando le relazioni monetarie erano perturbate da fattori transitori che non segnalavano grandi rischi per la stabilità dei prezzi. Va inoltre notato come molte banche centrali con obiettivi espliciti di inflazione prestino considerevole attenzione anche agli aggregati monetari in quanto indicatori delle condizioni cicliche. Pertanto, la strategia di politica monetaria annunciata dalla BCE non è dissimile per certi aspetti da un regime di targeting dell'inflazione, anche se non è prevista la pubblicazione di previsioni inflazionistiche e la crescita di M3 funge da principale variabile informativa.

Paesi con obiettivi di inflazione espliciti

Anche nei paesi che impiegano obiettivi di inflazione espliciti hanno influito sulla politica monetaria il rallentamento dell'economica mondiale, il calo dei prezzi delle materie prime e dei prodotti energetici e l'accresciuta volatilità dei mercati finanziari globali. Nell'insieme le condizioni monetarie sono state allentate durante il periodo in esame. Con un'inflazione misurata e di base prossima al limite inferiore delle fasce obiettivo, le autorità hanno ritenuto importante dimostrare il loro impegno a reagire con altrettanta fermezza sia a un'inflazione

Influsso esercitato dal rallentamento mondiale, dal calo dei prezzi dell'energia e delle materie prime e dalla volatilità di mercato

inferiore sia ad una superiore all'obiettivo. Un siffatto approccio simmetrico contribuisce a promuovere e a mantenere il sostegno del pubblico alla politica monetaria, sul quale in definitiva si fonda l'autonomia della banca centrale.

Nel Regno Unito, dove la politica monetaria era stata inasprita più volte in passato in considerazione della sostenuta crescita economica e dei timori di una recrudescenza dell'inflazione, nell'ottobre 1998 ha preso avvio un processo di allentamento delle condizioni monetarie. I tassi d'interesse sono stati ridotti dal 7,5 al 7,25% alla luce delle deteriorate prospettive di crescita del prodotto mondiale e delle esportazioni britanniche, del netto cambiamento nella valutazione del rischio sui mercati finanziari e dell'indebolimento della fiducia delle imprese e dei consumatori. Man mano che i dati confermavano un rallentamento economico più pronunciato del previsto, i tassi sono stati ulteriormente abbassati, di 2 punti percentuali, al 5,25% nell'aprile 1999.

Regno Unito

In Canada l'inflazione si è avvicinata lo scorso anno al valore inferiore della relativa fascia di controllo. Sebbene il deprezzamento del dollaro canadese abbia comportato un netto aumento dei prezzi all'importazione di molti beni di consumo non energetici e dei servizi, questi effetti sono stati attenuati dall'eccesso di offerta nell'economia interna e dalla perdurante flessione dei prezzi dell'energia e di altre materie prime. Data l'incidenza dei prodotti primari nell'economia canadese, il loro calo di prezzo nel corso dell'anno ha esercitato pressioni al ribasso sulla moneta. Tali pressioni si sono accentuate considerevolmente in seguito alla crisi russa in agosto, quando le perturbazioni sui mercati finanziari internazionali si sono propagate anche all'economia canadese. Di fronte al repentino aumento dei premi di rischio sui mercati obbligazionari e al deprezzamento della moneta, il bank rate è stato innalzato di un punto al 6% verso la fine di agosto, nonostante la tendenza al rallentamento dell'economia a seguito degli sviluppi in Asia. Questo provvedimento è riuscito a stabilizzare i mercati, e in seguito i tassi sono stati più volte ridotti di 0,25 punti parallelamente a ciascuno dei tagli operati negli Stati Uniti in settembre, ottobre e novembre, nonché nel marzo 1999. Sebbene i tassi d'interesse siano mediamente saliti lo scorso anno, nel complesso le condizioni monetarie sono divenute alquanto più distese per effetto del deprezzamento del dollaro canadese.

Canada

In Australia, dove la politica monetaria è finalizzata al conseguimento di un tasso medio di aumento dei prezzi del 2-3% nell'arco del ciclo, l'inflazione si è accelerata, pur restando al disotto del 2%. Sebbene il deprezzamento del dollaro australiano abbia comportato un aumento dei prezzi all'ingrosso delle importazioni, l'IPC è salito meno di quanto ci si potesse attendere sulla base delle relazioni storiche. Alla luce delle favorevoli prospettive inflazionistiche e della previsione che il peggioramento delle condizioni economiche globali e la crisi asiatica avrebbero raffreddato la robusta congiuntura australiana, i tassi d'interesse sono stati ridotti al 4,75% in dicembre, con un taglio di 0,25 punti, al fine di sostenere l'attività produttiva.

Australia

In Nuova Zelanda l'allentamento delle condizioni monetarie complessive, in termini di media dei tassi d'interesse e di cambio, iniziato verso la fine del 1996 è proseguito lo scorso anno, dato il favorevole quadro inflazionistico dovuto in gran parte all'ampio eccesso di capacità ereditato dalla precedente fase di decelerazione. Il fatto insolito è che l'allentamento è avvenuto soprattutto attraverso

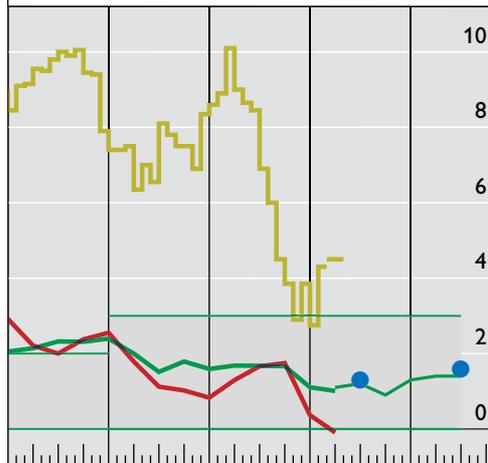
Nuova Zelanda

Inflazione e tassi ufficiali nei paesi con obiettivi di inflazione espliciti

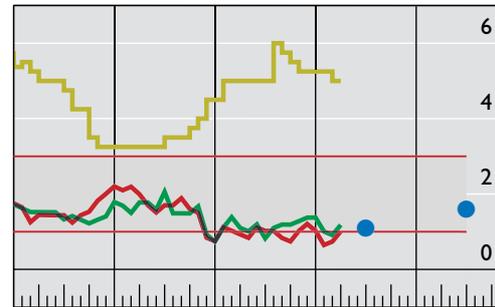
in percentuale

- IPC generale
- IPC di base
- previsioni della banca centrale
- previsioni di mercato
- tasso ufficiale
- obiettivo di inflazione

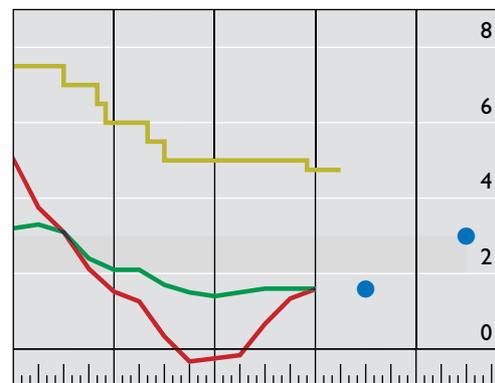
Nuova Zelanda



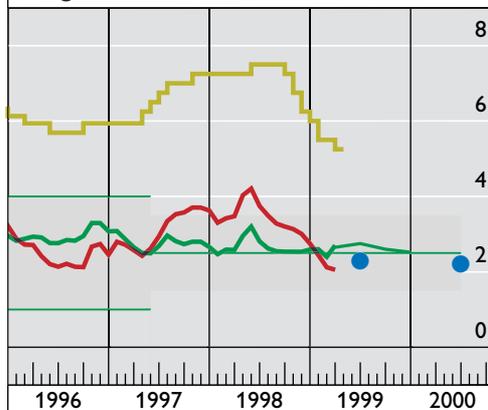
Canada



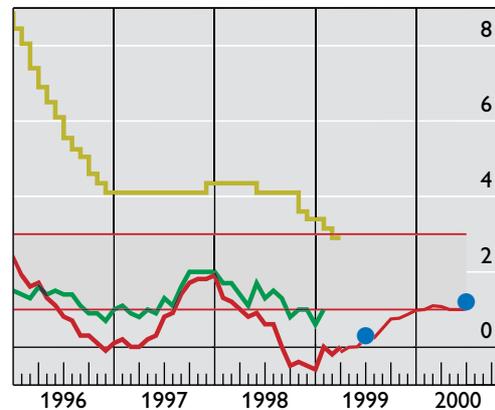
Australia



Regno Unito



Svezia



Nota: i tassi d'inflazione sono misurati dalla variazione percentuale annua dell'indice dei prezzi al consumo (IPC). Per la Nuova Zelanda, l'IPC di base esclude i servizi creditizi mentre il tasso ufficiale è l'official cash rate (prima del marzo 1999, tasso call money); per una definizione dell'inflazione di base e dei tassi ufficiali degli altri paesi, si veda la 68ª Relazione annuale, grafico IV.7 e tabella IV.1. Le previsioni di mercato si riferiscono al tasso annuo d'inflazione dell'IPC generale (per Nuova Zelanda e Regno Unito, IPC di base); sondaggi del marzo 1999.

Fonti: © Consensus Economics, Londra; statistiche nazionali.

Grafico IV.7

tagli dei tassi d'interesse più che per effetto del deprezzamento del cambio. In seguito alle recenti turbolenze sui mercati finanziari internazionali e alla connessa maggiore avversione al rischio, gli investitori hanno avuto la tendenza a liquidare posizioni corte in diverse valute. Ciò ha fornito un sostegno al dollaro neozelandese, in aggiunta alla percezione del mercato che il ciclo di allentamento monetario si fosse concluso.

La politica monetaria è stata allentata anche in Svezia, dove l'attività economica si è indebolita e l'indice generale dei prezzi è sceso al disotto dello zero per effetto dei decrescenti tassi ipotecari. Poiché le previsioni inflazionistiche indicavano un valore inferiore all'intervallo di tolleranza dell'1–3% sull'arco di uno–due anni adottato dalla Sveriges Riksbank, il tasso pronti contro termine è stato abbassato a più riprese dal 4,35% del giugno 1998 al 2,9% nel marzo 1999. Dato che anche il cambio si è deprezzato nel secondo semestre dello scorso anno, le condizioni monetarie si sono ulteriormente allentate.

Svezia

Tassi di cambio e politica monetaria

L'esperienza recente dei paesi con obiettivi di inflazione espliciti mostra come il tasso di cambio svolga un ruolo chiave nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Dato il legame tra il tasso di cambio e i prezzi interni, la manovra dei tassi ufficiali agisce sull'inflazione in modo tanto più rapido e penetrante quanto maggiore è il grado di apertura dell'economia. Questa azione si esplica attraverso due canali, uno diretto per il tramite del costo dei beni importati compresi nell'IPC, e uno indiretto attraverso l'effetto delle variazioni del cambio reale sulla domanda aggregata. Ciò solleva importanti questioni di politica monetaria. Poiché il canale diretto agisce in modo relativamente rapido, le banche centrali nelle economie più aperte potrebbero adottare in teoria una fascia obiettivo più ristretta e un orizzonte temporale più breve. Tuttavia, il tentativo di neutralizzare perturbazioni endogene nel livello dei prezzi agendo sul cambio potrebbe comportare pronunciate oscillazioni del tasso nominale e reale, con effetti potenzialmente rilevanti sull'attività economica. Oltre a ciò vi è il pericolo di creare una certa instabilità nella variabile strumentale. Per limitare questi rischi, le banche centrali che perseguono un obiettivo di inflazione hanno generalmente adottato un approccio gradualista, compensando solo con il tempo gli scostamenti dell'inflazione dal livello desiderato. In alcuni casi, l'esperienza accumulata con gli effetti delle variazioni di cambio ha indotto ad allungare l'orizzonte temporale. La Reserve Bank della Nuova Zelanda opera ora su un arco temporale di 18–24 mesi, anziché 6–18 mesi come all'epoca in cui il targeting dell'inflazione è stato introdotto. Un certo attendismo è altresì appropriato quando vi è incertezza circa il grado di efficacia del canale di trasmissione o lo stato dell'economia. Inoltre, un simile approccio consente di evitare frequenti cambiamenti di rotta nella politica monetaria. E ciò appare desiderabile, in quanto è generalmente difficile spiegare al pubblico che una modifica nell'indirizzo della politica dovrebbe essere interpretata come una risposta a nuove informazioni piuttosto che come un riconoscimento di passati errori.

Il tasso di cambio svolge un ruolo importante nel processo di trasmissione ...

... e agisce sull'inflazione attraverso due canali

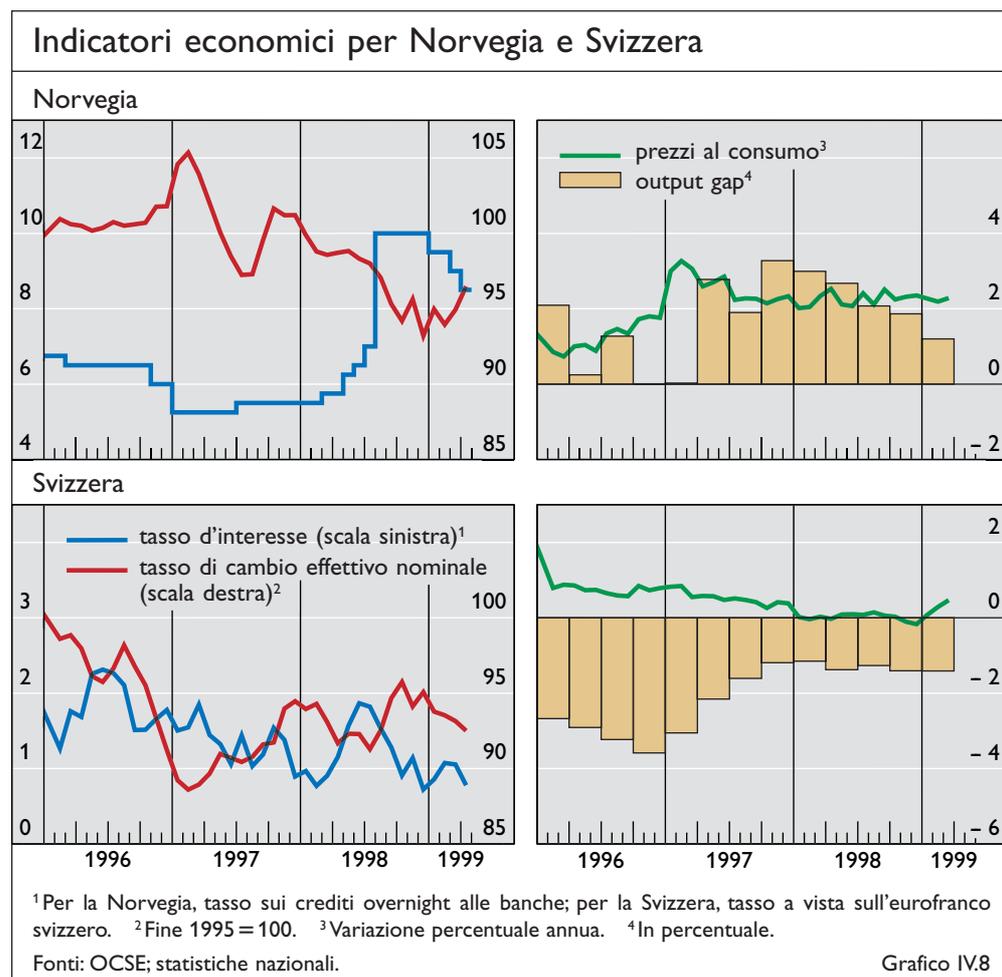
Problemi nel neutralizzare le perturbazioni sui prezzi interni attraverso il cambio

L'esistenza di un canale del cambio nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria è importante anche al fine di giudicare e definire l'orientamento globale, in quanto sia il cambio sia i tassi d'interesse influenzano la domanda aggregata, l'output gap e le pressioni inflazionistiche. Alcune banche centrali impiegano addirittura un indice delle condizioni monetarie (ICM), definito come media ponderata di un tasso d'interesse a breve e di un tasso di cambio, sia come strumento operativo che come misura delle variazioni nell'indirizzo monetario. In un approccio siffatto, è più probabile che i movimenti del

Impiego dell'ICM

cambio vengano neutralizzati da movimenti compensativi dei tassi a breve al fine di mantenere l'ICM al livello desiderato.

Tuttavia, è ampiamente riconosciuto dalle banche centrali che la politica monetaria non dovrebbe reagire automaticamente a movimenti del cambio. La risposta appropriata dipende piuttosto dalle cause della variazione del cambio: se essa è dovuta a cambiamenti nell'economia reale la politica monetaria non dovrebbe reagire, mentre dovrebbe rispondere se dipende da perturbazioni inflazionistiche. Uno svantaggio insito nell'impiego esplicito di un ICM è che esso potrebbe indurre gli operatori a credere che la politica monetaria reagisca automaticamente ai movimenti del cambio. Il fatto che l'attesa risposta della politica non arrivi potrebbe creare nel mercato l'impressione che la banca centrale non abbia più il controllo degli eventi. Forti movimenti verso il basso dei tassi di cambio possono pertanto alimentare aspettative estrapolative. In tali circostanze, la politica monetaria deve puntare anzitutto sul mantenimento della calma nei mercati valutari. Una situazione simile si è creata in Canada dopo la moratoria russa, allorché la moneta è stata oggetto di forti pressioni e la Banca del Canada ha dovuto innalzare bruscamente i tassi d'interesse per ripristinare la fiducia. Poiché gli operatori tendono talvolta a interpretare erroneamente i movimenti dell'ICM, sia la Banca del Canada che la Reserve Bank della Nuova Zelanda hanno annunciato di recente che consentiranno a questo indice di oscillare entro una fascia ampia senza che ciò determini una reazione di politica monetaria.

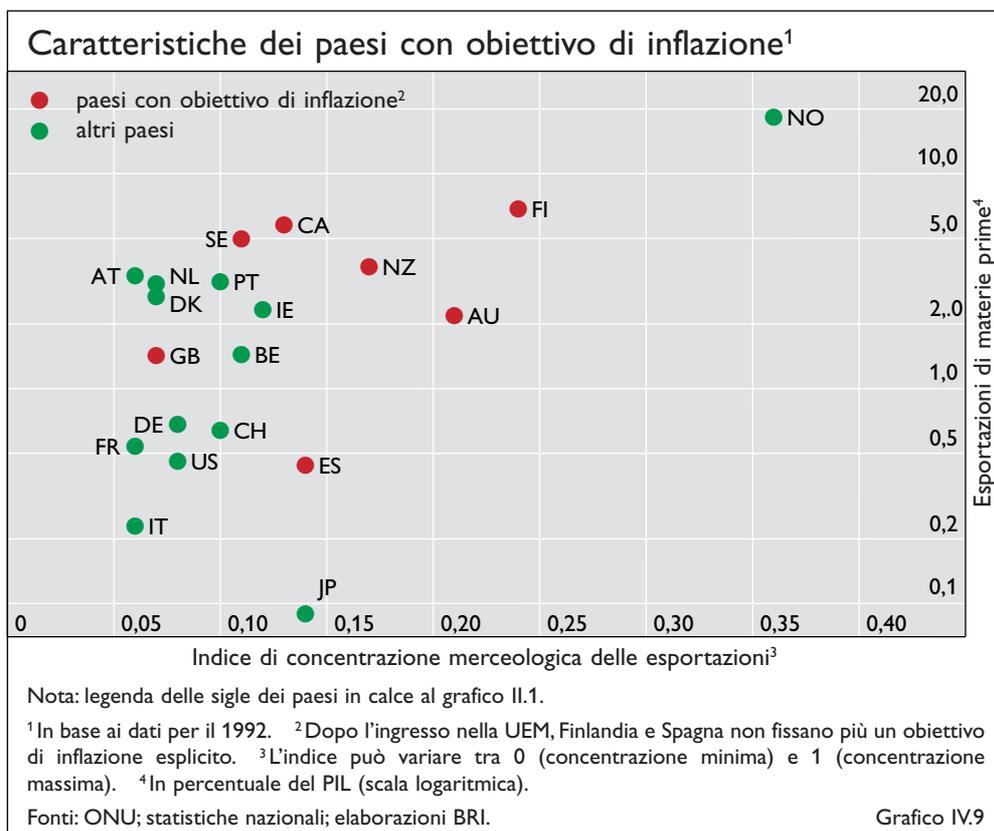


Anche in Svizzera le considerazioni di cambio hanno influenzato la conduzione della politica monetaria nel periodo in esame. Fin dal crollo del sistema di cambi fissi agli inizi degli anni settanta, riallocazioni di portafoglio di origine esterna hanno ripetutamente provocato episodi di apprezzamento del franco svizzero, che a loro volta hanno contribuito a rallentare l'economia del paese. La turbolenza sui mercati finanziari internazionali nell'autunno scorso ha dato luogo a un nuovo episodio di questo genere. Con un'inflazione praticamente nulla e un cospicuo output gap, si è ritenuto indispensabile contrastare un apprezzamento del cambio per prevenire pressioni al ribasso sui prezzi in un contesto di crescita inadeguata. La Banca nazionale svizzera ha reagito con un abbondante apporto di liquidità e ha spinto il tasso overnight al disotto dell'1%, mantenendo quindi l'orientamento monetario espansivo adottato negli ultimi anni.

Mentre la recente introduzione dell'euro non ha avuto effetti immediati sul valore esterno del franco svizzero, eventuali movimenti di più lungo periodo del suo cambio reale rispetto all'euro potrebbero avere importanti ripercussioni per l'economia svizzera, dati gli stretti legami commerciali con l'area dell'euro. La Banca nazionale svizzera ha pertanto segnalato che tali oscillazioni, a seconda delle loro cause e dimensioni, potrebbero far scattare interventi compensativi di politica monetaria. Un ancoraggio permanente del tasso di cambio non viene invece considerato un'opzione. Poiché i mercati finanziari paiono attendersi un apprezzamento tendenziale del franco svizzero, la fissazione del tasso di cambio condurrebbe a un aumento del livello generale dei tassi d'interesse in Svizzera, che potrebbe danneggiare in particolare i settori più sensibili a questa variabile finanziaria.

Anche in Norvegia i movimenti del cambio hanno svolto lo scorso anno un ruolo importante nella determinazione dei tassi d'interesse. La politica

Importanza del tasso di cambio per la Svizzera



Tasso di cambio e
tassi d'interesse in
Norvegia

monetaria è stata finalizzata al mantenimento del rapporto di cambio con l'ecu/euro entro una banda implicita, pur senza pretesa di volerla difendere in ogni caso. Secondo le istruzioni trasmesse dal governo alla banca centrale norvegese, nell'eventualità di un pronunciato movimento del cambio la politica monetaria dovrebbe essere impiegata per ricondurlo in modo graduale entro la banda. Quando nell'agosto 1998 la corona norvegese, così come le valute di altri paesi con esportazioni ad alto contenuto di materie prime, ha subito forti pressioni al ribasso, i tassi d'interesse sono stati complessivamente innalzati di 3 punti. Nell'insieme del 1998 i tassi sono saliti di 4,5 punti per contenere il deprezzamento della corona. Anche se questo caso specifico di inasprimento può essere stato opportuno per prevenire un surriscaldamento dell'economia, esso evidenzia altresì le difficoltà che comporta un obiettivo di cambio in paesi esposti a forti variazioni delle ragioni di scambio. Come mostra il grafico IV.9, i paesi le cui esportazioni hanno un alto contenuto di materie prime e si concentrano su una ristretta gamma di prodotti hanno generalmente optato per un obiettivo di inflazione esplicito. Una simile strategia richiede che la banca centrale reagisca a variazioni del cambio solo nella misura in cui queste influiscono sulla futura dinamica dell'inflazione.

Politica monetaria in condizioni di stabilità dei prezzi

Il conseguimento della stabilità dei prezzi e la possibilità che la politica monetaria si trovi talvolta a operare in un contesto di prezzi addirittura decrescenti sollevano per le banche centrali una serie di problematiche. Ad esempio, un quesito che si pone è se un obiettivo esplicito per la stabilità dei prezzi sia utile a evitare che una loro diminuzione generi aspettative estrapolative di future flessioni e, in caso affermativo, quali siano i vantaggi relativi di un obiettivo basato sul livello dei prezzi e di un obiettivo di inflazione. Parimenti importante è la questione se l'efficacia della politica monetaria diminuisca in periodi di prezzi calanti (si veda il Capitolo II per un'analisi delle implicazioni di politica monetaria derivanti dall'accresciuta rigidità dei prezzi nominali associata al calo dell'inflazione negli ultimi anni).

In una situazione di raggiunta stabilità dei prezzi la principale preoccupazione è che un loro calo possa autoalimentarsi innescando una spirale deflazionistica. Nell'attuale congiuntura un simile rischio non sembra grande. Anzitutto, solo in Australia, Giappone, Svezia e Svizzera i prezzi al consumo sono scesi di recente e anche in questi casi generalmente solo per uno o due trimestri. Inoltre, le misure dell'inflazione di base non hanno di norma fornito valori negativi. In secondo luogo, i bassi tassi d'inflazione sono in gran parte dovuti alla caduta dei prezzi delle materie prime e del petrolio, che ha determinato un ribasso dei prezzi all'importazione. Poiché questa caduta ha rispecchiato in parte gli effetti del rallentamento economico globale sulla domanda di materie prime, essa potrebbe risultare transitoria. In effetti, la ripresa dei prezzi delle materie prime fin dagli inizi del 1999 potrebbe indicare che la tendenza si sta invertendo. In terzo luogo, negli ultimi anni le banche centrali hanno attribuito crescente peso al mantenimento dell'inflazione in prossimità di un obiettivo esplicito o implicito e hanno sottolineato l'importanza di una risposta simmetrica ai movimenti

Il rischio di una
spirale deflazio-
nistica ...

dell'inflazione al disopra e al disotto di tale obiettivo. Le fasi di forte regresso dei prezzi nel ventesimo secolo sono direttamente ricollegabili a iniziative di politica monetaria. Il ripristino in molti paesi del gold standard ai tassi d'anteguerra negli anni venti e una politica monetaria inadeguata durante la Grande Depressione sono esempi dai quali le banche centrali hanno presumibilmente tratto importanti insegnamenti. Il maggior peso che le banche centrali in tutto il mondo annettono oggi al mantenimento dell'inflazione a un livello basso ma positivo dovrebbe ridurre la probabilità che si verifichino episodi di deflazione.

... è ridotto dall'ac-
cresciuto peso
della stabilità dei
prezzi nell'imposta-
zione della politica
monetaria

Antecedenti storici

Nell'analizzare le conseguenze di una fase di prezzi decrescenti e le implicazioni per la politica monetaria, un problema origina dal fatto che dalla fine della seconda guerra mondiale non si erano praticamente più verificati episodi simili. È quindi necessario attingere ai dati di periodi precedenti. La tabella IV.1 riporta i tassi medi d'inflazione e di crescita del prodotto per dieci paesi, risalendo fino agli anni ottanta del secolo scorso, in due distinte colonne per i periodi con deflazione e senza deflazione. Poiché anche fattori di disturbo transitori possono avere un forte impatto sul livello dei prezzi, la deflazione viene definita come una fase in cui l'IPC diminuisce per almeno due anni consecutivi. Inoltre, dato che gli episodi di deflazione nel periodo tra le due guerre sono stati probabilmente di natura diversa da quelli antecedenti la prima guerra mondiale, la tabella considera separatamente i periodi 1882–1913 e 1923–1939. Nell'interpretare la tabella va ovviamente tenuto presente che i dati storici sono spesso di qualità inferiore a quelli più recenti e che la struttura delle economie è fundamentalmente cambiata nel corso dell'ultimo secolo; in particolare, la produzione di servizi, che potrebbe essere meno sensibile al ciclo, ha acquistato un peso molto maggiore.

La tabella mostra come negli anni precedenti la prima guerra mondiale i periodi di prezzi calanti fossero abbastanza frequenti. Più sorprendente è il fatto che durante quei periodi il prodotto abbia continuato ad aumentare, anche se in misura minore che nelle fasi di prezzi crescenti. Per contro, negli anni tra le due guerre gli episodi di deflazione si sono accompagnati a una contrazione del prodotto reale. Tuttavia, ciò pare interamente dovuto alla Grande Depressione, che può essere ragionevolmente attribuita a errori di politica monetaria o che è stata quantomeno accentuata da tali errori. Se si prescinde quindi dagli anni 1930–33, è interessante notare che durante gli altri periodi deflazionistici tra le due guerre i tassi di crescita del reddito sono stati parimenti positivi. Questa evidenza storica indica pertanto che l'assunto secondo cui la deflazione deprime il livello del prodotto risente in ampia misura dell'esperienza della Grande Depressione.

Gli episodi di
deflazione sono
frequentissimi nel
periodo preceden-
te la prima guerra
mondiale ma non
provocano una
contrazione del
prodotto

La Grande
Depressione è un
caso a parte

Può essere interessante ricercare le cause per cui, fatta eccezione per gli inizi degli anni trenta, le fasi di deflazione non si sono accompagnate a un calo del prodotto. A tale riguardo si offrono due interpretazioni. Poiché una diminuzione dei prezzi può essere dovuta a una contrazione della domanda aggregata ovvero a un aumento dell'offerta aggregata, una prima possibilità è che gli episodi deflazionistici abbiano storicamente coinciso con periodi caratterizzati da variazioni relativamente favorevoli nell'offerta aggregata. Ciò fa pensare alla diffusione di nuove tecnologie, come la ferrovia e l'elettrificazione verso la fine del

La deflazione in retrospettiva					
	Periodi deflazionistici ¹		Periodi non deflazionistici		Per memoria: anni di deflazione
	Prezzi	Prodotto	Prezzi	Prodotto	
Crescita media annua, in percentuale					
1882–1913					
Stati Uniti	-3,7	-1,2	1,4	4,4	5
Giappone ²	-3,7	1,8	4,4	2,7	4
Germania	-2,0	4,0	1,8	2,6	8
Francia	-1,1	2,1	0,2	1,6	2
Italia	-1,2	1,3	1,4	2,2	14
Regno Unito	-3,0	1,4	1,0	1,9	8
Canada	-4,7	1,1	1,1	4,6	3
Belgio	-4,2	1,6	1,5	2,1	8
Svezia	-2,8	2,0	2,2	3,3	12
Danimarca	-3,5	2,8	1,8	3,0	10
Media	-3,0	1,7	1,7	2,8	7
1923–1939					
Stati Uniti	-4,2	-3,8	1,8	7,3	8
Giappone	-6,7	0,9	5,7	6,6	8
Germania ³	-6,4	-2,2	1,6	7,1	4
Francia	-5,8	-1,9	10,2	3,7	5
Italia	-5,4	1,1	6,1	3,4	8
Regno Unito	-3,1	0,6	1,9	4,1	9
Canada	-6,2	-8,6	0,6	6,6	4
Belgio	-5,6	-1,1	8,7	2,6	5
Svezia	-3,0	2,7	1,5	4,2	8
Danimarca	-5,0	2,3	3,0	3,5	7
Media	-5,1	-1,0	4,1	4,9	7
di cui: 1923–1939 escludendo 1930–1933					
Stati Uniti	-1,6	1,1	1,8	7,3	4
Giappone	-4,2	0,5	6,3	7,9	6
Germania ⁴	-	-	1,6	7,1	0
Francia	-6,1	-1,8	11,1	4,4	2
Italia	-5,5	3,1	6,1	3,4	4
Regno Unito	-2,3	1,8	1,9	4,1	5
Canada	-	-	0,6	6,6	0
Belgio	-3,8	1,3	9,6	2,7	2
Svezia	-3,3	5,9	1,5	4,2	4
Danimarca	-5,8	3,0	2,9	3,5	4
Media	-4,1	1,9	4,4	5,1	4

¹Periodi di almeno due anni consecutivi di diminuzione dei prezzi. ²1885–1913. ³1926–1938. ⁴1926–29 e 1934–38.

Fonti: B. R. Mitchell, *International Historical Statistics: Europe 1750–1993*, Macmillan, 1998; US Department of Commerce, Bureau of the Census, *Historical Statistics of the US*, 1975. Tabella IV.1

diciannovesimo secolo, le apparecchiature informatiche e le telecomunicazioni in tempi più recenti. Una seconda interpretazione è che i prezzi non sarebbero calati abbastanza a lungo o in misura sufficiente da generare aspettative estrapolative di ulteriori diminuzioni. Questa ipotesi è suffragata dal fatto che i tassi d'interesse a lungo termine non sono scesi in misura apprezzabile nei periodi di

deflazione, tranne che durante la Grande Depressione, presumibilmente perché gli operatori dei mercati finanziari erano convinti che le flessioni dei prezzi fossero fenomeni transitori.

Ancoraggio delle aspettative

L'ipotesi secondo cui la Grande Depressione sarebbe stata accentuata dal fatto che il calo dei prezzi tende a generare aspettative di future flessioni implica che per le banche centrali è importante cercare di ancorare le aspettative inflazionistiche a un basso livello al fine di renderle meno sensibili agli andamenti congiunturali. Inoltre, nella misura in cui la formazione dei prezzi dipende dalle previsioni circa la loro dinamica futura, l'ancoraggio delle aspettative nel lungo periodo è utile in quanto può ridurre gli effetti sui prezzi di un rallentamento dell'economia.

L'importanza di ancorare le aspettative

Un possibile modo per evitare che un calo dei prezzi generi aspettative di ulteriori ribassi è che la banca centrale adotti una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi. In epoca recente varie banche centrali hanno optato per obiettivi espliciti di inflazione come elemento centrale della loro strategia di politica monetaria. Tuttavia, in una situazione in cui si tratta di contrastare un calo dei prezzi, la questione che si pone è se non sia vantaggioso adottare un obiettivo esplicito (che potrebbe aumentare nel tempo) per il loro livello. La differenza tra un obiettivo per l'inflazione e uno per il livello dei prezzi è che il secondo comporta la necessità che la banca centrale neutralizzi precedenti scostamenti dall'obiettivo, mentre ciò non è necessario con il primo. Questa distinzione può essere importante in situazioni in cui i prezzi inaspettatamente scendono. Con un obiettivo di inflazione, la banca centrale è semplicemente tenuta a riportare l'inflazione entro la banda prefissata. Per contro, con un obiettivo incentrato sul livello dei prezzi essa deve anche compensare uno scostamento per difetto dall'obiettivo. Di conseguenza, un calo imprevisto nel livello dei prezzi potrebbe comportare un tasso atteso d'inflazione a breve termine più alto con un obiettivo in termini di livello dei prezzi che non con un obiettivo di inflazione. Ciò implica a sua volta che i tassi d'interesse reali attesi potrebbero essere più bassi nel primo caso che non nel secondo e che la politica monetaria potrebbe risultare più espansiva. Tali argomentazioni possono spiegare anche perché l'unico esempio di obiettivo esplicito per il livello dei prezzi – adottato dalla Sveriges Riksbank allorché abbandonò per breve tempo la parità di cambio nel 1931 – risalga a un'epoca in cui il compito principale della politica monetaria consisteva nel contrastare le tendenze deflazionistiche.

Vantaggi comparati di un obiettivo basato sul livello dei prezzi e di un obiettivo di inflazione

Ovviamente, quale che sia l'obiettivo adottato, per essere utile è necessario che esso sia credibile. Sarebbe quindi bene che venisse introdotto ben in anticipo rispetto a una fase di prezzi calanti. Se l'annuncio di un obiettivo esplicito avviene quando ormai sono in atto forti pressioni al ribasso sul livello dei prezzi, vi è il rischio che le autorità non riescano a mantenere il loro impegno.

Importanza della credibilità

Implicazioni di una bassa inflazione per la politica monetaria

Vi è ampio consenso sul fatto che il mantenimento dell'inflazione a livelli molto bassi contribuisce alla crescita economica ed è quindi desiderabile. Tuttavia, il conseguimento in vari paesi di tassi d'inflazione prossimi allo zero fa ritenere che

L'eventuale rigidità verso il basso dei salari nominali ...

in futuro le banche centrali potrebbero sperimentare con maggior frequenza brevi episodi di prezzi decrescenti. Un motivo di preoccupazione a questo riguardo origina dalla possibilità che i salari nominali siano rigidi verso il basso. Se così fosse, una riduzione del livello dei prezzi potrebbe far salire le retribuzioni reali, deprimendo l'occupazione e l'attività economica. Un secondo problema è che i tassi d'interesse nominali non possono essere resi negativi. Se si dovesse verificare uno shock di domanda contrattivo e i prezzi cominciassero a calare, i tassi d'interesse reali aumenterebbero e potrebbero ridurre ulteriormente la domanda aggregata.

... non va sopravvalutata

Mentre l'evidenza empirica di una rigidità verso il basso delle retribuzioni nominali non è affatto univoca, vi sono almeno due ragioni per cui l'importanza di una tale viscosità non dovrebbe essere sopravvalutata. Data la sporadicità degli episodi di discesa dei prezzi negli ultimi anni, non sorprende che anche le riduzioni dei salari nominali non siano state frequenti. Se i tassi medi d'inflazione si mantenessero vicini allo zero per periodi prolungati, la flessibilità verso il basso dei salari nominali potrebbe senz'altro aumentare. Inoltre, l'importanza della suddetta viscosità è attenuata dal fatto che i costi unitari del lavoro possono diminuire anche in presenza di salari nominali costanti ove aumenti la produttività.

I tassi d'interesse nominali non possono scendere sotto lo zero

Non è parimenti chiaro se l'efficacia della politica monetaria sia pregiudicata – e se del caso in che misura – in un contesto di prezzi decrescenti per il fatto che i tassi d'interesse nominali non possono scendere al disotto dello zero. I tassi reali attesi a lungo termine sono verosimilmente più importanti nel meccanismo di trasmissione dei tassi correnti reali a breve. Come si è argomentato in precedenza, una caduta dei prezzi può essere quindi preoccupante solo se la sua durata è tale da generare aspettative di persistenti riduzioni dei prezzi. Va altresì ricordato che la politica monetaria influisce sulla domanda aggregata non solo agendo sui tassi reali ma anche attraverso il cambio e la disponibilità di credito. Una riduzione a zero dei tassi a breve nominali può essere senz'altro sufficiente a stimolare la domanda attraverso il deprezzamento del cambio a condizione, ovviamente, che questa strategia sia seguita solo da pochi paesi. Infine, le misure di politica monetaria miranti a ridurre i vincoli al credito potrebbero rivelarsi efficaci quand'anche i tassi nominali fossero vicini allo zero.

Ruolo dei prezzi delle attività

Tuttavia, le fasi protratte di diminuzione del livello dei prezzi rappresentano un problema serio nella misura in cui interessano anche i prezzi delle attività. Particolarmente preoccupante è a questo riguardo la diminuzione del valore delle attività impiegate a garanzia di crediti bancari. Poiché i prezzi delle attività sono inversamente correlati ai tassi d'interesse reali, un aumento di questi ultimi a seguito di un episodio deflazionistico potrebbe avere un forte impatto sul valore delle garanzie e provocare un inasprimento delle condizioni creditizie, che a sua volta accentuerebbe le spinte contrattive. A giudicare dall'esperienza recente del Giappone, dove la caduta dei prezzi delle attività a partire dai primi anni novanta ha minato la solidità del sistema bancario, un calo assoluto del livello dei prezzi potrebbe esercitare l'influsso maggiore sulle condizioni economiche proprio attraverso i suoi effetti sul sistema bancario.

V. Turbolenza nei mercati delle attività

Aspetti salienti

A un osservatore che disponesse soltanto di dati su base annua, il periodo sotto rassegna si presenterebbe semplicemente come la continuazione delle tendenze in atto negli anni precedenti. Rispetto agli inizi del 1998, nella maggior parte dei paesi industriali i mercati azionari hanno fatto segnare nuovi massimi, i rendimenti dei titoli di Stato sono ulteriormente discesi e i prezzi degli immobili hanno consolidato la propria ripresa. Da tale quadro poco o nulla trasparirebbe del fatto che gli eventi caratterizzanti del periodo si sono prodotti nei due mesi seguiti all'annuncio della moratoria sul debito russo a metà agosto. Durante questo breve arco di tempo i mercati finanziari di tutto il mondo sono stati percorsi da straordinarie tensioni, tali da indurre gli operatori e le autorità a temere un'imminente implosione del sistema finanziario. Poiché gli investitori parevano rifuggire praticamente ogni tipo di rischio, la liquidità si è esaurita sia sui mercati dei paesi industriali che in quelli delle economie emergenti, e molti mutuatari non sono stati in grado di raccogliere fondi neanche a tassi punitivi. Con la sola eccezione dei titoli di Stato dei maggiori paesi industriali, tutte le categorie di attività hanno subito perdite di valore, mentre si sono arrestate le emissioni sul mercato primario. Ugualmente rimarchevoli sono state però la ripresa dei corsi azionari nella maggioranza dei paesi, a partire da novembre, e la relativa calma ritornata sui mercati del reddito fisso. La prima parte di questo capitolo esamina l'andamento dei prezzi delle attività nel mondo industriale e offre alcuni spunti di riflessione sulle questioni connesse con l'attuale livello delle quotazioni azionarie.

Gli eventi dello scorso anno, per quanto straordinari nella loro portata, si potrebbero plausibilmente considerare un naturale corollario del paesaggio finanziario odierno, così come è stato riplasmato dall'agire congiunto dell'innovazione e della liberalizzazione. La maggiore ampiezza e complessità dei mercati, mentre accresce la loro efficienza nell'allocazione del capitale e del rischio, li rende al tempo stesso più esposti al pericolo di instabilità, in quanto la più stretta integrazione dei vari segmenti permette alle tensioni di propagarsi con una rapidità mai vista prima d'ora. Traendo spunto dal più recente episodio di turbolenza, la seconda parte del capitolo considera alcune caratteristiche salienti del comportamento dei mercati finanziari in periodi di stress.

Evoluzione dei mercati delle attività nei paesi industriali

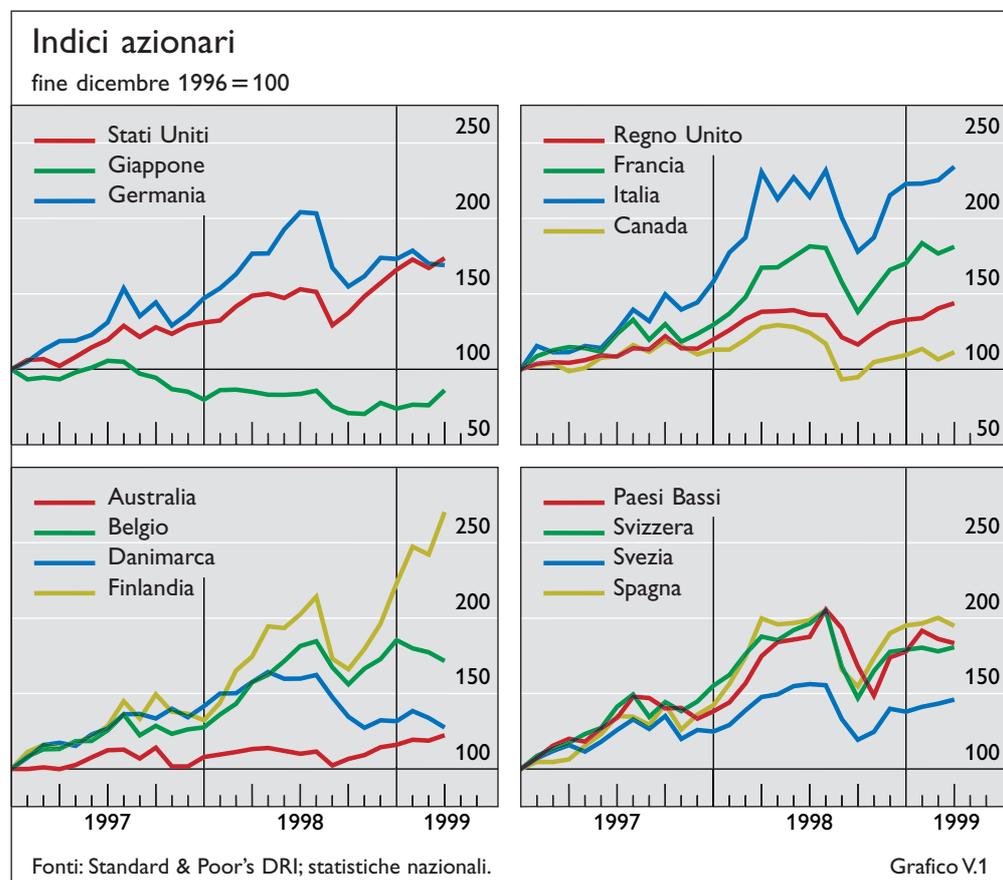
I mercati finanziari maturi, a prescindere dal Giappone, avevano mostrato una considerevole resilienza di fronte alle turbolenze che avevano investito il Sud-Est asiatico nel 1997. Agli inizi del 1998 sembrava che, a parte i parametri storici di

valutazione, praticamente nulla potesse minacciare la tendenza ascendente dei prezzi delle attività finanziarie. La ridotta domanda proveniente dall'Asia veniva vista come un benefico fattore di freno delle pressioni sui prezzi nel Nord America, dato l'andamento esuberante della domanda interna. In Europa, con il venir meno delle incertezze circa la composizione iniziale dell'area dell'euro, i mercati finanziari stavano già scontando i potenziali benefici futuri derivanti dall'introduzione della moneta unica. Una volta che i corsi azionari hanno recuperato il terreno perso, superando addirittura i precedenti massimi, l'unica traccia lasciata dalla correzione dell'ottobre 1997 è stata una scia di incertezza, evidente nel permanere di una volatilità relativamente elevata. Questo ottimismo è stato bruscamente scosso dall'annuncio della Russia di una moratoria su parte del suo debito nazionale. Tale annuncio ha agito da catalizzatore nel provocare un generale mutamento delle valutazioni degli operatori, innescando una reazione a catena che ha rapidamente investito quasi tutti i segmenti di mercato e in molti casi ne ha compromesso la capacità di funzionamento. Le tensioni si sono gradatamente smorzate dopo l'ottobre 1998, grazie anche all'allentamento delle condizioni monetarie nella maggior parte delle principali economie, non prima però di aver suscitato apprensioni circa la redditività, e talvolta la sopravvivenza stessa, di importanti intermediari finanziari.

Mercati azionari

Forte discesa dei corsi in autunno ...

Con l'eccezione notevole del Giappone, i prezzi azionari hanno continuato la loro ascesa verso nuovi massimi fino alla metà del 1998. Nella maggior parte dei



principali mercati questa tendenza si è interrotta a metà luglio sullo sfondo di timori per l'impatto della crisi finanziaria asiatica sui profitti societari. La mutata percezione del rischio da parte degli operatori in seguito alla moratoria sul debito russo ha esercitato ulteriori pressioni al ribasso. Ne è conseguito il maggiore arretramento delle quotazioni azionarie dal 1987, con cali dei principali indici borsistici fra il 20 e il 40% nel periodo dalla metà di luglio alla prima settimana di ottobre. Le perdite sono state particolarmente pesanti nell'Europa continentale, forse a causa degli stretti legami economici con la Russia e della contemporanea percezione di un indebolimento dell'attività produttiva. Durante il quarto trimestre i mercati azionari si sono ripresi in tutte le maggiori economie, e in molti casi i prezzi sono risaliti ai livelli di inizio estate. Sebbene alla ripresa abbia contribuito l'allentamento della politica monetaria negli Stati Uniti e in Europa, se non altro in quanto segnale della prontezza delle banche centrali nel fronteggiare i pericoli posti dalla turbolenza dei mercati finanziari, la rapidità del recupero ha nondimeno sorpreso molti osservatori. Il rimbalzo è stato particolarmente marcato negli Stati Uniti, dove i corsi azionari hanno chiuso l'anno a livelli record. In Giappone, per contro, la perdurante recessione ha continuato a deprimere le quotazioni per gran parte del periodo sotto rassegna. Il rialzo delle azioni bancarie, dovuto all'accresciuta fiducia degli investitori a riguardo della progettata ristrutturazione del settore creditizio, ha consentito una limitata ripresa dei mercati giapponesi nel primo trimestre 1999.

... e successivo recupero

Gli attuali livelli dei prezzi delle azioni potrebbero dare motivo di preoccupazione, almeno se li si giudica secondo i parametri di valutazione storici. I rendimenti azionari sono andati calando nella maggior parte dei paesi del G10 a partire dai primi anni ottanta, poiché le quotazioni sono salite più rapidamente dei dividendi distribuiti. Attualmente, fatta eccezione per il Giappone, l'Italia e la Svezia, i rendimenti azionari sono prossimi ai minimi storici, e li hanno effettivamente raggiunti nel Regno Unito e negli Stati Uniti (tabella V.1). Posto che i

Indici di valutazione dei prezzi azionari ¹								
	Rapporto dividendo/prezzo				Rapporto prezzo/utile ²			
	Minimo		Media	Marzo 1999 ³	Massimo		Media	Marzo 1999 ³
	livello	data			livello	data		
Stati Uniti	1,3	1999	2,7	1,3	34	1998	11	34
Giappone	0,4	1987	0,9	0,8	77	1987	27	60
Germania	1,2	1998	1,9	1,4	26	1998	9	19
Francia	2,0	1998	2,9	2,2	30	1973	9	22
Italia	1,0	1981	2,1	2,0	34	1998	13	26
Regno Unito	2,6	1999	3,4	2,6	26	1994	9	24
Canada	1,4	1998	2,4	1,6	37	1998	9	26
Paesi Bassi	1,7	1998	3,4	2,2	27	1998	8	27
Belgio	1,4	1998	3,0	1,6	29	1973	9	21
Svizzera	1,0	1998	1,7	1,4	28	1998	9	24
Svezia	1,1	1994	1,7	1,8	30	1994	12	21

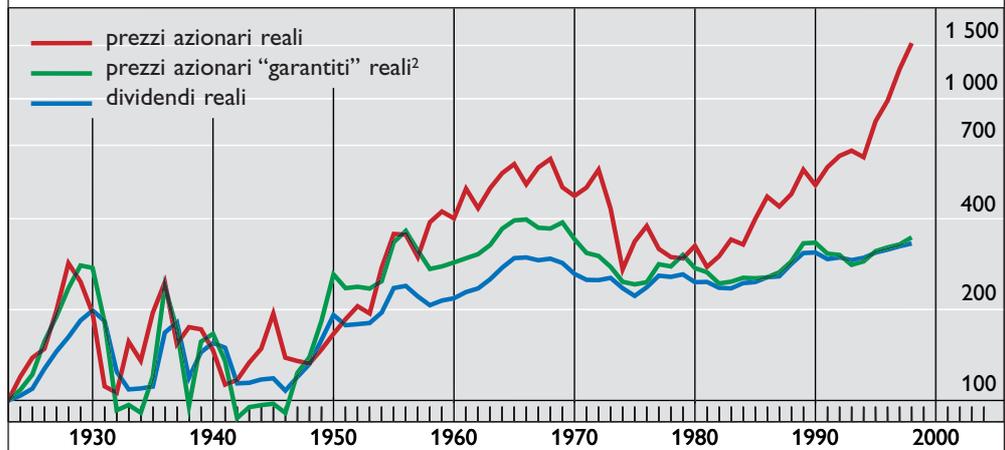
¹ Dal 1973, sulla base di dati giornalieri. ² Per l'Italia, dal giugno 1986; per il Regno Unito, dal 1980; per il Canada, escludendo gli anni 1991-94, in cui il rapporto è stato eccezionalmente elevato a causa degli utili molto bassi conseguenti allo stralcio di attività (massimo nel 1994: 504). ³ Fine mese.

Fonte: Datastream. Tabella V.1

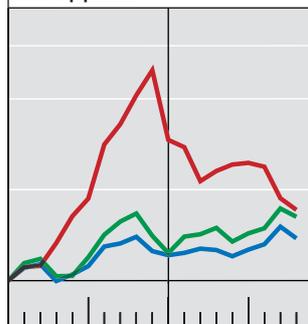
Prezzi azionari effettivi e “garantiti” e dividendi

indici, deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo, a fine anno (scala semilogaritmica)¹

Stati Uniti



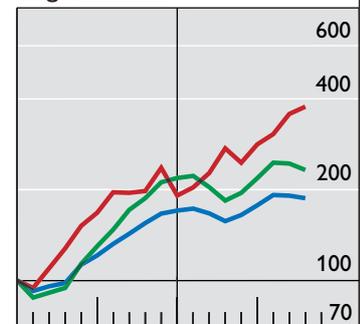
Giappone



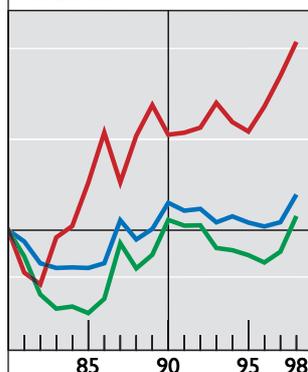
Germania



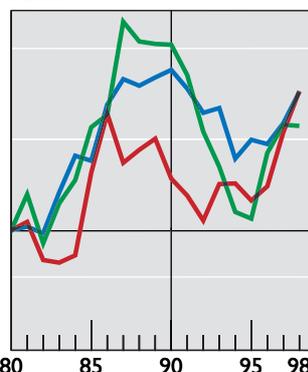
Regno Unito



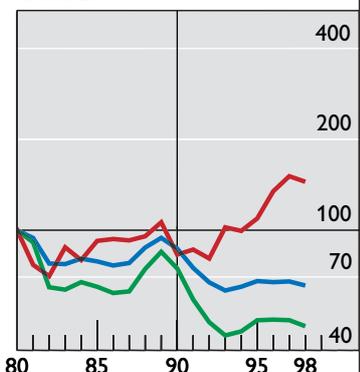
Francia



Italia



Canada



¹ Per gli Stati Uniti, 1923 = 100; per gli altri paesi, 1980 = 100. ² Ipotesizzando che gli investitori estrapolino la crescita media passata dei dividendi (Barsky e De Long, “Why does the stock market fluctuate?”, *The Quarterly Journal of Economics*, maggio 1993).

Fonti: Standard & Poor's Statistical Service; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Grafico V.2

Le quotazioni correnti sono difficili da spiegare in base ai parametri storici ...

dividendi continuano ad aumentare all'incirca con il ritmo medio del passato, il livello generalmente basso dei rendimenti azionari implica che molti mercati azionari siano attualmente sopravvalutati. Nel caso degli Stati Uniti il mercato rialzista iniziato nei primi anni ottanta presenta una certa somiglianza con quello degli anni cinquanta e sessanta, anch'esso caratterizzato da rendimenti calanti. Questa lunga fase ascendente del mercato azionario si conclude con la brusca caduta delle quotazioni seguita al primo shock petrolifero del 1973.

Un protratto calo dei rendimenti azionari sarebbe peraltro compatibile con l'aspettativa di un aumento permanente del tasso di crescita futuro dei dividendi reali. Posto che gli investitori estrapolino al futuro i recenti tassi di incremento dei dividendi, la forte progressione di questi ultimi osservata, per esempio, nel Regno Unito dalla metà degli anni ottanta e in Germania dalla metà di questo decennio potrebbe in effetti essere una ragione del rialzo ancor maggiore dei corsi azionari in questi due paesi. Tuttavia, le quotazioni correnti rimangono in gran parte inspiegate, poiché una crescita "garantita" dei prezzi delle azioni basata su questo assunto non trova riscontro nei tassi di incremento osservati (grafico V.2). Inoltre, questa ipotesi non può giustificare la forza dei mercati azionari a livello mondiale, in quanto la tendenza recente dei dividendi è stata quella di un aumento modesto in paesi come gli Stati Uniti e la Francia, e di un loro regresso in Canada. Un altro possibile motivo per attendersi un prossimo aumento dei dividendi sarebbe una forte crescita degli utili societari per un periodo prolungato. Tuttavia, la Germania è l'unico paese in cui a partire dal 1980 la progressione degli utili abbia sopravanzato quella dei dividendi. Gli utili reali per azione sono aumentati all'incirca con lo stesso ritmo dei dividendi reali unitari negli Stati Uniti e in Francia, e con un ritmo inferiore nelle altre economie del G10 (tabella V.2). Infine, il recente aumento degli acquisti di azioni proprie – spesso un sostituto della distribuzione di dividendi – potrebbe essere un'ulteriore ragione per cui rendimenti azionari inferiori alla media non sono necessariamente sintomatici di una sopravvalutazione del mercato. Tuttavia, gli acquisti di azioni sociali, particolarmente rilevanti in Francia, Germania, Regno Unito e Stati Uniti, non incidono forzatamente sul livello corrente degli indici prezzo/utile, il quale è ben superiore ai valori medi storici in tutti i mercati (tabella V.1)

... o ai trends recenti ...

Una spiegazione plausibile della combinazione di bassi rendimenti ed elevati indici prezzo/utile in molti mercati potrebbe poi risiedere nel fatto che gli

Dividendi reali e utili reali unitari ¹				
	Dividendi reali	Utili reali unitari		Crescita implicita futura degli utili ³
	Tasso di crescita medio annualizzato			
	1980–1998		rispetto al precedente minimo ²	
Stati Uniti	1,6	1,6	8,6	8,3
Giappone	0,0	-2,1	-	7,0
Germania	4,5	5,2	8,8	8,3
Francia	2,7	2,7	7,1	7,9
Italia	6,0	-0,2	7,6	7,5
Regno Unito	3,3	1,4	5,3	6,6
Canada	-2,3	-5,6 ⁴	2,7 ⁴	9,3

¹Deflazionati con l'IPC. ²Non applicabile per il Giappone, dove il minimo è stato toccato nel 1998.
³Il tasso di crescita annuo costante atteso che è implicito nel rapporto prezzo/utile nel marzo 1999 e nel tasso d'interesse reale a lungo termine, ipotizzando un premio del 5% per il rischio azionario.
⁴Escludendo gli anni 1991–94, in cui gli utili sono stati eccezionalmente bassi a causa dello stralcio di attività.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella V.2

Rendimenti azionari e rendimenti obbligazionari reali

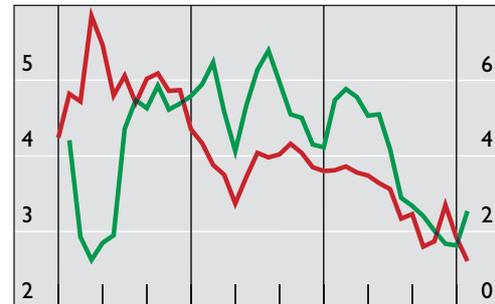
dati di fine trimestre, in percentuale

— rendimenti azionari (scala sinistra) — rendimenti obbligazionari reali* (scala destra)

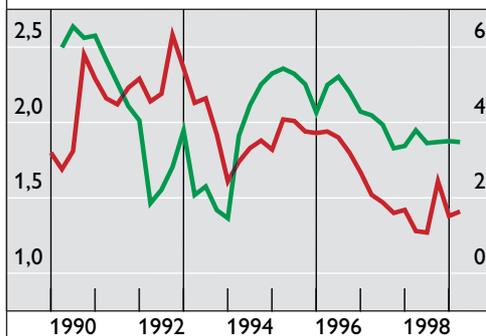
Stati Uniti



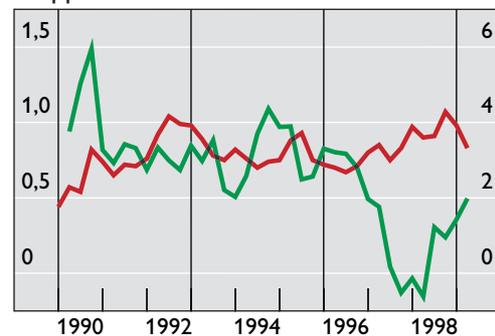
Regno Unito



Germania



Giappone



* Deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali.

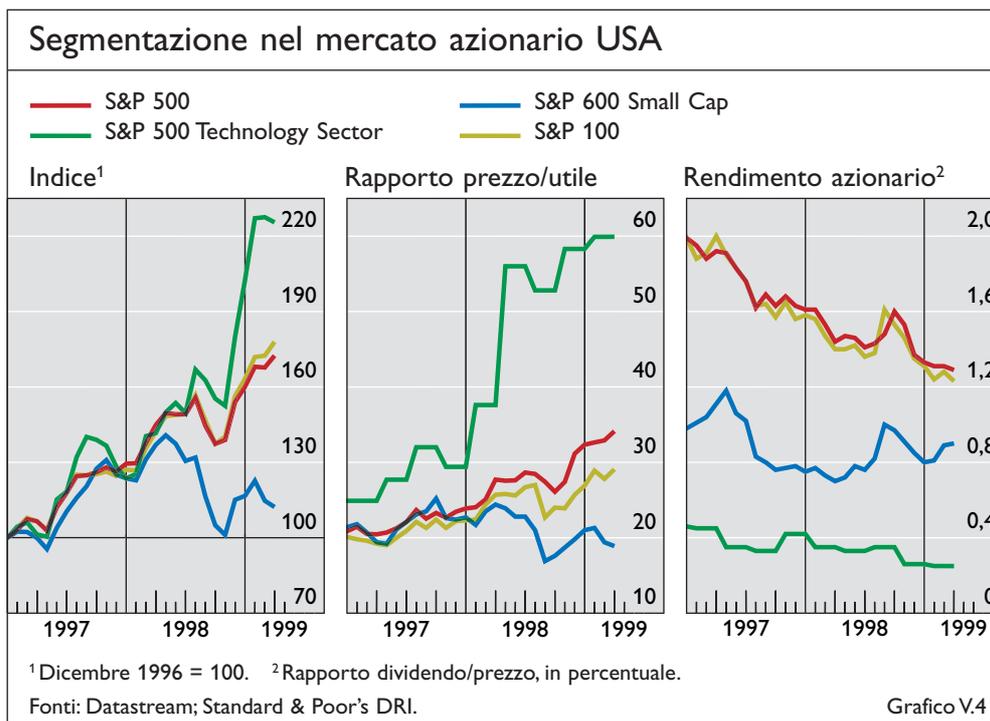
Grafico V.3

... poiché implicano un aumento futuro della profittabilità ...

investitori si attendono una crescita degli utili societari superiore alla media. In effetti, è possibile argomentare che la rapida adozione di nuova tecnologia abbia accresciuto l'efficienza delle imprese. Assumendo che gli investitori prevedano un miglioramento permanente della profittabilità, nell'ultima colonna della tabella V.2 sono calcolati i livelli di crescita futura degli utili impliciti negli indici prezzo/utile e nei tassi d'interesse a lungo termine osservabili nei paesi del G7 nel marzo 1999. Tali livelli impliciti di crescita degli utili sono generalmente analoghi a quelli osservati a partire dal precedente punto di minimo, ma superano di varie volte i valori medi storici. La fondatezza di tali aspettative dipende in parte dalla sostenibilità a lungo termine del più rapido ritmo di crescita della produttività.

... o una diminuzione permanente dei rendimenti richiesti

Il suddetto calcolo, infine, potrebbe sopravvalutare il tasso atteso di crescita degli utili nella misura in cui gli investitori prevedano un calo ulteriore dei tassi d'interesse a lungo termine. In effetti, il declino dei tassi d'interesse reali intervenuto in molti paesi durante gli ultimi quattro anni ha avuto un ruolo importante nel favorire i più bassi rendimenti azionari (grafico V.3). Ciò non sembra tuttavia applicarsi agli Stati Uniti, dove nello stesso periodo i rendimenti azionari si sono dimezzati mentre quelli obbligazionari reali si sono mossi intorno al 3,5%, evocando la possibilità che sia diminuito il premio richiesto dagli investitori a compenso del maggiore rischio associato alla detenzione di azioni. Ciò potrebbe



essere dovuto alla convinzione che siano diminuite la probabilità e la gravità delle future recessioni grazie alla migliore gestione della politica fiscale e monetaria.

L'attuale livello aggregato dei valori azionari negli Stati Uniti cela notevoli disparità fra la performance dei differenti settori. Le azioni di società operanti nell'area della tecnologia informatica e delle comunicazioni hanno sopravanzato in modo spettacolare l'indice aggregato (grafico V.4). Il notevole successo di molte imprese attive in questo settore nel raccogliere capitale mediante emissioni pubbliche ha spronato un'intensa attività sul mercato primario, dove si è spesso assistito a forti aumenti delle quotazioni immediatamente dopo il lancio del titolo. Ciò potrebbe essere interpretato come il sintomo di un mutato atteggiamento verso la composizione delle fonti di finanziamento esterno, per effetto del quale l'azionariato diffuso viene ad assumere il ruolo precedentemente svolto dai collocamenti privati nel finanziare iniziative imprenditoriali altamente rischiose ma potenzialmente molto redditizie. Pertanto, mentre le quotazioni basate sull'attuale livello degli utili nel settore tecnologico possono apparire eccezionalmente alte se comparate agli indici storici, esse si accordano meglio con l'aspettativa di una maggiore profittabilità futura analoga a quella generalmente conseguita dalle società in settori più maturi.

Mercati obbligazionari

Nella prima metà del 1998 i tassi d'interesse a lungo termine nei paesi industriali hanno continuato a calare, scendendo in molti casi al disotto della soglia del 5%. A questa tendenza hanno contribuito il favorevole contesto inflazionistico, le politiche monetarie permissive e la fiducia nelle prospettive della UEM (grafico V.5). Ben pochi erano a quel momento i segni premonitori della turbolenza finanziaria che sarebbe seguita. A luglio gli indicatori della volatilità storica e implicita dei rendimenti obbligazionari si situavano in effetti a un punto di minimo o quasi in

Segmentazione nel mercato USA

Il calo tendenziale dei rendimenti obbligazionari ...

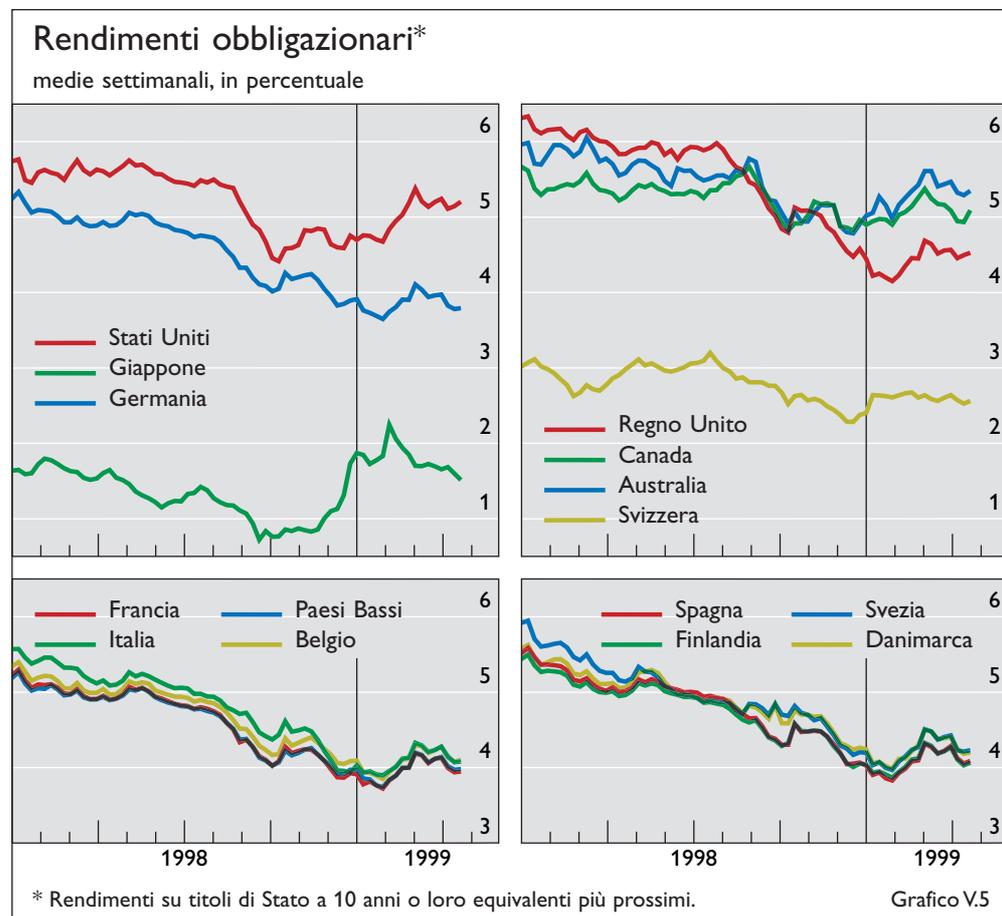
tutti i paesi eccetto il Giappone. A un anno di distanza dallo scoppio della crisi asiatica, i bassi spreads sugli strumenti debitori statunitensi ed europei, specie nel caso delle emissioni societarie di più bassa qualità, erano indicativi di una certa compiacenza del mercato nei riguardi del rischio, evidenziata anche dal perdurante flusso di capitali privati verso le economie emergenti al di fuori dell'Asia (Capitolo III).

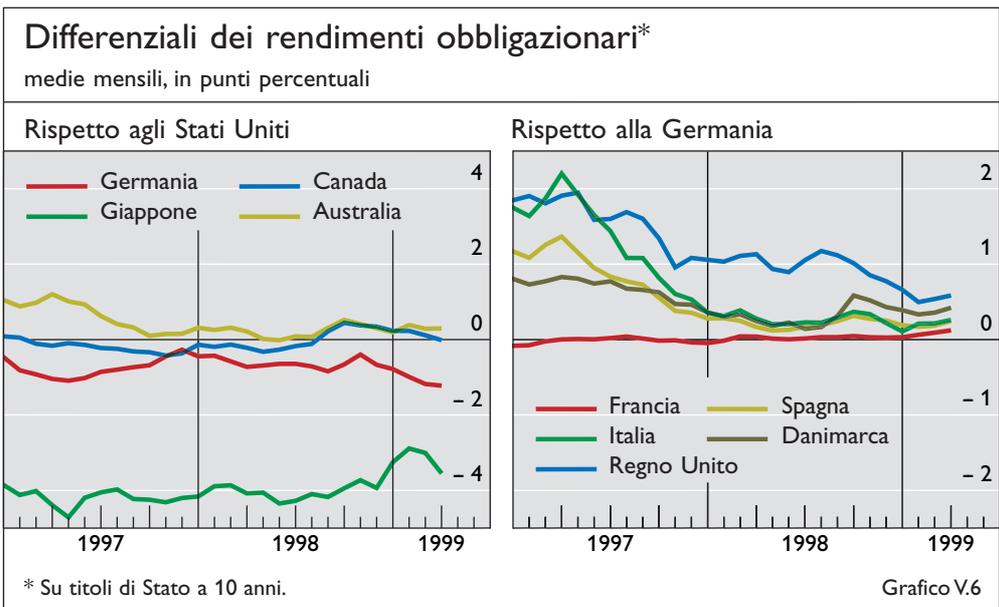
... è accelerato in agosto ...

Il repentino capovolgimento del clima di mercato innescato dalla moratoria sul debito della Russia ha interrotto la tendenza convergente dei tassi a lungo termine che aveva caratterizzato i mercati finanziari maturi dalla fine del 1994. I tentativi degli investitori di sottrarsi alle turbolenze spostandosi verso le tradizionali attività rifugio hanno accentuato il trend discendente dei tassi a lunga sui titoli di Stato, pur con alcune differenze fra i vari paesi. Il differenziale dei rendimenti rispetto agli Stati Uniti e alla Germania si è ampliato allorché sono ulteriormente scesi i tassi d'interesse in questi due paesi, mentre l'allargamento degli spreads è stato relativamente meno pronunciato entro l'area dell'euro (grafico V.6).

... ma si è interrotto in ottobre

La generale fuga verso la qualità ha raggiunto il culmine nell'ultima settimana di settembre e nei primi giorni di ottobre. L'aumento della volatilità dei rendimenti obbligazionari, sia storica che implicita, è stata convalidata in ottobre da uno spostamento dei rendimenti obbligazionari internazionali, che si sono attestati su livelli più alti in quasi tutti i paesi (grafico V.7). Questi sviluppi hanno rispecchiato in parte la decisione degli investitori di ridurre la propria

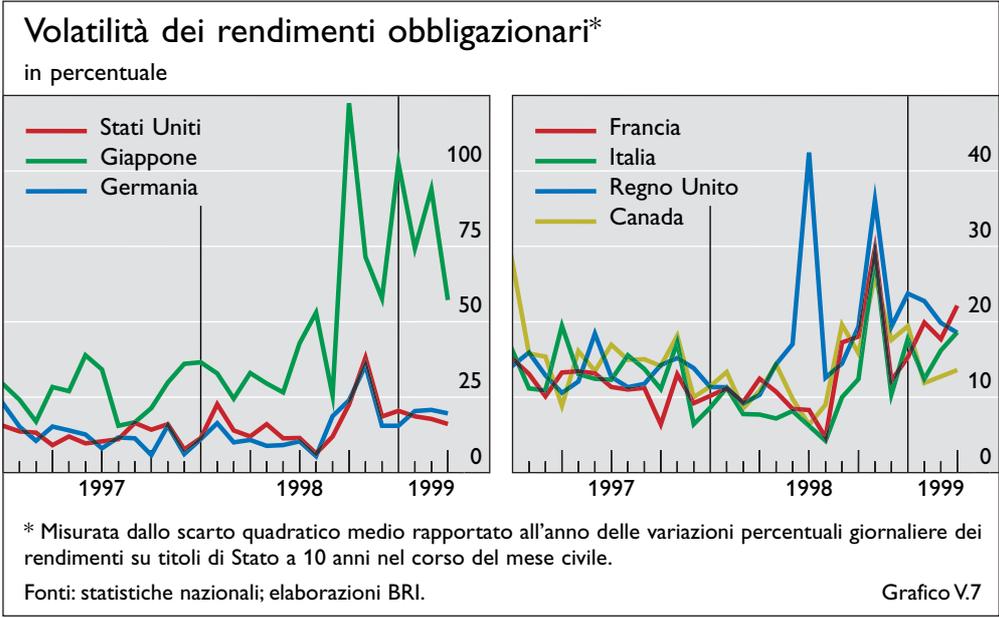




esposizione a livello mondiale, come testimonia la liquidazione su vasta scala di operazioni di “yen carry”, che ha contribuito al repentino apprezzamento dello yen agli inizi di ottobre (Capitolo VI). Le condizioni di mercato sono state ulteriormente perturbate allorché investitori a elevata leva finanziaria hanno dovuto liquidare attività e posizioni fuori bilancio in seguito alla richiesta di margini addizionali determinata dal calo di prezzo dei valori.

Date le marcate differenze fra i paesi, sia nella posizione ciclica sia nella sensibilità alle perdite nei mercati emergenti, i movimenti dei tassi d’interesse a lungo termine hanno assunto un profilo assai meno sincrono allorché i rendimenti di riferimento sono rimbalzati all’indomani della crisi. Negli Stati Uniti, la forte esposizione debitoria delle imprese e delle famiglie ha in generale accentuato gli aumenti dei rendimenti dopo l’ottobre 1998, nel contesto di un’economia vigorosa. In Europa, per contro, le variazioni dei tassi e degli spreads sono state molto meno pronunciate, a causa in parte delle indicazioni di un’attività

Permangono le differenze nella posizione ciclica ...



Prezzi immobiliari nominali e deflazionati								
	Prezzi nominali				Prezzi deflazionati			
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
Indici, 1994 = 100								
Immobili residenziali								
Stati Uniti	101	106	113	119	99	100	104	108
Giappone ¹	97	96	94	91	97	96	93	89
Germania ²	99	99	94	89	97	96	89	84
Francia	100	101	102	105	98	98	97	100
Italia	101	98	93	94	96	90	83	83
Regno Unito	101	104	114	127	97	99	104	112
Canada	95	95	98	97	93	92	93	91
Spagna	104	105	107	112	99	97	97	100
Paesi Bassi	104	114	125	133	102	110	118	123
Australia	101	102	106	114	97	95	99	105
Svizzera	95	90	85	85	94	88	83	82
Belgio	105	109	114	116	103	106	108	109
Svezia	100	101	107	118	98	98	104	114
Danimarca	108	119	133	143	105	114	124	132
Norvegia	108	117	127	139	105	112	119	127
Finlandia	96	102	119	132	96	100	116	126
Irlanda	107	120	139	171	105	115	132	158
Immobili non residenziali: principali città								
New York	100	109	125	150	97	103	115	136
Tokyo ¹	83	72	66	59	83	72	65	58
Francoforte	97	97	97	105	95	94	92	98
Parigi	89	83	88	102	88	80	83	96
Milano	100	91	88	111	95	84	79	98
Londra	107	112	128	132	103	106	118	117
Toronto ³	91	84	87	100	89	81	83	94
Madrid	100	118	128	183	95	109	116	162
Amsterdam	109	118	128	156	107	114	121	144
Sydney	102	106	113	118	97	99	105	109
Zurigo	99	90	87	84	97	88	84	81
Bruxelles	100	106	109	109	99	102	104	103
Stoccolma	129	137	163	185	126	133	158	179
Copenhagen	107	107	119	124	105	103	111	115
Oslo	108	115	131	119	105	111	123	110
Helsinki	105	107	111	121	104	105	108	116
Dublino	112	134	169	241	109	128	160	222

Nota: i dati relativi al 1998 sono provvisori per i Paesi Bassi, il Belgio e la Danimarca.
¹Prezzi dei terreni. ²Quattro maggiori città. ³Indici dei prezzi degli uffici nell'Ontario.
 Fonti: National Association of Realtors; Frank Russell Canada Limited; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; Nomisma; OPAK; Sadolin & Albæk; Investment Property Databank Ltd; Wüest & Partner; varie associazioni private del settore immobiliare; statistiche nazionali.
 Tabella V.3

economica più debole del previsto ma anche dell'effetto ammortizzatore del credito intermediato dalle banche, tradizionalmente più importante nel continente europeo. Nell'area dell'euro la svolta nei rendimenti obbligazionari non si

è manifestata fino al primo trimestre 1999. La situazione è stata ancora differente in Giappone, dove i programmi governativi di espansione fiscale e di ricapitalizzazione delle banche hanno indotto un'impennata della curva dei rendimenti al volgere dell'anno, allorché il Ministero delle Finanze e la Banca del Giappone hanno modificato temporaneamente la propria politica nell'intento di limitare l'acquisto e l'utilizzo dei titoli di Stato a lungo termine da parte dell'istituto di emissione.

La graduale discesa dei differenziali ai livelli precrisi nel periodo da metà ottobre a fine novembre ha palesato una ripresa ineguale della fiducia del mercato. Gli indici di variabilità sono diminuiti in misura sensibile, pur rimanendo su livelli elevati in confronto alla prima metà dell'anno. In molti casi l'intervento delle autorità ha svolto un ruolo importante nel ripristinare la liquidità e nel convincere gli operatori che nel complesso i corsi obbligazionari mondiali erano più in linea con le grandezze fondamentali. In Europa e negli Stati Uniti i mercati hanno reagito positivamente al tempismo dell'azione di politica monetaria nel corso della crisi. Analogamente, l'accordo su un programma economico per il Brasile ha segnalato la determinazione della comunità internazionale a contenere i fattori di contagio, contribuendo in tal modo a dissipare i timori degli investitori di un aggravamento della crisi finanziaria dei mercati emergenti.

... allorché ritorna la calma sui mercati

Mercati immobiliari

Nella maggior parte dei paesi industriali i prezzi degli immobili hanno fatto registrare aumenti nel corso del 1998. Tuttavia, in alcuni casi gli attuali livelli di prezzo corretti per l'inflazione rimangono al disotto dei massimi raggiunti nella prima metà degli anni novanta. Il rincaro dei fabbricati residenziali è stato particolarmente pronunciato nei paesi nordici, nel Regno Unito e in Irlanda, mentre in gran parte dell'Europa continentale i valori si sono semplicemente mantenuti al passo con l'inflazione. In Giappone è proseguita in modo graduale ma costante la discesa dei prezzi dei terreni dalla punta toccata nel 1990. Rispetto a tale massimo il deprezzamento degli immobili residenziali ammonta attualmente al 30%, mentre il settore più duramente colpito dei fabbricati commerciali ha conservato poco più di un quarto del valore. L'accelerazione del ribasso dei prezzi degli immobili commerciali giapponesi nel corso del 1998, sebbene di modesta entità, ha nondimeno rinnovato il timore che la svolta positiva nell'attività economica si riveli più difficile del previsto, data la sensibilità dei bilanci bancari ai prezzi immobiliari. Al di fuori del Giappone, il mercato dei fabbricati non residenziali ha avuto in generale un andamento assai più favorevole, facendo registrare in molte città guadagni di oltre il 10% che spesso hanno anche segnato l'inversione di un precedente trend negativo. Tali guadagni di prezzo hanno tratto sostegno da una forte domanda di locali per uffici, combinata con il numero relativamente scarso dei nuovi fabbricati realizzati negli ultimi anni.

I prezzi immobiliari consolidano la loro ripresa

Nonostante l'impulso fornito dalle robuste grandezze economiche fondamentali, gli operatori immobiliari non sono usciti indenni dalle tensioni dei mercati finanziari durante la seconda metà del 1998. Sul mercato statunitense i premi sui titoli assistiti da ipoteca si sono raddoppiati durante il mese di agosto, dato il maggior compenso per il rischio preteso dagli investitori, e nel terzo trimestre l'offerta di nuove emissioni ha subito una drastica contrazione.

Analogamente, l'inasprimento delle condizioni creditizie applicate dalle banche ai nuovi prestiti ha influito negativamente sulla capacità degli investitori immobiliari di finanziare nuove operazioni. Malgrado l'effetto frenante di questi fattori, nel 1998 i prezzi degli immobili non residenziali a New York sono aumentati del 20%.

Caratteristiche dei mercati finanziari in situazione di stress

Poiché la maggior parte dei contratti finanziari rappresenta una qualche forma di trasferimento intertemporale di ricchezza, le transazioni del mercato finanziario sono particolarmente sensibili ai cambiamenti delle aspettative future degli operatori e della fiducia nel funzionamento del mercato. Questa fiducia spesso si rafforza durante i periodi di elevata redditività, allorché le pressioni concorrenziali incoraggiano l'assunzione di rischio, mentre può essere scossa da eventi che mettono in questione la valutazione prevalente dei rischi. Il venir meno della fiducia degli investitori a seguito di tali eventi genera possenti interazioni fra la valutazione della capacità dei mutuatari di onorare i loro impegni e le aspettative circa la disponibilità di controparti negoziali sul mercato secondario dei titoli. Ciò a sua volta dà origine a dinamiche di prezzo atipiche, che possono ulteriormente acuire le tensioni, invalidando precedenti previsioni di fabbisogno di capitale basate su ipotesi che rispecchiano normali condizioni di mercato e innescando una corsa verso la sicurezza e la liquidità. Siffatti cicli di entusiasmo-disaffezione non sono certo un fenomeno nuovo, giacché la storia finanziaria offre molti esempi al riguardo. L'elemento di novità consiste nell'accresciuta vulnerabilità della struttura finanziaria odierna, risultante dalla combinazione della rapida crescita dei mercati e delle istituzioni con la maggiore complessità e interdipendenza che caratterizza le loro relazioni.

Fluttuazioni nell'umore degli investitori

La forte crescita dei premi per il rischio e la liquidità, congiunta al ritmo calante delle nuove emissioni in quasi tutte le categorie di attività all'indomani dell'annuncio della moratoria sul debito russo, è stata indicativa di un ridimensionamento su vasta scala dell'offerta di capitale di rischio. È tuttavia difficile conciliare la quota trascurabile rappresentata dai valori denominati in rubli negli investimenti globali con l'intensità e la portata delle tensioni scaturite sui mercati finanziari maturi. L'importanza dell'evento può quindi essere meglio colta ove lo si consideri come agente catalitico di una fondamentale riconsiderazione dell'appropriatezza dei rapporti rischio/rendimento allora prevalenti. L'annuncio è stato infatti interpretato come il segno di un "cambiamento di regime", dato che negli ultimi tempi l'apprestamento di programmi ufficiali di sostegno aveva regolarmente evitato gravi insolvenze unilaterali di mutuatari sovrani.

La correlazione fra il rischio percepito ex ante e il rendimento realizzato ex post per un insieme di attività finanziarie può essere assunta a indicatore dell'atteggiamento degli investitori verso il rischio. Questa correlazione è fortemente positiva nei periodi in cui la ricerca di più alti rendimenti prevale sui timori per il rischio. In questi periodi il migliorato clima di fiducia stimola l'interesse degli investitori per le categorie di attività più rischiose, ossia caratterizzate da una maggiore volatilità storica. L'accresciuta domanda, sospingendo verso l'alto

Il mutare della propensione al rischio ...

... influisce sul prezzo delle attività ...

i prezzi, aumenta sproporzionatamente, anche se in modo solo temporaneo, il rendimento realizzato su tali attività. Per converso, la redditività degli investimenti rischiosi cala più che proporzionalmente quando l'apprensione spinge gli operatori a ricercare la sicurezza (grafico V.8).

È possibile osservare brusche inversioni degli indicatori del clima di mercato in corrispondenza di vari episodi di instabilità del recente passato, come il crollo borsistico nel 1987, le tensioni del mercato obbligazionario e la crisi messicana nel 1994–95 e, più di recente, la crisi asiatica nel 1997 e gli eventi dello scorso autunno. L'evidente sincronismo dell'atteggiamento degli operatori verso il rischio e la liquidità nelle principali piazze finanziarie indica come la ricerca di più alti rendimenti sia spesso stimolata da poco costose opportunità di leverage e come altrettanto spesso essa si inverta allorché tali opportunità vengono meno. Anche i bassi livelli dei tassi d'interesse possono indurre gli investitori a sottovalutare il rischio grazie al loro effetto generalmente benefico sulle valutazioni di portafoglio.

La composizione dei mutuatari e il volume delle nuove emissioni sul mercato obbligazionario internazionale possono parimenti essere utilizzati per illustrare l'impatto prodotto dal mutare dell'atteggiamento degli investitori verso il rischio sulla disponibilità generale di capitali. Una differenziazione nell'incremento dei costi del finanziamento esterno in funzione del merito di credito attribuito ai mutuatari sarebbe un primo sintomo naturale del deteriorarsi del clima di mercato. Taluni prenditori non bancari potrebbero addirittura essere estromessi dal mercato finanziario, limitando così l'attività di emissione ai soli mutuatari di prim'ordine. La redistribuzione dei flussi creditizi può essere ulteriormente accentuata da variazioni nel costo della raccolta bancaria, nella misura in cui questa si realizza attraverso il ricorso al mercato mobiliare.

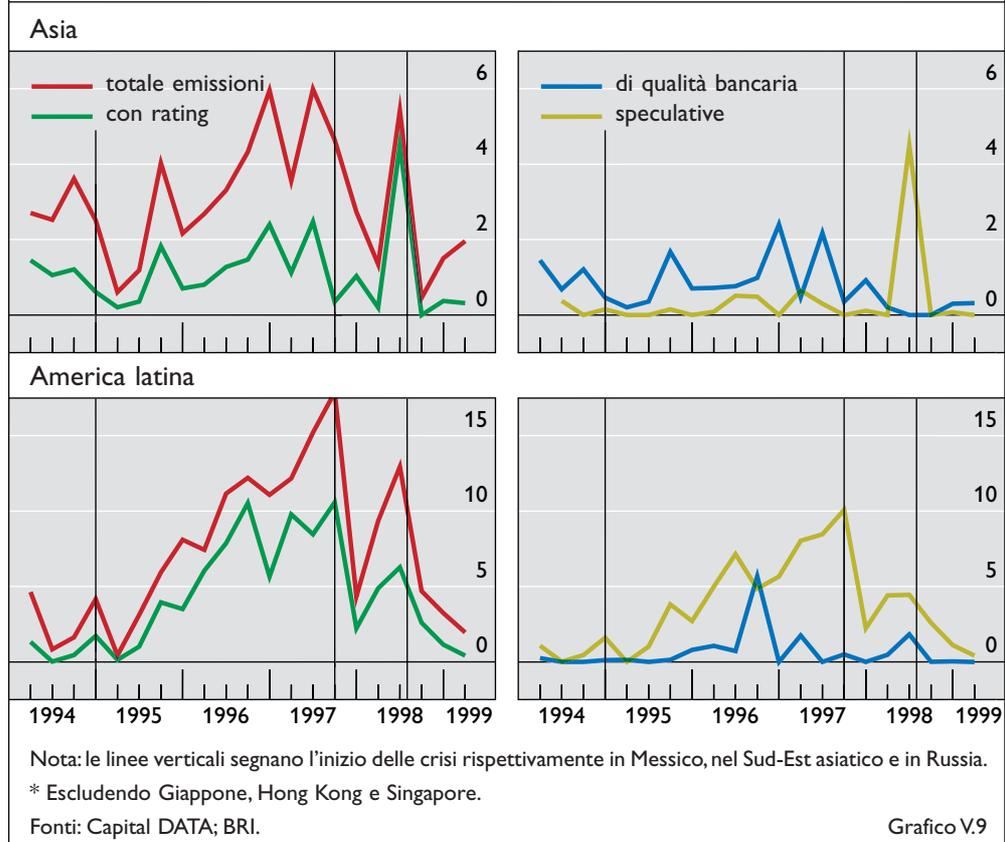
... e sui flussi finanziari

Il grafico V.9 mostra l'andamento delle obbligazioni emesse dal settore non finanziario in Asia e in America latina, suddivise secondo la qualità creditizia. Nei periodi che precedono le crisi si osserva, per l'America latina nel 1997 e per



Emissioni obbligazionarie internazionali del settore non finanziario in Asia* e in America latina

in miliardi di dollari USA



entrambe le aree nel 1998, un'impennata delle emissioni di più bassa qualità, principalmente di mutuatari sovrani. Alla luce di ciò, le crisi degli ultimi due anni appaiono come correzioni seguite a fasi di eccessi speculativi e di portafogli sovraesposti. Al culmine delle crisi, la differenziazione fra le emissioni sembra dipendere non tanto dal livello, quanto piuttosto dalla presenza o meno di un rating. Infatti, in ambedue i casi la restrizione del credito è stata realizzata soprattutto attraverso una drastica riduzione della quota delle emissioni non dotate di rating. Infine, nel periodo successivo alla moratoria russa, l'inasprimento delle condizioni creditizie si è ripercosso sia sulle emissioni di qualità elevata che su quelle speculative, giacché il mercato si è quasi completamente prosciugato. In particolare, non si sono praticamente avute nuove emissioni con rating nel settore privato non finanziario. Questa sindrome di entusiasmo-disaffezione conforta la tesi secondo cui la crisi finanziaria dell'agosto 1998 è stata in larga misura un fenomeno dal lato dell'offerta, indotto da una contrazione del capitale di rischio disponibile e dalla paura di potenziali perdite da parte delle banche e degli intermediari in titoli.

Fuga verso la qualità e la liquidità

La fuga generalizzata dal rischio nei mercati sotto stress trae tipicamente origine da timori ben individuati per la qualità del credito, ma può in seguito evolvere in un'estesa crisi di liquidità. È quindi importante discernere una mutata

valutazione della solvibilità di determinati mutuatari da turbative più generalizzate inerenti al funzionamento stesso dei mercati creditizi. L'interazione fra rischio di credito e rischio di liquidità sembra avere avuto un'influenza rilevante sulle interdipendenze dei mercati e sulla velocità di propagazione delle crisi negli ultimi due anni.

Alcune anomalie di prezzo illustrano come durante l'episodio recente siano venute meno le normali relazioni fra gli spreads e il rischio di controparte, e aiutano inoltre a tracciare la distinzione tra la fuga verso la qualità e quella verso la liquidità. In primo luogo, in alcuni casi il forte ampliamento degli spreads non poteva essere pienamente attribuito al rischio di credito, in quanto esso risultava da un calo del rendimento sulle attività sicure piuttosto che da un aumento di quello sugli strumenti di più bassa qualità. In secondo luogo, i differenziali fra l'obbligazione benchmark a 30 anni del Tesoro USA e altre emissioni meno recenti hanno toccato una punta di oltre 30 punti base a metà ottobre, segnalando un brusco aumento della preferenza degli investitori per la liquidità offerta dall'emissione corrente di riferimento (grafico V.10). Analogamente, in agosto lo spread delle obbligazioni a 10 anni dell'agenzia tedesca Kreditanstalt für Wiederaufbau sull'emissione benchmark del governo tedesco con uguale scadenza si è più che raddoppiato nello spazio di due sole settimane. Poiché entrambi i titoli beneficiano della stessa garanzia governativa, l'aumento non poteva che essere dovuto alla minore liquidità del primo sui mercati obbligazionari internazionali. Infine, la netta convergenza mostrata in settembre sul mercato secondario dai rendimenti sulle euroobbligazioni societarie con più elevato rating e la loro susseguente forte sincronia di movimento fanno ritenere che i prezzi fossero condizionati dalle esigenze di liquidità delle istituzioni finanziarie piuttosto che dalla probabilità di insolvenza delle singole società emittenti.

Il marcato ampliamento dei differenziali contribuisce anche a evidenziare la complessità insite nel processo di gestione del rischio degli intermediari. L'impennata dei differenziali degli swaps negli Stati Uniti e in Europa è stata in linea con la rivalutazione globale del rischio di credito in quanto gli operatori all'ingrosso erano essi stessi esposti ai mercati emergenti e agli operatori con elevata leva finanziaria. Tuttavia, le pronunciate fluttuazioni osservate sul mercato tedesco non possono essere spiegate soltanto da questo fattore (grafico V.11). In effetti, esse sono anche dovute all'impiego degli swaps, in luogo dei futures sul Bund, come strumenti elettivi per la copertura di posizioni lunghe in prodotti derivati. Dato il forte aumento dei costi di copertura conseguente all'ampliamento degli spreads e al calo dei rendimenti sul Bund, gli operatori primari hanno dovuto far ricorso agli swaps in quanto alternativa più economica ai futures. Gli intermediari finanziari controparti degli operatori primari si sono a loro volta trovati a detenere crescenti posizioni lunghe in swaps che dovevano essere bilanciate. Tutto ciò ha finito per provocare un effetto di contagio sul mercato degli swaps, poiché le diffuse vendite hanno depresso i prezzi dei contratti, sottoponendo a forti pressioni i loro tassi fissi.

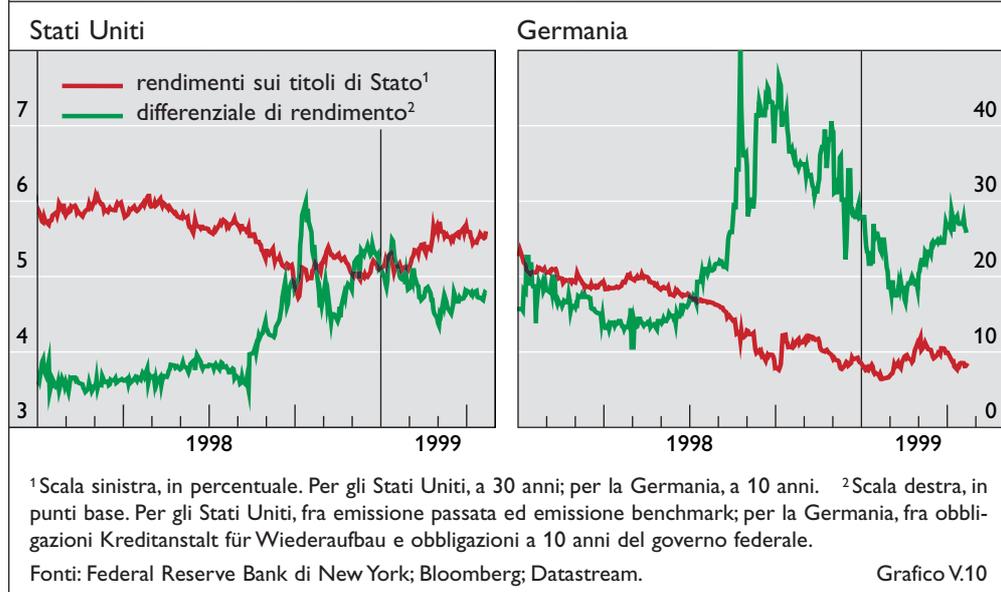
La configurazione dei finanziamenti internazionali netti in Asia e in America latina offre alcuni elementi di comprensione delle interdipendenze in atto fra le istituzioni finanziarie e i mercati nei vari episodi di fuga dal rischio da parte degli investitori. La liberalizzazione finanziaria ha incoraggiato i mutuatari a reperire

Le insolite correlazioni di prezzo ...

... destabilizzano le strategie di gestione del rischio

L'aspetto relazionale del credito bancario ...

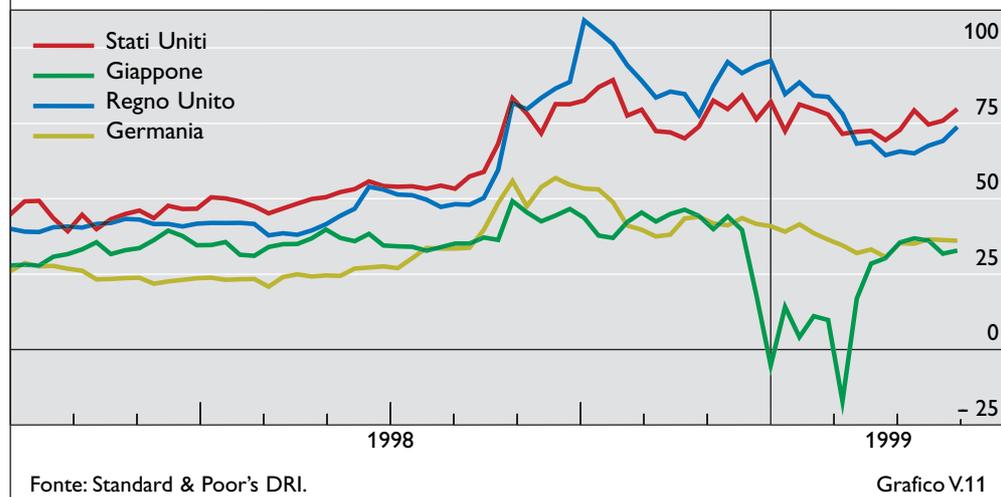
Premio per la liquidità negli Stati Uniti e in Germania



fondi a minor costo attingendo al mercato obbligazionario internazionale. È tuttavia un fatto ben documentato che i prenditori più rischiosi continuano a ricorrere alle banche, poiché queste sono meglio in grado di sostenerli nei frangenti difficili. Questo ricorso può addirittura aumentare nei periodi di maggiore avversione al rischio, caratterizzati da un'elevata volatilità attesa. In tali periodi le rinegoziazioni di crediti bancari comportano generalmente costi inferiori rispetto alle ristrutturazioni delle emissioni obbligazionarie, per le quali è necessario il consenso di una molteplicità di creditori. Inoltre, le banche intrattengono relazioni durevoli con i propri clienti e hanno spesso un accesso privilegiato alle informazioni, il che consente loro di decidere con migliore conoscenza di causa la continuazione ovvero la liquidazione dei crediti, rispetto ai più impersonali mercati finanziari. Per contro, la corsa agli acquisti degli

Differenziali fra tassi swap e rendimenti su titoli di Stato a 10 anni

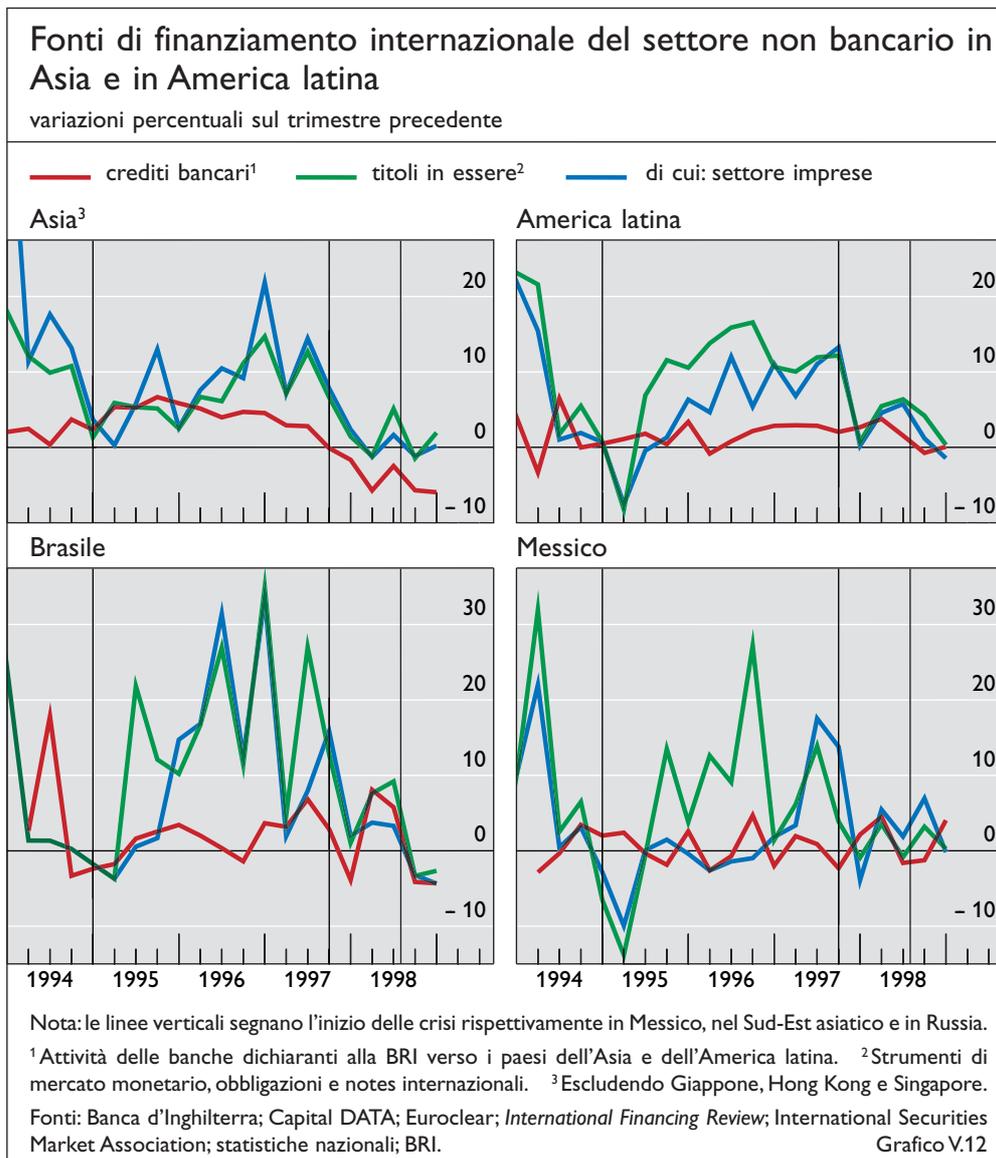
medie settimanali, in punti base



investitori obbligazionari, allorché prevale la ricerca di elevati rendimenti, può facilmente trasformarsi in un'affannosa corsa alle vendite non appena si profila una crisi.

Il grafico V.12 fornisce una certa conferma di queste osservazioni sulla base dei dati relativi all'Asia e all'America latina. Da esso emergono alcuni tratti salienti. In primo luogo, lo stock degli strumenti debitori internazionali è stato più instabile che l'ammontare dei crediti bancari in essere, in termini sia di entità che di dispersione delle variazioni. Le banche sono state quindi relativamente condiscendenti nei confronti dei mutuatari, come suggerito dianzi. In secondo luogo, il calo tendenziale della quota del credito intermediato contribuisce a spiegare l'accresciuta sensibilità del settore finanziario di queste aree geografiche ai cambiamenti di umore dei mercati. In terzo luogo, a differenza di quanto avvenuto all'epoca della crisi del peso messicano e nella seconda parte del 1997, quando le banche avevano in parte supplito all'esaurirsi dei finanziamenti obbligazionari internazionali, esse non paiono aver compensato il deflusso di capitali seguito alla moratoria russa.

... è messo alla prova durante la crisi ...



... con il ridursi delle risorse liquide delle banche

In certa misura questo mutato comportamento testimonia dell'accresciuta dipendenza delle banche dalle condizioni di mercato globali. Un aspetto centrale dell'episodio dello scorso anno sembra essere stato il fatto che le banche hanno dovuto misurarsi con gli stessi problemi di finanziamento incontrati dai loro clienti. Avendo erogato crediti in misura superiore alle possibilità di finanziamento fornite dai depositi esistenti, le banche statunitensi ed europee si sono trovate in una situazione di squilibrio di liquidità che non poteva essere corretta con il ricorso ai mercati finanziari. Infatti, la titolarizzazione di crediti e l'emissione di nuovi titoli si presentavano difficili nel momento in cui gli indici azionari del settore bancario erano in caduta. Le risorse di tesoreria delle banche, fra cui i rimborsi sui prestiti in essere e tutte le attività liquide detenute in portafoglio, erano inoltre direttamente pregiudicate dall'accumularsi delle perdite nei mercati emergenti durante il terzo trimestre 1998. Di conseguenza, le banche hanno potuto contare su un più ristretto numero di fonti di finanziamento, quali il riciclaggio di fondi tramite il mercato interbancario internazionale o la raccolta di nuovi depositi diretti di investitori non bancari.

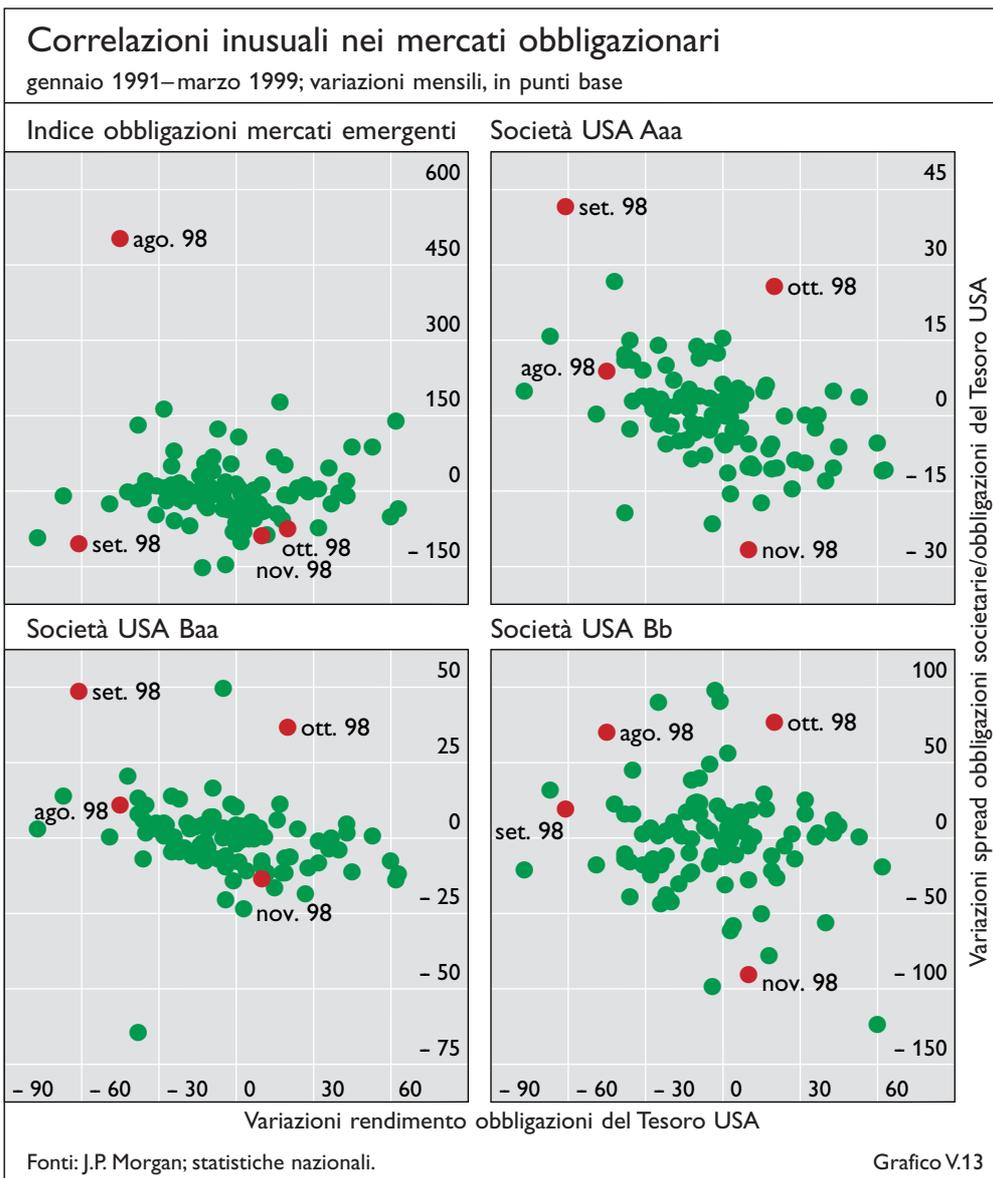
Dinamiche di prezzo atipiche

Forte correlazione nei movimenti dei corsi azionari ...

La mutata percezione del rischio indotta dalla moratoria sul debito russo ha esercitato forti pressioni al ribasso sui corsi azionari in tutti i principali mercati. Anche se relativamente inusuale, una correzione simultanea delle quotazioni azionarie nella maggioranza dei paesi del G7 non è fenomeno senza precedenti, essendosi già verificata nell'ottobre 1987. Un'ulteriore analogia fra i due episodi è costituita dal grado di correlazione eccezionalmente alto mostrato dai movimenti di prezzo nei vari paesi. Durante la recente turbolenza gli investitori globali hanno tratto assai meno beneficio dalla diversificazione internazionale dei loro portafogli azionari che in periodi più normali.

... e insolite combinazioni nelle dinamiche di prezzo delle obbligazioni

Quanto ai mercati del reddito fisso, un aspetto che differenzia il più recente episodio di crisi rispetto a quelli precedenti è la misura in cui i differenziali di tasso d'interesse si sono ampliati in seguito alla fuga dal rischio da parte degli investitori. Nell'arco di soli pochi giorni i premi richiesti per l'esposizione al rischio di credito e di liquidità hanno raggiunto livelli prossimi, e in alcuni casi addirittura superiori, ai massimi storici. A differenza di quanto era avvenuto in occasione della turbolenza del mercato obbligazionario nel 1994, allorché il rialzo dei tassi d'interesse negli Stati Uniti e in Germania aveva messo a nudo posizioni speculative sulla curva dei rendimenti finanziate con capitale di prestito, l'episodio dello scorso anno si è prodotto in un contesto di tassi nominali calanti. Un'insolita costellazione di dinamiche di prezzo per tutta una gamma di strumenti ha stravolto strategie di investimento e sistemi di gestione del rischio basati sulle tradizionali correlazioni statistiche (grafico V.13). Allorché si sono fatte più strette talune correlazioni fra i rendimenti, e vari spreads si sono bruscamente mossi in direzione opposta ai tassi di riferimento, le previsioni del fabbisogno di tesoreria sono spesso apparse inadeguate, innescando un'affannosa ricerca della liquidità da parte degli investitori. Al tempo stesso, il clima generale di incertezza e la domanda esclusivamente orientata alle attività più sicure hanno ben presto sopravanzato la capacità della già ridotta base di capitale degli operatori primari e degli intermediari a fronteggiare tali esigenze.



La conseguente stretta creditizia causata dalla richiesta di margini aggiuntivi e da decurtazioni delle linee di credito ha costretto gli investitori a reperire i fondi necessari con la vendita di titoli su mercati che in un primo tempo apparivano relativamente liquidi, trasferendo le tensioni sui mercati dei titoli di Stato dei paesi industriali avanzati.

L'episodio di LTCM: un segno dei tempi?

Il quasi fallimento del fondo Long-Term Capital Management (LTCM) ha indotto la Federal Reserve Bank di New York a intervenire per facilitare una soluzione privata ed evitare così una bancarotta traumatica. L'episodio fornisce un vivido esempio del tipo di problemi cui può dare luogo la complessità dei mercati finanziari odierni. Sebbene gli hedge funds non siano affatto istituzioni nuove, l'attenzione di cui sono stati recentemente oggetto deriva dalla loro crescita dimensionale e dall'impatto che essi possono avere sul funzionamento dei mercati. Secondo talune stime, a metà 1998 erano presenti almeno 1 200 hedge funds, con attività proprie per un valore di oltre \$150 miliardi.

Le istituzioni in parola sono fondi speculativi che riescono ad aggirare certi vincoli in materia di informativa e di leva finanziaria limitando la propria clientela a pochi investitori facoltosi e operando frequentemente in centri offshore. Esse perseguono elevati rendimenti investendo in una molteplicità di strumenti e finanziandosi largamente con capitali di prestito.

Un esempio delle opportunità ...

In particolare LTCM sembra aver ricercato alti rendimenti assumendo posizioni speculative sul movimento degli spreads di tasso d'interesse e sulla volatilità dei corsi di mercato. Dalla sua creazione, nel 1994, LTCM era riuscito a realizzare guadagni costantemente superiori alla norma, dell'ordine del 40% nel 1995 e 1996 e del 20% nel 1997. Per ottenere questi risultati il fondo operava con elevatissimi livelli di leva finanziaria. Al 31 agosto 1998 figuravano nel suo bilancio attività per oltre \$125 miliardi. Ciò implicava un indice di leva superiore a 25, assumendo a denominatore il capitale di \$4,8 miliardi di inizio esercizio, ossia trascurando le perdite subite prima di agosto, nonché le posizioni fuori bilancio. La straordinaria performance di LTCM, assieme al suo decantato impiego di elaboratissimi modelli di valutazione e di strategie operative, ne avevano fatto un emblema delle potenzialità di profitto offerte dall'ingegneria finanziaria.

... e dei pericoli insiti nei mercati odierni, in cui ...

Altrettanto emblematico dei pericoli insiti nel nuovo paesaggio finanziario è stato, in questo caso, il quasi fallimento del fondo. Le insolite correlazioni di prezzo seguite alla moratoria sul debito russo hanno causato problemi a molte istituzioni finanziarie, specie a quelle operanti con un elevato grado di leva. Nel caso di LTCM esse hanno portato il fondo sull'orlo del fallimento. Infatti, quest'ultimo, sebbene avesse investito in un ampio ventaglio di strumenti, basava la propria strategia sulla previsione di un calo degli spreads creditizi e della volatilità dei prezzi. Tale previsione è stata brutalmente contraddetta dagli sviluppi del mercato in agosto. La rapida sequenza di eventi che ha fatto da sfondo al dissesto di LTCM illustra bene la maggiore velocità di propagazione delle crisi e il conseguente ristretto margine di tempo disponibile per adottare misure correttive. I primi segni delle difficoltà del fondo sono emersi pubblicamente dopo il 2 settembre, allorché è stato reso noto il contenuto della lettera inviata dai partners di LTCM ai propri investitori. La lettera riconosceva che dall'inizio dell'anno al 31 agosto il fondo aveva subito perdite del 52% e che stava cercando nuovi apporti di capitale. Fra il 2 e il 23 settembre, quando 14 banche e società di intermediazione mobiliare hanno convenuto di erogare \$3,6 miliardi per ricapitalizzare il fondo, si è via via rafforzata la consapevolezza dell'urgenza di trovare una soluzione ordinata. Le notizie delle sempre maggiori difficoltà del fondo si stavano diffondendo, e con esse i timori per l'instabilità che si sarebbe potuta determinare qualora esso fosse stato posto in fallimento e le sue controparti avessero dovuto chiudere le proprie posizioni in modo precipitoso e disordinato. Si temeva inoltre che lo smobilizzo delle garanzie detenute da tali controparti, assieme alla liquidazione di posizioni simili a quelle di LTCM da parte di altre istituzioni, avrebbe gravato oltre misura sui mercati finanziari già tesi, acuendo ulteriormente il nervosismo degli operatori.

... le tensioni si propagano più rapidamente ...

... e più estesamente che in passato

L'incertezza a riguardo delle potenziali ramificazioni di un fallimento disordinato di LTCM, e in particolare il timore che i suoi effetti si sarebbero propagati a operatori non direttamente parte in causa, e al di là dei confini degli Stati Uniti, illustrano come le istituzioni e i mercati siano divenuti inestricabilmente

interdipendenti. L'incertezza era dovuta soprattutto alle dimensioni e alla portata dell'attività di LTCM, che abbracciava un ampio ventaglio di strumenti finanziari e una molteplicità di mercati, nonché alla natura delle sue operazioni, in molti casi basate su strumenti complessi. Ma a questi fattori si aggiungeva la situazione generale dei mercati finanziari, che risentiva ancora dell'instabilità generata dagli eventi del mese precedente. Il pericolo di diffuse turbolenze finanziarie qualora il fondo fosse stato improvvisamente messo in stato di insolvenza contribuisce a spiegare la disponibilità di varie istituzioni private ad adoprarsi per una risoluzione ordinata, attraverso un processo facilitato dalla banca centrale.

Insegnamenti della crisi del settembre e ottobre 1998

Ciò che ha colto maggiormente di sorpresa gli operatori e le autorità durante l'episodio di turbolenza dei mercati del 1998 è stata la misura in cui le condizioni si sono deteriorate, nonché la rapidità con la quale si è dileguata la liquidità in vari segmenti di mercato. Gli eventi dello scorso anno hanno posto in luce il ruolo chiave di un elevato rischio di credito e del ricorso estensivo a strategie di leva nel determinare le dinamiche del mercato finanziario allorché interviene un brusco cambiamento nell'umore degli investitori. Essi hanno altresì evidenziato l'importanza sistemica della funzione di market-making. Inoltre, se si considera la crisi congiuntamente alla successiva ripresa sorgono interrogativi di rilevanza critica in merito alla corretta risposta delle politiche alla fragilità dei mercati finanziari e alle attuali quotazioni delle attività.

Sebbene l'attenzione degli osservatori si fosse concentrata prima dell'estate scorsa sul livello dei corsi azionari, il fattore scatenante della crisi è stato di fatto l'annuncio dell'insolvenza di un mutuatario. Gli eventi che ne sono seguiti sono stati principalmente indotti da una riconsiderazione del rischio di credito da parte degli investitori. La differenza sostanziale fra il rischio di mercato e il rischio di credito è che, mentre il primo riguarda essenzialmente la struttura e la dinamica della volatilità dei prezzi, il secondo è connesso all'incertezza circa la capacità dei mutuatari e delle altre controparti di onorare le loro obbligazioni di pagamento. Non è casuale che i mercati del reddito fisso e dei prodotti derivati, dove più evidente è la sensibilità al rischio di credito, siano stati quelli che hanno maggiormente patito della turbolenza e quelli che ancora ne risentono le conseguenze postume. Questi eventi illustrano inoltre come le dinamiche di mercato poste in moto da timori generalizzati circa il rischio di credito possano dare origine a insolite configurazioni dei movimenti di prezzo. I sistemi di gestione del rischio, concepiti soprattutto al fine di misurare e controllare il rischio di mercato, non sempre sono idonei a cogliere correttamente il comportamento dei prezzi in siffatte condizioni di mercato. Tali sistemi possono addirittura contribuire ad accentuare le tensioni, in quanto la loro applicazione comporta che gli investitori debbano ridurre il rischio del portafoglio liquidando le posizioni in un mercato calante.

Rischio di credito e rischio di mercato

La crisi ha messo in chiara evidenza la misura in cui gli operatori si erano avvalsi di un'ampia gamma di strategie di leva finanziaria nell'intento di migliorare il rendimento del capitale, nonché i problemi che insorgono quando un'inversione di tendenza del mercato induce a liquidare tali posizioni. L'atteggiamento tollerante dei prestatori nei riguardi del rischio aveva generalmente ridotto il

Leva finanziaria

costo e accresciuto la disponibilità dei finanziamenti. In molti casi, le intense pressioni concorrenziali hanno indotto i creditori ad attenuare il rigore degli strumenti predisposti per limitare e controllare le esposizioni creditorie. L'elevato grado di leva, insito nelle strategie che fanno largo uso di strumenti derivati, e il finanziamento delle posizioni mediante vendite allo scoperto, hanno moltiplicato le perdite allorché è calato il prezzo delle attività più rischiose mentre sono divenuti più cari i titoli di Stato emessi dai maggiori paesi industriali. La richiesta di margini addizionali e, in certi casi, la perdita di valore delle garanzie collaterali hanno costretto gli investitori a un'affannosa ricerca della liquidità che ha propagato ad altri segmenti di mercato l'impatto della chiusura di posizioni.

Operatori primari

Un'altra importante caratteristica del più recente episodio di turbolenza è stato il fatto che è risultato gravemente compromesso il funzionamento di determinati comparti del mercato, talvolta al punto di determinarne il blocco totale. Le istituzioni tipicamente specializzate nel facilitare l'incontro fra compratori e venditori hanno visto ridursi la loro capacità di svolgere la funzione di market-making a causa della limitatezza della propria base di capitale in presenza di un mercato unidirezionale. Inoltre, in molti mercati OTC e derivati la situazione è stata ulteriormente complicata dal fatto che la predetta funzione doveva essere esercitata di fatto da operatori a elevata leva finanziaria come LTCM, stante la dimensione delle loro posizioni (Capitolo VII). La pressante ricerca di liquidità da parte di questi operatori ha intensificato ancor più le tensioni del mercato.

Infine, è importante riconoscere che la ripresa di molti mercati è stata quasi altrettanto spettacolare quanto la loro caduta. In pressoché tutte le economie avanzate i corsi azionari hanno riguadagnato il terreno perduto e anzi in molti casi hanno toccato nuovi massimi. Gli spreads sulle obbligazioni societarie e delle economie emergenti si sono ridotti e, sebbene essi non siano ridiscesi ai livelli antecrisi, le emissioni sono state accolte con crescente favore dagli investitori. Questa ripresa suscita di per sé taluni quesiti in merito alla corretta interpretazione dell'episodio di crisi. Una possibile interpretazione considererebbe la susseguente ripresa come indicativa del fatto che la turbolenza è stata il risultato di dinamiche immanenti nel comportamento degli operatori finanziari. In questo caso, la questione che si pone ai responsabili delle politiche è come impedire, se possibile, il ripetersi di tali fenomeni e come rafforzare la capacità di resistenza dei sistemi finanziari di fronte alle crisi. Se, per contro, la crisi va interpretata come una giustificata reazione al cambiamento di grandezze economiche fondamentali, allora le quotazioni correnti potrebbero rivelarsi altrettanto fragili quanto quelle prevalenti all'inizio dell'estate dello scorso anno.

VI. Gli andamenti nei mercati dei cambi

Aspetti salienti

I movimenti dei principali rapporti di cambio durante il primo semestre 1998 sono in larga misura attribuibili agli andamenti ciclici attuali e prospettici. La crisi russa di metà agosto ha destato timori circa la vulnerabilità dell'economia statunitense e ha invertito la tendenza ascendente del dollaro nei confronti del marco tedesco e dello yen. Fattori tecnici non direttamente connessi alle grandezze economiche fondamentali hanno amplificato il cedimento della valuta USA, in particolare verso quella giapponese. L'entità di tali oscillazioni ha riproposto gli interrogativi sulla sostenibilità nel lungo periodo del disavanzo corrente statunitense.

Le crisi che hanno colpito la Russia nell'agosto 1998 e il Brasile agli inizi del 1999 evidenziano la persistente fragilità delle economie emergenti. Sebbene in molti paesi – segnatamente in Asia – i cambi si siano stabilizzati nel corso del 1998, il volume di attività su questi mercati è rimasto contenuto e ben al disotto dei picchi raggiunti nel 1996.

L'introduzione dell'euro ha fatto seguito a un anno di convergenza e stabilità valutaria in Europa. Nei suoi primi mesi di esistenza, la nuova moneta si è deprezzata per effetto di fattori ciclici. Da essa è lecito attendersi notevoli cambiamenti strutturali sui mercati dei cambi, sebbene non sia ancora possibile quantificare la misura in cui verrà utilizzata a fini di transazione, di riserva, d'investimento e di ancoraggio.

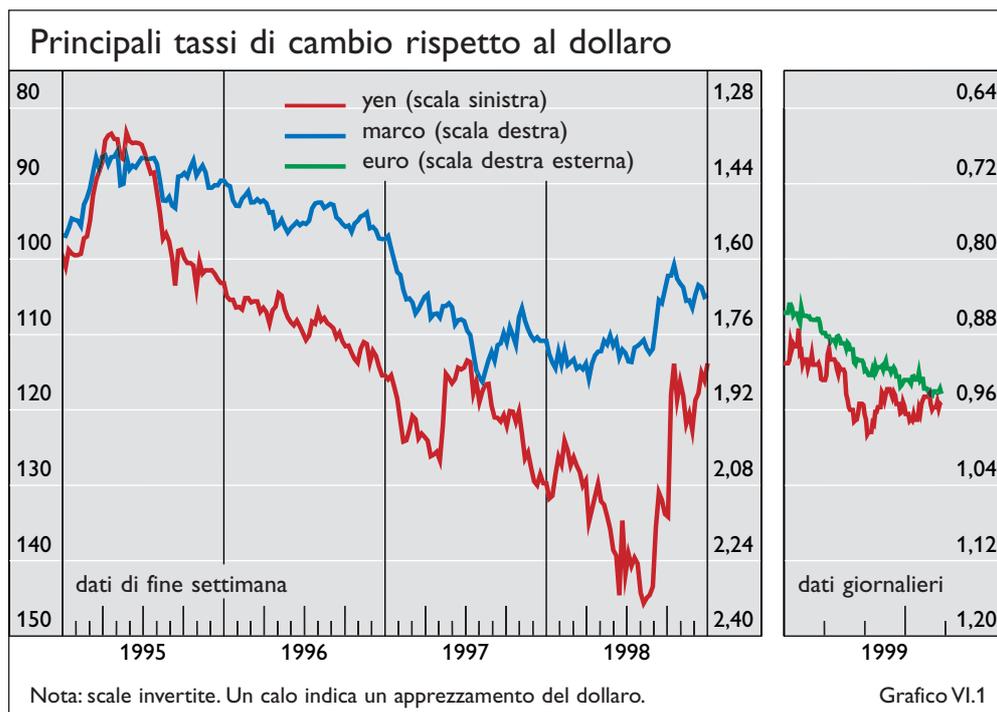
Dollaro, yen, marco ed euro

Determinanti cicliche e tecniche del cambio del dollaro

Gli ampi movimenti delle principali valute nel primo semestre 1998 sono principalmente riconducibili alla forza relativa dell'economia reale e alle prospettive inflazionistiche negli Stati Uniti, in Giappone e in Germania. A partire dall'estate essi hanno tuttavia preso a riflettere l'interazione tra le suddette determinanti cicliche e altri fattori "tecnici".

La fase di vigore del dollaro rispetto allo yen e al marco tedesco, iniziata nella primavera 1995, si è protratta fino all'estate 1998 (grafico VI.1). Ciò ha consentito alla moneta USA di guadagnare nel giro di un triennio il 36% sulla divisa tedesca e l'81% su quella giapponese e ne ha riportato i cambi ai livelli più elevati dagli inizi degli anni novanta. Come in passato, la forza del dollaro rispetto allo yen fino ad agosto è stata sostenuta da indicazioni persistenti di una robusta crescita economica negli Stati Uniti e di una stentata dinamica del prodotto in Giappone. Tali andamenti ciclici hanno suscitato aspettative di un inasprimento della politica monetaria statunitense e di un allentamento di quella nipponica,

Le tre monete principali reagiscono agli andamenti ciclici



riflesse nell'ampliarsi dei differenziali sui tassi a termine (grafico VI.2). I timori connessi alla fragilità del settore bancario giapponese possono avere accentuato la debolezza dello yen.

Nello stesso periodo il cambio marco/dollaro ha seguito un andamento molto meno definito. La moneta USA, che tra gennaio e gli inizi di aprile aveva seguito un corso ascendente culminato a quota DM 1,85, il mese successivo ha perso il terreno guadagnato allorché la diffusione di nuovi dati indicativi di un consolidamento della ripresa in Germania orientava le attese verso un inasprimento monetario da parte della Bundesbank. Sul marco ha altresì influito favorevolmente l'ulteriore convergenza dei tassi ufficiali in Europa, che stava a indicare una maggiore fiducia nell'introduzione ordinata dell'euro. La fine delle incertezze – segnata dall'annuncio ufficiale del 3 maggio con cui si precisavano le monete che sarebbero confluite nell'euro, la procedura di determinazione delle relative parità bilaterali e la composizione del Comitato esecutivo della Banca centrale europea – ha concorso a riportare il marco a quota DM 1,76 sul dollaro. In giugno e agli inizi di luglio la valuta tedesca cedeva parte di questo apprezzamento tornando a DM 1,82. Tale regressione potrebbe avere riflesso i ripetuti attacchi portati al rublo russo a partire da fine maggio e la percezione allora prevalente sui mercati dei capitali che i legami finanziari e commerciali della Germania con la Russia rendevano la prima relativamente più vulnerabile.

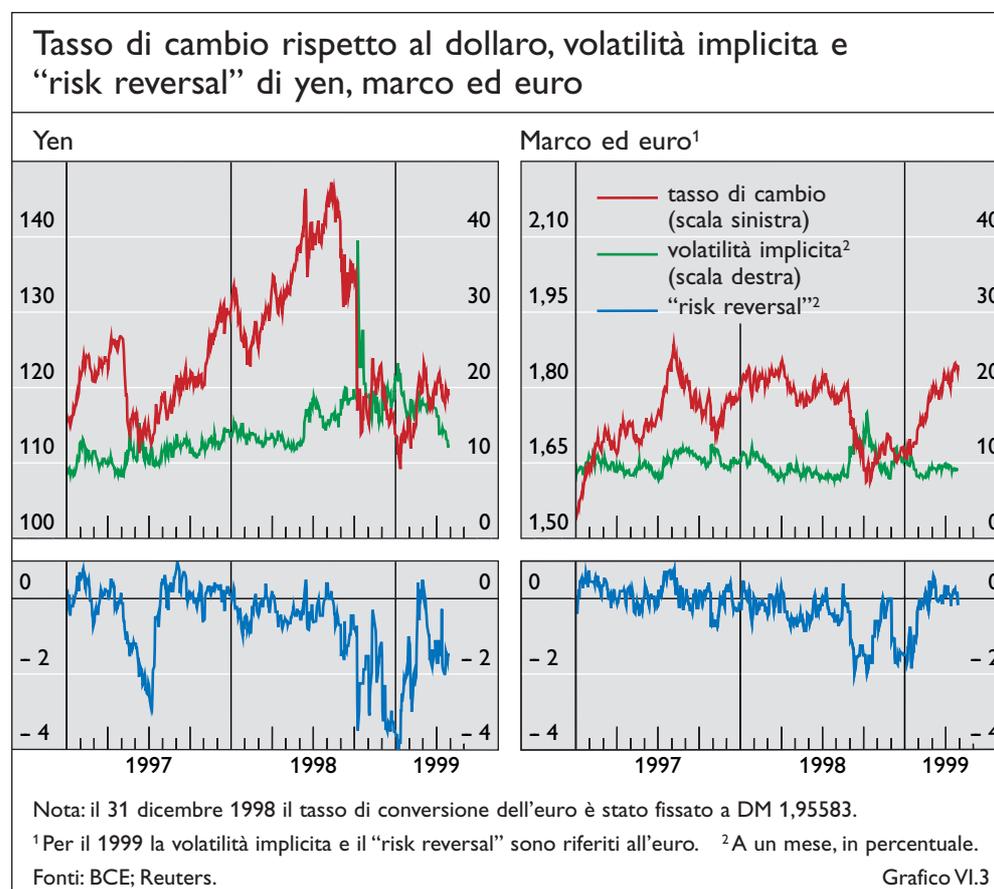
A metà agosto l'annuncio ufficiale della fluttuazione del rublo e di una moratoria unilaterale sul debito russo ha fatto temere una propagazione della crisi all'America latina (Capitolo III). Negli Stati Uniti e soprattutto in Europa i corsi azionari hanno subito una forte caduta. In aggiunta, gli operatori hanno iniziato ad attendersi un allentamento monetario da parte della Riserva federale. Queste aspettative sono state poi convalidate dalla decisione statunitense di abbassare i tassi in tre riprese fra settembre e novembre (Capitolo IV). In un contesto siffatto il dollaro ha accusato una marcata flessione in due distinti

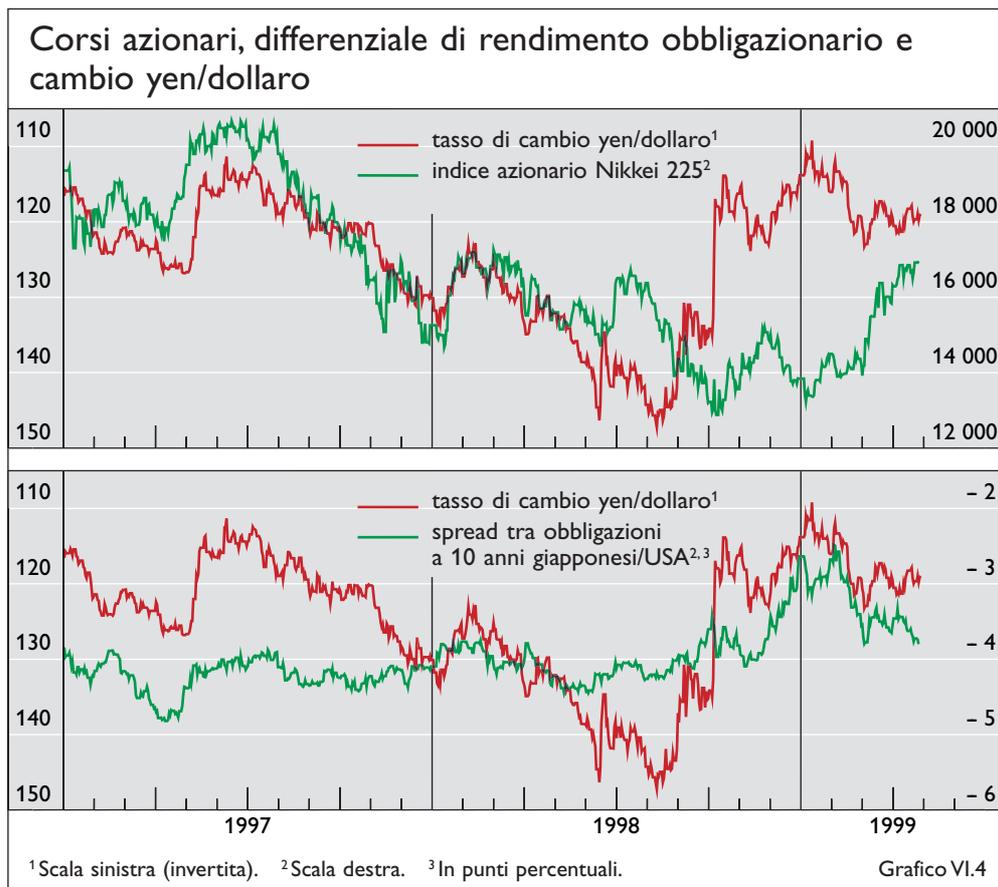
Marchio cedimento del dollaro dopo la crisi russa

Fattori ciclici
pesano sul dollaro

Per chiarire quanto è avvenuto tra settembre e ottobre occorre distinguere tra le determinanti connesse agli andamenti ciclici e ad altre grandezze economiche fondamentali e quelle tecniche ascrivibili alle condizioni specifiche del mercato. Il mutare delle prospettive delle tre principali economie può avere favorito il marco e lo yen rispetto al dollaro. Ciò sembra spiegare almeno in parte il deprezzamento della moneta USA nei confronti di quelle tedesca e giapponese agli inizi di settembre. Tale regresso era coerente con la diffusione dei timori circa la vulnerabilità dell'economia statunitense alle ricadute della turbolenza finanziaria in America latina e con il corso cedente dei mercati azionari USA a fine agosto e ai primi di settembre. Esso era altresì in linea con lo spostamento delle attese verso un allentamento della politica monetaria degli Stati Uniti e con il calo dei rendimenti obbligazionari statunitensi nello stesso periodo.

I suddetti fattori non sembrano tuttavia spiegare la caduta del dollaro ai primi di ottobre. Anzitutto il calo dei prezzi delle attività negli Stati Uniti pareva essersi arrestato. Per giunta i mercati azionari giapponesi, che avevano seguito alquanto da vicino la discesa dello yen a partire dal 1997, non hanno accompagnato la moneta nazionale nella ripresa di settembre e ottobre. Questo episodio contrasta nettamente con la correlazione positiva registrata tra l'andamento del listino azionario nipponico e quello del cambio yen/dollaro fra gennaio 1997 e luglio 1998, la quale era dovuta al fatto che su entrambi avevano pesato i timori connessi alla debole dinamica del prodotto e alla fragilità del settore bancario in Giappone (grafico VI.4). Esso induce a ritenere che agli inizi di ottobre le attese





a riguardo dell'economia nipponica fossero rimaste invariate. Inoltre non vi era alcun segno che la ripresa economica tedesca stesse accelerando.

Neanche l'inconsueta entità della caduta del dollaro, soprattutto nei confronti dello yen, è spiegata da fattori ciclici. Su di essa possono invece avere agito determinanti tecniche non connesse agli andamenti dell'economia reale nei tre principali paesi. Un'interpretazione possibile consiste nel fatto che in settembre e ottobre società d'investimento e hedge funds con un'elevata leva finanziaria potrebbero avere chiuso le consistenti posizioni corte in yen che avevano accumulato per lucrare i bassi costi di finanziamento in quella moneta. La liquidazione di queste operazioni di "yen carry" potrebbe aver accentuato il cedimento del dollaro attraverso due canali. In primo luogo è possibile che la base di capitale di questi investitori sia stata intaccata gravemente dal calo dei prezzi delle attività a seguito della crisi russa e che gli aggiustamenti dei margini innescati da tali ingenti perdite abbiano costretto i suddetti operatori a chiudere le loro posizioni di "yen carry" facendo impennare la domanda di yen. Questo meccanismo contribuirebbe a spiegare l'entità del cedimento del dollaro agli inizi di settembre.

In secondo luogo è lecito supporre che lo "yen carry" abbia agito nel senso di amplificare gli shock originati sul mercato yen/dollaro. Agli inizi di ottobre gli operatori sembrano avere riveduto le loro attese sui movimenti yen/dollaro nel breve periodo. Tale mutamento repentino potrebbe avere indotto gli investitori ad annullare le posizioni in parola, deprimendo ulteriormente i corsi del dollaro. All'intensità delle oscillazioni del cambio yen/dollaro

Hedge funds con un'elevata leva finanziaria accentuano la caduta del dollaro attraverso due canali

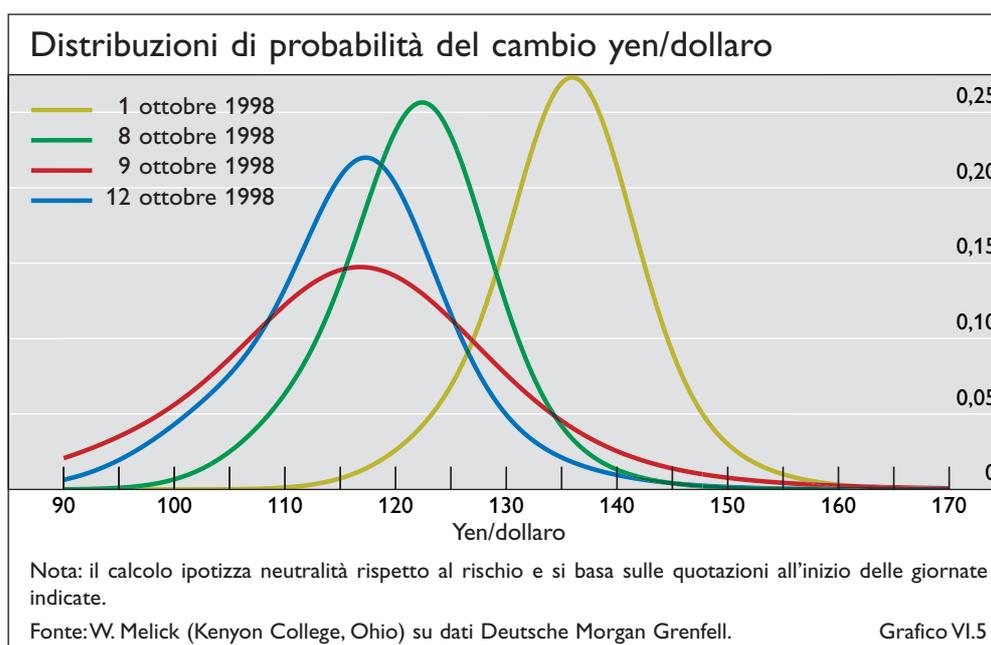
il 7 e 8 ottobre 1998 può avere contribuito la liquidazione massiccia di tali posizioni.

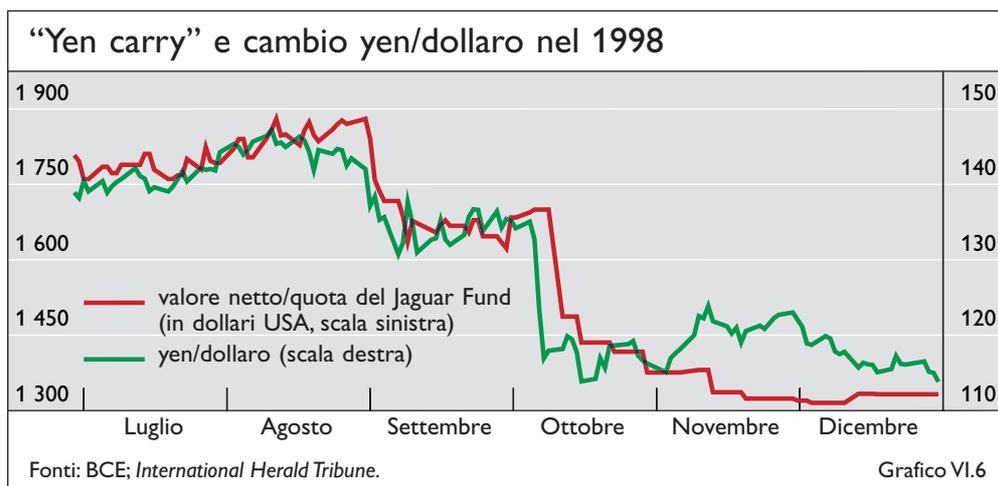
Le distribuzioni di probabilità stimate a partire dai corsi delle opzioni confermano un mutamento deciso del clima di mercato attorno a tali date (grafico VI.5). Nella prima settimana di ottobre esse sono indicative di un cambiamento graduale nella percezione dei rischi da parte degli operatori, i quali passano ad attribuire maggior peso a un pronunciato rafforzamento, anziché indebolimento, dello yen nel breve periodo (le funzioni di densità nel grafico assumono una maggiore dissimmetria a sinistra). Il 7 e 8 ottobre, tuttavia, il cambiamento si fa netto: il mercato propende decisamente verso la possibilità di un consistente apprezzamento dello yen e l'incertezza cresce notevolmente (un forte aumento della varianza nella distribuzione di probabilità). Le condizioni di mercato si normalizzano in una certa misura il 12 ottobre con l'attenuarsi delle incertezze sul futuro andamento del cambio yen/dollaro.

L'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati del 1998 fornisce due riscontri indiretti del fatto che gli investimenti all'estero venivano finanziati raccogliendo fondi a basso costo in yen. Il primo consiste nel fatto che tra il 1995 e il 1998 è aumentato decisamente il numero di opzioni yen/dollaro negoziate fuori borsa. Il secondo è che negli stessi anni il volume di contrattazioni in yen sui mercati a pronti e a termine misurato a cambi costanti ha registrato un ritmo di crescita eccezionalmente elevato. Per giunta, la consistente perdita di valore netto di un importante hedge fund attorno alle due giornate di maggiore apprezzamento dello yen (grafico VI.6) testimonia l'entità del ricorso a operazioni di "yen carry" da parte di investitori a elevata leva finanziaria.

Il ruolo degli hedge funds tra settembre e ottobre 1998 ha varie implicazioni potenziali sul piano delle politiche. Negli ultimi tempi l'attenzione si è concentrata spesso sul debito estero accumulato dagli Stati Uniti a partire dagli anni ottanta. Il marcato cedimento del dollaro mostra come sui movimenti del

Implicazioni
sul piano delle
politiche





cambio a breve termine possano influire in modo consistente non soltanto i livelli di indebitamento ma anche le modalità di finanziamento del debito accumulato. Quest'ultimo può essere assorbito su base non coperta da investitori con una prospettiva di lungo periodo, quali ad esempio le compagnie assicurative e i fondi pensione, che possono agevolmente sostenere shock temporanei sui propri portafogli. Tali operatori eserciteranno un effetto generalmente stabilizzante sul dollaro in quanto tendono a non reagire agli andamenti di breve periodo. Peraltro, anche gli investitori con un forte leverage esposti agli shock che interessano la propria base di capitale potrebbero detenere le posizioni valutarie scoperte associate al debito. Tuttavia, poiché tendono a rispondere in modo estremamente rapido ed energico alle perdite sui loro portafogli, essi possono concorrere ad accentuare la volatilità del dollaro cercando periodicamente di coprirsi. Questa categoria di investitori sembra essere stata particolarmente attiva nel 1998. L'andamento futuro della moneta statunitense potrebbe pertanto dipendere in una certa misura dal ruolo relativo delle due tipologie di investitori, sempre che una più elevata volatilità del cambio non induca chi investe di norma in un'ottica di più lungo periodo, soprattutto in Giappone, a coprire maggiormente le proprie esposizioni. Ciò potrebbe costituire un'ulteriore fonte di variabilità a breve del cambio e di generali pressioni al ribasso sul dollaro nel periodo di aggiustamento.

Dopo i minimi di DM 1,61 e ¥114 toccati a metà ottobre, la moneta statunitense è risalita rispetto a entrambe le valute attestandosi a metà novembre su quota DM 1,69 e ¥124. Nei due mesi successivi lo yen ha tuttavia recuperato il terreno perso contro il dollaro. Tale progressione si è accompagnata al netto aumento dei tassi sulle obbligazioni di Stato giapponesi, passati da circa l'1% a quasi il 2,5%, e al conseguente assottigliarsi dello spread tra i rendimenti obbligazionari USA e quelli nipponici. L'impennata dei tassi giapponesi a lunga, generalmente attribuita a una modifica temporanea dell'equilibrio tra l'offerta e la domanda di titoli di Stato in Giappone, sembra avere costituito il fattore principale di rafforzamento dello yen. Anche i timori connessi all'accrescersi del disavanzo corrente statunitense, che ha raggiunto livelli record nel terzo trimestre 1998, possono avere concorso al deprezzamento del dollaro nei confronti dello yen. L'ascesa di quest'ultimo si è arrestata soltanto con

I movimenti dell'euro riflettono le prospettive di crescita economica

l'intervento della Banca del Giappone il 12 gennaio 1999 allorché il cambio con la moneta statunitense si avvicinava a ¥108. Tra metà gennaio e metà febbraio, in corrispondenza di un allentamento della politica monetaria nipponica e soprattutto a seguito della revoca della decisione del Trust Fund Bureau di ridimensionare gli acquisti di titoli di Stato giapponesi, il dollaro è rimbalzato a ¥120.

L'introduzione dell'euro il 1° gennaio 1999 ha indotto una forte domanda della nuova moneta, che lo stesso giorno si è apprezzata sul dollaro passando da \$1,1668 (la quotazione di chiusura dell'ecu al 31 dicembre 1998) a \$1,18. Poco dopo, tuttavia, nelle valutazioni degli operatori sono tornate a pesare le incertezze a riguardo della crescita e della disoccupazione persistentemente elevata in una parte significativa dell'area dell'euro. Il progressivo deprezzamento della moneta unica tra gennaio e aprile 1999 è riconducibile al diverso andamento dell'attività economica negli Stati Uniti rispetto a buona parte dell'area dell'euro. I dati ufficiali pubblicati agli inizi del 1999 confermavano il sorprendente vigore dell'economia statunitense, con un aumento del PIL nell'ultimo trimestre 1998 pari al 6,1% su base annua. Per contro in alcuni paesi dell'area dell'euro, e soprattutto in Germania, la dinamica del prodotto risultava alquanto più debole del previsto. Ciò ha spostato a favore del dollaro le attese sui tassi d'interesse a breve, come illustrato dall'allargarsi del differenziale tra i rendimenti a termine impliciti degli Stati Uniti e quelli dell'area dell'euro. Sebbene l'entità dell'allentamento monetario deciso dalla BCE l'8 aprile abbia colto il mercato di sorpresa, nelle giornate successive l'euro non ha registrato variazioni di rilievo in rapporto al dollaro.

Al deprezzamento dell'euro nei primi mesi del 1999 potrebbe avere altresì concorso l'equilibrio tra domanda e offerta sui mercati obbligazionari europei. Se raffrontata al notevole interesse degli emittenti verso le obbligazioni internazionali denominate in euro, la domanda di tali strumenti da parte dei gestori di portafogli appare modesta. A metà aprile l'euro era sceso a circa \$1,06 sullo sfondo della prosecuzione delle ostilità nella regione balcanica. Nelle settimane successive veniva scambiato a circa \$1,06-1,07, livelli non lontani da quelli impliciti nelle valute della futura area dell'euro nell'aprile 1998. L'indebolimento della moneta unica a partire da gennaio è stato ordinato, come indicato dai livelli piuttosto bassi di volatilità effettiva e implicita. Più in generale, le incertezze aggiuntive dovute al fatto che si trattava di una nuova moneta sono state molto contenute visto che rispetto al dollaro l'euro ha espresso una volatilità simile a quella del marco tedesco, del franco francese e di altre valute europee nel 1998.

Prospettive di lungo termine a riguardo del dollaro

L'andamento del dollaro può avere effetti stabilizzanti nel medio periodo ...

Il rafforzamento tendenziale del dollaro tra la primavera 1995 e l'estate 1998 e la successiva caduta e ripresa delle sue quotazioni ripropongono il tema delle diverse prospettive a medio e lungo termine della moneta USA. Considerato in un'ottica di medio periodo e in termini di flussi, l'andamento del cambio nel periodo menzionato sembra coerente con le posizioni cicliche relative. Il rialzo della valuta statunitense aveva contribuito a riorientare la domanda aggregata mondiale dalle economie in forte crescita verso altre meno dinamiche. Lo stesso vale per l'apprezzamento del dollaro rispetto all'euro nel primo scorcio del 1999.

Stime del valore di equilibrio di lungo periodo del dollaro				
	Tasso di mercato ¹	PPA ²	PPA tendenziale ³	Tasso di cambio di equilibrio fondamentale ⁴
Yen/dollaro	119	163	102	100
Dollaro/euro	1,06	1,05	1,15	1,25–1,30

¹ Il 29 aprile 1999. ² OCSE, 1998 per yen/dollaro e 1996 per dollaro/euro "sintetico". ³ Warburg Dillon Read, inizio 1999. ⁴ Institute for International Economics, inizio 1999. Tabella VI.1

In una prospettiva storica, tuttavia, l'ascesa del dollaro appare più difficile da spiegare. Il valore di equilibrio di lungo periodo di un tasso di cambio viene stimato di norma in due modi, entrambi necessariamente imprecisi. Il primo, che prende in considerazione il potere d'acquisto relativo delle monete, induce a ritenere che l'attuale quotazione del dollaro sia in certa misura superiore al suo valore di equilibrio di lungo periodo rispetto allo yen e all'euro (tabella VI.1). Il secondo, che rapporta la moneta USA alle stime inevitabilmente approssimative del suo valore di equilibrio fondamentale (vale a dire del livello compatibile con un rapporto stabile fra debito esterno e prodotto sul lungo periodo), produce risultati analoghi.

Nel 1998 l'ampliarsi del disavanzo commerciale e il crescente onere del servizio del debito hanno sospinto il deficit corrente degli Stati Uniti fino al livello record di \$233 miliardi. Ciò ha fatto crescere le passività esterne nette del paese dal 16 a circa il 19% del PIL. Gli effetti della posizione debitoria netta sul futuro onere dei relativi interessi risultano tuttavia mitigati dal fatto che i rendimenti sulle attività esterne degli Stati Uniti sono tradizionalmente più elevati di quelli sulle passività. Il saldo dei redditi è diventato negativo soltanto nel 1997 e nel 1998 era ancora inferiore all'1% del PIL. Per contro, le attività nette del Giappone verso l'estero, attualmente superiori al 25% del prodotto interno del paese, determinano un afflusso di redditi netti da capitale che rappresenta appena l'1,5% circa del PIL.

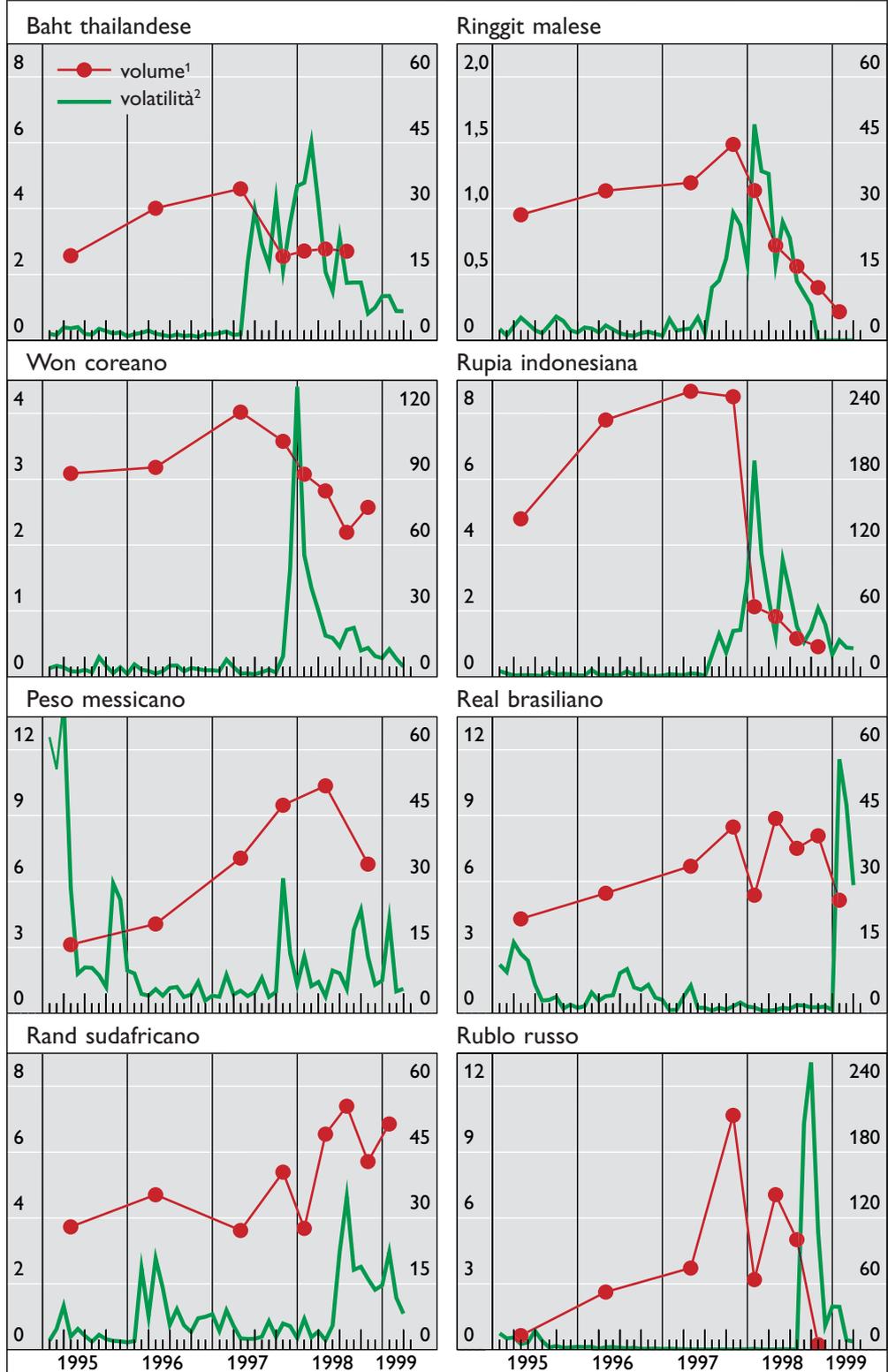
Andamenti nei mercati valutari emergenti

Nel 1998 e agli inizi del 1999 due importanti sviluppi hanno contraddistinto i mercati valutari delle economie emergenti (si veda anche il Capitolo III). In primo luogo nell'agosto dello scorso anno una turbolenza ha interessato il rublo russo per poi estendersi al Messico, dove gli afflussi di capitali sono diminuiti bruscamente e la moneta ha accusato una forte flessione. Nel gennaio 1999 il Brasile è stato costretto a svalutare il real a seguito di intense pressioni speculative. In secondo luogo, dopo la turbolenza che li aveva colpiti a più riprese nel 1997 e agli inizi del 1998, i mercati valutari asiatici hanno mostrato segni di assestamento consentendo alle autorità monetarie di abbassare gradualmente i tassi d'interesse a breve. Come indica l'esempio del won (grafico VI.7), la volatilità del cambio con il dollaro, che era aumentata bruscamente nel 1997 e nel primo scorcio del 1998, è tornata ad avvicinarsi ai livelli precedenti la crisi. Tale andamento si è accompagnato alla stabilizzazione dei mercati finanziari della regione e al miglioramento del quadro economico. Altre valute che avevano

... ma la sua sostenibilità a lungo termine solleva interrogativi

Crisi in Russia e Brasile

Volume delle contrattazioni e volatilità nei mercati emergenti



Nota: vari cambiamenti strutturali sul mercato dei cambi russo hanno concorso al brusco calo del volume delle contrattazioni dopo il luglio 1998.

¹Volume locale giornaliero degli scambi nella rispettiva moneta nel mese indicato (in miliardi di dollari USA, scala sinistra), tranne per Brasile e Messico, il cui volume comprende altre valute (per ulteriori dettagli si veda la tabella VI.5 nella Relazione annuale del 1998). ²Scarto quadratico medio annualizzato su un mese dei movimenti percentuali giornalieri del cambio rispetto al dollaro USA (scala destra).

Fonti: banche centrali; Datastream; elaborazioni BRI.

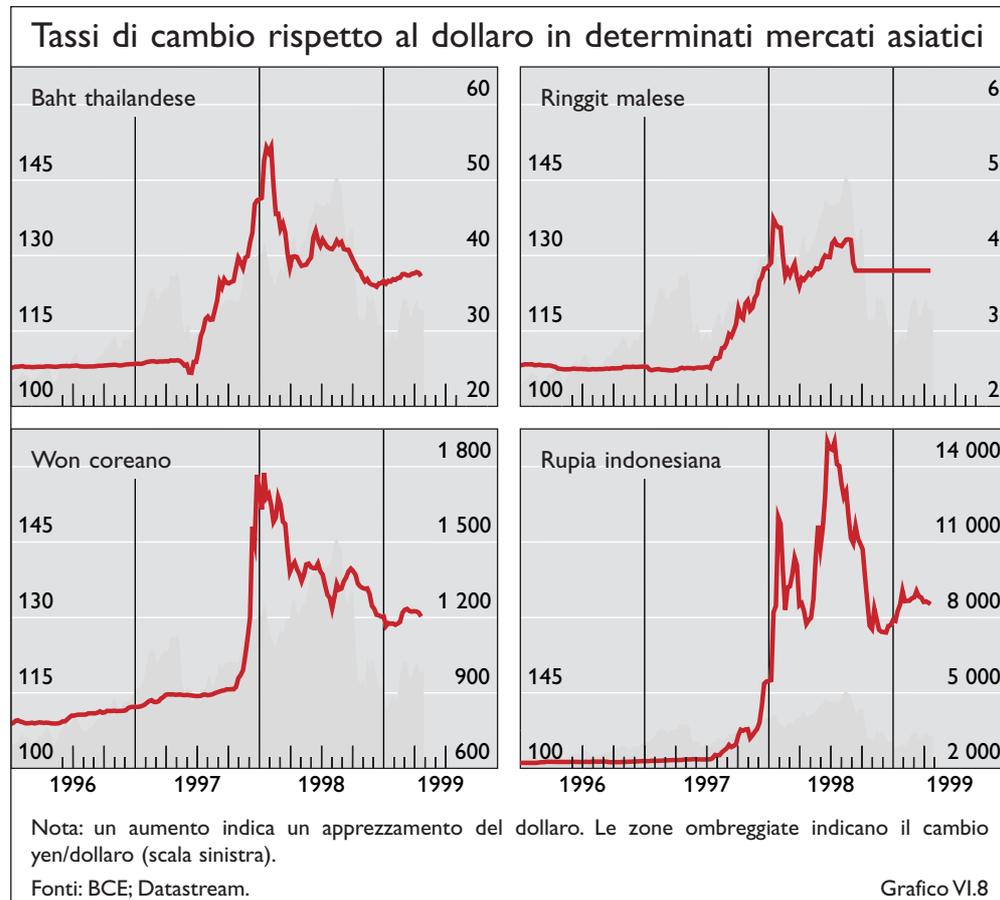
Grafico VI.7

retto meglio alle turbolenze nel 1997, come lo yuan e il dollaro di Hong Kong, sono rimaste stabili per tutto il 1998 e i primi mesi del 1999.

La maggiore stabilità valutaria è in larga misura riconducibile a fattori interni. Ad essa hanno inoltre concorso i movimenti del cambio yen/dollaro e il mutare del rapporto fra le monete asiatiche e tale cambio. Prima dello scoppio della crisi nel 1997, gran parte delle divise dei paesi asiatici emergenti era saldamente ancorata alla valuta USA. Pertanto, gli ampi guadagni messi a segno da quest'ultima nei confronti del marco tedesco e soprattutto dello yen tra il 1995 e il 1997 avevano trovato riflesso in Asia in un sostanziale apprezzamento dei cambi effettivi e quindi in consistenti perdite di competitività. Ciò aveva determinato pressioni sui cambi di molte valute asiatiche, sfociate poi nello sganciamento di queste ultime dal dollaro. Nella seconda metà del 1997 e nei primi sei mesi del 1998 la rupia, il won, il ringgit e il baht hanno mantenuto tale distanza dalla divisa statunitense seguendo invece più da vicino l'andamento cedente dello yen rispetto al dollaro (grafico VI.8). Fino ad agosto 1998 la maggiore affinità con uno yen calante e la minore correlazione con un dollaro in ascesa hanno consentito a tali valute di recuperare competitività. Lo stesso vale per gran parte delle altre divise asiatiche con le eccezioni notevoli di yuan e dollaro di Hong Kong, rimasti saldamente ancorati alla moneta statunitense.

Dal momento che la composizione per settori delle esportazioni cinesi verso Stati Uniti, Unione europea e Giappone è molto simile a quella di Corea, Thailandia e Filippine (tabella VI.2), le cui divise si erano deprezzate in misura sostanziale, l'aggancio dello yuan al dollaro è apparso particolarmente

I mercati valutari asiatici si stabilizzano



Fonti di pressione concorrenziale sulle valute asiatiche									
	Corea	India	Thailandia	Malaysia	Singapore	Indonesia	Filippine	Cina	Taiwan
India	38								
Thailandia	63	44							
Malaysia	66	23	58						
Singapore	53	17	46	56					
Indonesia	37	42	45	41	21				
Filippine	69	38	67	71	51	42			
Cina	55	53	62	43	33	47	55		
Taiwan	69	30	68	58	60	32	60	54	
Hong Kong	52	41	55	45	40	30	56	63	53

Nota: la somiglianza nella composizione merceologica delle esportazioni dai paesi asiatici verso Stati Uniti, Giappone e Unione europea viene misurata dall'indice di Finger utilizzando una ripartizione SITC a due cifre delle esportazioni totali (X_i).

Per due paesi i e j , l'indice di Finger è dato dalla formula:
 $100 \sum_{k=1}^{64} \text{Min} [(X_k^i / X_i^i), (X_k^j / X_j^i)]$, dove 64 rappresenta il numero di settori.

L'indice è compreso tra 0 (dissomiglianza totale) e 100 (identica composizione merceologica delle esportazioni).

Fonti: F.M. Finger e M.E. Kreinin, "A measure of export similarity and its possible uses", *The Economic Journal*, vol. 89, pagg. 905-912; OCSE; elaborazioni BRI.

Tabella VI.2

vulnerabile quando quest'ultimo si è avvicinato a quota ¥150 a metà agosto 1998. I timori connessi al possibile sganciamento dello yuan dalla moneta USA si sono tuttavia attenuati nelle sei settimane successive, allorché il dollaro ha perso circa un quarto del suo valore rispetto allo yen. Nel contempo, le altre divise asiatiche hanno cessato di seguire lo yen e sono tornate a oscillare in sintonia con un dollaro calante.

Dopo il gennaio 1999 le valute asiatiche hanno ripreso a mostrare una maggiore correlazione con l'andamento dello yen. Il fatto che a partire da metà 1997 la maggioranza delle monete asiatiche abbia teso a seguire molto da vicino la valuta – dollaro o yen – che al momento si stava deprezzando sembra indicare l'emergere di un approccio più eclettico alla gestione dei cambi nella regione. Un'eccezione è costituita dalla Malaysia, la quale ha ancorato la sua moneta al dollaro nel settembre 1998 e ha introdotto severi controlli sui movimenti di capitale, parzialmente allentati agli inizi del 1999.

Sebbene nel 1998 i cambi asiatici si siano stabilizzati, il crollo del rublo in agosto, le pressioni sul peso messicano nei mesi successivi e l'attacco speculativo al real brasiliano culminato nella sua fluttuazione nel gennaio 1999 attestano la persistente vulnerabilità delle valute dei paesi emergenti. Per giunta, i dati relativi al volume di contrattazioni sui mercati dei cambi negli ultimi anni sono indicativi di un perdurante ristagno dell'attività (grafico VI.7). Di fatto, in taluni casi, come quello indonesiano e malese, tale volume è calato rispetto al 1995. Questa situazione è coerente con l'inversione dei flussi di capitale verso i mercati emergenti descritta nel Capitolo VII. Dall'agosto 1998 essa ha altresì riflesso la fuga mondiale verso la qualità e la liquidità (Capitolo V) successiva alla crisi russa.

Il grafico VI.7 mostra due diversi tipi di nesso fra l'attività sui mercati e la volatilità. Analogamente a quanto avviene di norma per i listini azionari, nel 1998

L'attività rimane sottotono

la maggiore volatilità sul mercato valutario sudafricano si è accompagnata a una crescita del volume delle contrattazioni. Viceversa, sui mercati colpiti da forti turbolenze – come quello indonesiano nel 1997 e agli inizi del 1998 e quello russo nell'estate 1998 – la correlazione fra volatilità e attività è inversa. Nel caso russo, ad esempio, il volume di contrattazioni in valuta era cresciuto a un ritmo estremamente rapido tra il 1995 e il 1997. Dopo il crollo del rublo l'attività si è quasi completamente esaurita, verosimilmente anche per effetto dei cambiamenti strutturali che hanno interessato il mercato.

Tassi di cambio intraeuropei

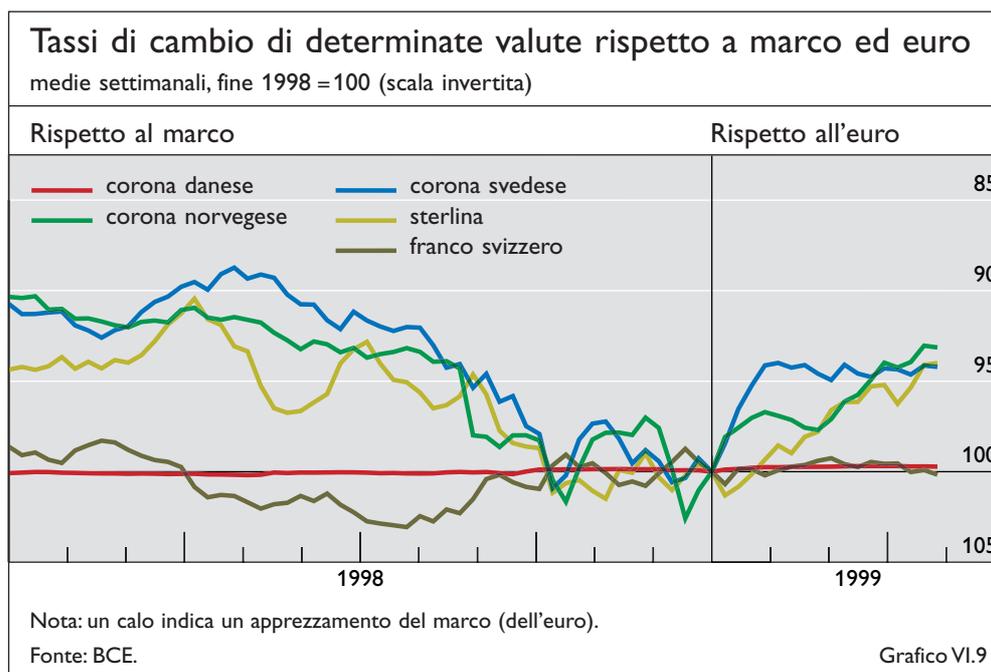
Nel 1998 i mercati valutari europei sono stati contraddistinti da un'ordinata transizione all'unione monetaria e da una singolare stabilità nel contesto di turbolenza che ha caratterizzato i mercati finanziari mondiali. Nel primo semestre dell'anno la convergenza dei tassi ufficiali e dei rendimenti obbligazionari in Europa si è accompagnata a cambi intraeuropei stabili e a un calo delle negoziazioni in valuta. L'indagine delle banche centrali del 1998 segnala un notevole ridimensionamento della quota di contrattazioni in marchi tedeschi contro franchi francesi sui mercati a pronti, a termine e delle opzioni valutarie tra il 1995 e il 1998. Tale tendenza si è accelerata dopo l'annuncio, il 3 maggio, delle monete che avrebbero partecipato alla UEM e dei livelli ai quali sarebbero state fissate le parità bilaterali.

Nell'agosto 1998, quando la crisi russa ha innescato una fuga mondiale verso la qualità e la liquidità, i mercati valutari della futura area dell'euro sono rimasti singolarmente calmi. Durante i mesi successivi la volatilità rispetto al marco tedesco delle altre monete che sarebbero confluite nell'euro è rimasta contenuta, e verso la fine dell'anno i tassi d'interesse a breve hanno teso a convergere (Capitolo IV) di riflesso agli effetti stabilizzanti dell'approssimarsi dell'unione monetaria. Per contro, tra la fine di agosto e ottobre 1998 il cambio di alcune valute europee non partecipanti è stato oggetto di sollecitazioni. La differenza tra la reazione del marco finlandese e quella della corona norvegese e svedese illustra il ruolo stabilizzante svolto dalla prospettiva di ingresso nell'unione monetaria. Mentre il marco finlandese è rimasto stabile nei confronti di quello tedesco, tra agosto e ottobre la volatilità della corona svedese si è triplicata all'indebolirsi del cambio con la moneta tedesca (grafico VI.9). Nel caso della valuta norvegese a tale effetto si è sommato il perdurante calo dei corsi petroliferi, cosicché le autorità monetarie sono state costrette a rialzare sostanzialmente i tassi ufficiali in agosto e poi a rinunciare all'obiettivo di cambio.

La debolezza della corona svedese nei confronti del marco tedesco per gran parte del 1998 è altresì riconducibile alla rallentata dinamica dell'economia in Svezia, che ha indotto la banca centrale a ridurre ripetutamente i tassi guida. Nell'ultimo trimestre dell'anno la corona si è stabilizzata rispetto al marco. Per giunta, il differenziale tra i rendimenti obbligazionari svedesi e quelli tedeschi si è assottigliato allorché le attese si sono orientate verso un ingresso più ravvicinato della Svezia nella UEM.

Anche l'andamento di due importanti valute europee esterne all'euro – la sterlina e il franco svizzero – ha riflesso i fattori ciclici sottostanti e le connesse

La prospettiva della UEM svolge un ruolo stabilizzante



Sterlina e franco svizzero in sintonia con l'euro ...

risposte della politica monetaria. Il deprezzamento della sterlina sul marco tedesco nei primi nove mesi del 1998 è riconducibile al mutare delle attese di tasso d'interesse nel Regno Unito a seguito della diffusione di dati indicativi di un rallentamento dell'economia britannica. La correzione al ribasso delle aspettative, evidente nei tassi d'interesse a termine impliciti (grafico VI.2), è stata infine convalidata dal graduale calo dei rendimenti britannici a breve tra ottobre 1998 e aprile 1999. Rispetto all'euro, la sterlina si è mantenuta entro una fascia di oscillazione ristretta salendo gradualmente da £0,71 a 0,66 tra gennaio e aprile 1999. Tale apprezzamento in una fase di indebolimento dell'euro nei confronti della moneta USA richiama il comportamento della valuta britannica in rapporto al marco tedesco e al dollaro a partire dai primi anni novanta.

... come in passato con il marco tedesco

Seguendo un andamento analogo a quello osservato in passato, il franco svizzero si è deprezzato nei confronti del marco tedesco durante la fase di indebolimento di quest'ultimo nei primi sei mesi del 1998, per poi rafforzarsi allorché il marco recuperava il terreno perduto sul dollaro nel secondo semestre dell'anno. Rispetto all'euro, il franco è arretrato lievemente fra gennaio e aprile 1999 allorché la nuova moneta scendeva nei confronti del dollaro. I movimenti del franco in rapporto all'euro hanno pertanto riprodotto quelli passati nei confronti del marco. Il desiderio delle autorità elvetiche di mantenere tale correlazione è illustrato dalla manovra monetaria da esse attuata l'8 aprile 1999 in sincronia con la decisione della BCE di abbassare i tassi.

I mercati valutari dopo l'introduzione dell'euro

Nei mesi immediatamente successivi all'introduzione dell'euro l'attenzione si è concentrata sulle variazioni a breve termine del valore della nuova moneta e in particolare sul deprezzamento di quest'ultima nei confronti del dollaro. Tuttavia, dall'avvento dell'euro è lecito attendersi delle modifiche strutturali ai mercati valutari. Tali modifiche, di cui è difficile prevedere il profilo temporale, sono

connesse al futuro ruolo dell'euro come moneta per transazioni, di riserva, d'investimento e di ancoraggio. Sebbene esso rappresenti un'area economica che totalizza il 16% del PIL mondiale e il 30% dell'interscambio globale, quote comparabili a quelle degli Stati Uniti, resta da vedere se l'euro arriverà a eguagliare il peso del dollaro.

L'euro potrebbe diventare importante come moneta di denominazione delle transazioni. L'uso di una divisa sui mercati valutari costituisce un parametro abituale della sua rilevanza come moneta per transazioni. A giudicare dai dati pubblicati nell'indagine triennale del 1998, il dollaro resta di gran lunga la moneta veicolo dominante (tabella VI.3). Tenuto conto della quota di contrattazioni scomparsa con l'avvio della UEM, si stima che esso figuri nel 94% dei contratti a pronti e a termine. Stime basate sul volume di contrattazioni nelle divise della futura area dell'euro nel 1998 indicano che all'inizio della UEM la moneta unica fosse utilizzata in circa il 50% delle operazioni in cambi. Nel lungo periodo è lecito attendersi un incremento della quota dell'euro, la cui entità dipenderà tuttavia dal ruolo svolto da quest'ultimo come valuta di riserva, investimento e ancoraggio.

Per il momento un fatto certo è che l'introduzione della moneta unica ha ridimensionato i mercati dei cambi. Secondo l'indagine dello scorso anno, tra il 1995 e il 1998 la quota di contrattazioni fra le divise dei probabili aderenti alla

Importanza dell'euro connessa al suo ruolo come moneta per transazioni ...

Mercati valutari e UEM						
	Volume delle contrattazioni ¹ nel 1995			Volume delle contrattazioni ¹ nel 1998		
	Totale	Contro dollari USA	Contro valute UEM ²	Totale	Contro dollari USA	Contro valute UEM ²
in miliardi di dollari USA						
Dollaro USA	1 313,4	–		1 741,0	–	
Valute UEM ²	869,8	551,4	201,1 ³	968,4	709,1	125,1 ³
Marco tedesco	583,8	364,9	106,1	602,7	413,1	62,4
Franco francese	127,2	72,5	51,7	102,6	82,6	17,1
Ecu	36,2	25,2	10,9	28,2	22,7	5,6
Yen	371,4	329,9		407,2	363,3	
Sterlina	139,7	102,8		211,9	159,4	
Franco svizzero	116,3	85,7		138,8	108,7	
Totale	1 571,8	1 313,4		1 981,6	1 741,0	

Nota: i dati in corsivo sono stimati.

¹Volume medio giornaliero, 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 (che comprende anche altre valute e valute non identificate) viene diviso per due. ²Nell'indagine indicata in calce, dati disaggregati sono disponibili soltanto per marco tedesco, franco francese, sterlina, ecu e la somma delle altre monete SME. Per stimare il volume relativo alle valute UEM, la somma delle altre monete SME viene disaggregata considerando i volumi di contrattazioni in moneta locale secondo la metodologia seguita nella tabella V.5 della 67ª Relazione annuale. ³Prima dell'avvio della UEM, le transazioni valutarie tra le monete dei probabili aderenti venivano talvolta effettuate per il tramite del dollaro. Di conseguenza, se si sottrae il volume delle contrattazioni all'interno della UEM nel 1998 si ottiene una sovrastima dell'importanza dell'euro, una sottostima dello yen e una stima corretta del dollaro.

Fonti: *Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati*, 1995 e 1998; elaborazioni BRI. Tabella VI.3

Riserve valutarie ufficiali					
	1995	1996	1997	1998	Consistenze a fine 1998
in miliardi di dollari USA					
	Variazioni a tassi di cambio correnti				
Totale	198,5	172,3	52,7	63,8	1 636,1
Paesi industriali	79,3	69,6	-12,0	- 0,5	690,4
Asia ¹	49,4	64,2	8,8	61,9	562,9
America latina ²	21,4	24,0	10,8	- 8,4	132,7
Europa orientale ³	34,6	-2,6	5,1	4,8	73,3
Altri paesi	13,8	17,1	40,0	6,0	176,8
	Variazioni a tassi di cambio costanti ⁴				
Totale	180,8	200,3	111,4	28,8	1 636,1
Riserve in dollari detenute:	142,5	162,1	78,3	25,7	1 144,6
negli Stati Uniti ⁵	106,0	128,0	22,1	- 7,2	727,3
presso banche al di fuori degli Stati Uniti ⁶	-15,4	19,2	- 4,4	- 4,8	117,0
non classificate	51,9	14,9	60,5	38,3	300,9
Riserve non in dollari	38,3	38,2	33,1	3,1	491,5
di cui: detenute presso banche ⁶	7,6	8,0	17,2	-22,9	111,7

¹ Cina, Corea, Filippine, Hong Kong, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia. ² Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Venezuela. ³ Bulgaria, Croazia, Estonia, Federazione russa, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Repubblica Slovacca, Romania, Slovenia e Ungheria. ⁴ Parzialmente stimate; valutate a tassi di cambio di fine anno. Il residuo è stato ripartito sulla base delle disponibilità note. ⁵ 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. ⁶ Depositi di istituzioni monetarie ufficiali presso le banche dichiaranti alla BRI.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; BRI. Tabella VI.4

UEM è scesa dal 13% a meno del 6% del totale. Vale la pena di sottolineare come, contrariamente a quanto ci si aspettava, la scomparsa di una porzione consistente delle contrattazioni in valuta non sia stata compensata da una maggiore attività nelle monete dei mercati emergenti, che è anzi calata tra il 1997 e il 1998.

... di riserva ...

Nel valutare il ruolo dell'euro come moneta di riserva occorre distinguere tra gli andamenti di breve periodo e le prospettive a lungo termine. Negli ultimi anni la quota di riserve ufficiali mondiali investita in strumenti denominati in dollari si è mantenuta alquanto stabile attorno al 70% (tabella VI.4). Marco tedesco e yen figurano per percentuali molto inferiori, che si aggiravano rispettivamente intorno all'11% e al 5% a fine 1998. La quota decrescente delle valute europee diverse dal marco, ivi compreso l'ecu, spiega in larga misura la contrazione delle disponibilità ufficiali non in dollari nel 1998. Lo scorso anno le monete UEM rappresentavano nel loro insieme circa il 15% delle riserve mondiali. Il venir meno delle disponibilità di valute UEM negli Stati partecipanti ha verosimilmente comportato un certo aumento della quota del dollaro sul totale delle riserve. Nel più lungo periodo, la misura in cui l'euro rappresenterà una percentuale delle riserve mondiali superiore a quella risultante dalla somma delle divise in esso confluite dipenderà dalle strategie di gestione delle riserve che verranno

Transazioni internazionali in titoli obbligazionari e azionari*												
	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	in percentuale del PIL											
Stati Uniti	4	9	35	89	96	107	129	131	135	159	213	230
Giappone	2	8	62	119	92	72	78	60	65	79	96	91
Germania	5	7	33	57	55	85	170	158	172	200	257	334
Francia	n.d.	5	21	54	79	122	187	197	187	258	314	415
Italia	1	1	4	27	60	92	192	207	253	470	677	640
Canada	3	9	27	65	83	114	153	206	187	251	355	331

*Acquisti e vendite di titoli su base lorda fra residenti e non residenti.
Fonte: dati nazionali di bilancia dei pagamenti. Tabella VI.5

attuata dalle banche centrali. Un fattore di rilevanza potrebbe anche essere il ruolo di ancora della moneta unica qualora i paesi agganciati all'euro decidessero di mantenere le loro riserve in tale valuta. In questo senso diventano potenzialmente importanti le politiche di cambio dei paesi emergenti per le consistenti disponibilità detenute da questi ultimi.

In un contesto di flussi azionari e obbligazionari internazionali in forte espansione (tabella VI.5), l'euro potrebbe svolgere un ruolo significativo come moneta d'investimento. Nel primo trimestre 1999 le emissioni in euro sono state consistenti. Come indicato nella 67^a Relazione annuale, la reazione dei gestori di portafogli attivi e passivi all'introduzione della moneta unica contribuirà in modo fondamentale a determinarne l'andamento. L'euro trarrà sicuramente vantaggio dalla crescente integrazione dei mercati europei dei titoli di Stato e delle

... di investimento ...

Ruolo di dollaro, marco e yen come valute ancora									
	Quota del volume di scambi in moneta locale (in %) contro ¹			Elasticità del tasso di cambio ²		Quota del volume di scambi in moneta locale (in %) contro ¹			Elasticità del tasso di cambio ²
	\$USA	DM	Yen			\$USA	DM	Yen	
Asia					Europa orientale				
Baht thailandese	96,7	0,3	1,9	0,33	Corona ceca ⁴	42,8	53,5	3,6 ⁵	0,75
Dollaro di Taiwan ³	90,5	1,3	4,4	0,24	Corona slovacca	85,0	11,9	3,2 ⁵	0,63
Rupia indiana	90,0	2,9	1,0	0,09	Fiorino ungherese	71,5	25,4	0	0,45
Won coreano	97,3	0,5	1,5	0,29	Zloty polacco	78,9	19,8	n.d.	0,33
America latina					Altre valute				
Nuovo sol peruviano	100,0	0	0	0,03	Lira turca	100,0	0	0	0,68
Peso colombiano	100,0	0	0	-0,08	Nuovo shekel israeliano	89,2	n.d.	n.d.	0,28
Peso messicano	n.d.	n.d.	n.d.	-0,96	Rand sudafricano	95,0	1,8	3,2	0,11
Real brasiliano	85-90 ⁶	n.d.	n.d.	0,55	Riyal saudita	98,1	0,2	0,1	0

¹Le quote sul mercato valutario locale sono calcolate come rapporto fra il volume degli scambi in moneta locale rispettivamente contro dollaro, marco e yen e il totale degli scambi in moneta locale (luglio 1998). ²Le elasticità sono stimate come coefficienti della regressione $X_t = \alpha + \beta(DM/\$)_t + \gamma(yen/\$)_t + u_t$, dove X_t è il tasso di cambio in dollari di una valuta. Tutte le variabili sono in termini di variazioni percentuali. La regressione è stimata con dati mensili sul periodo campione gennaio 1993-dicembre 1998. I valori riportati indicano l'elasticità rispetto alle variazioni del cambio yen/dollaro per le valute asiatiche e del cambio marco/dollaro per tutte le altre monete. Un'elasticità prossima a zero indica un elevato comovimento con il dollaro. ³Aprile 1998. ⁴Ottobre 1997. ⁵Comprende altre valute. ⁶Stima.

Fonti: banche centrali; Datastream; FMI; elaborazioni BRI. Tabella VI.6

obbligazioni private. La segmentazione residua su taluni di questi – ascrivibile fra l'altro alle differenze in materia di normative, regimi fiscali e prassi di mercato nazionali – induce a ritenere che occorrerà qualche tempo prima che la nuova valuta abbia un impatto anche sulla composizione dei portafogli privati.

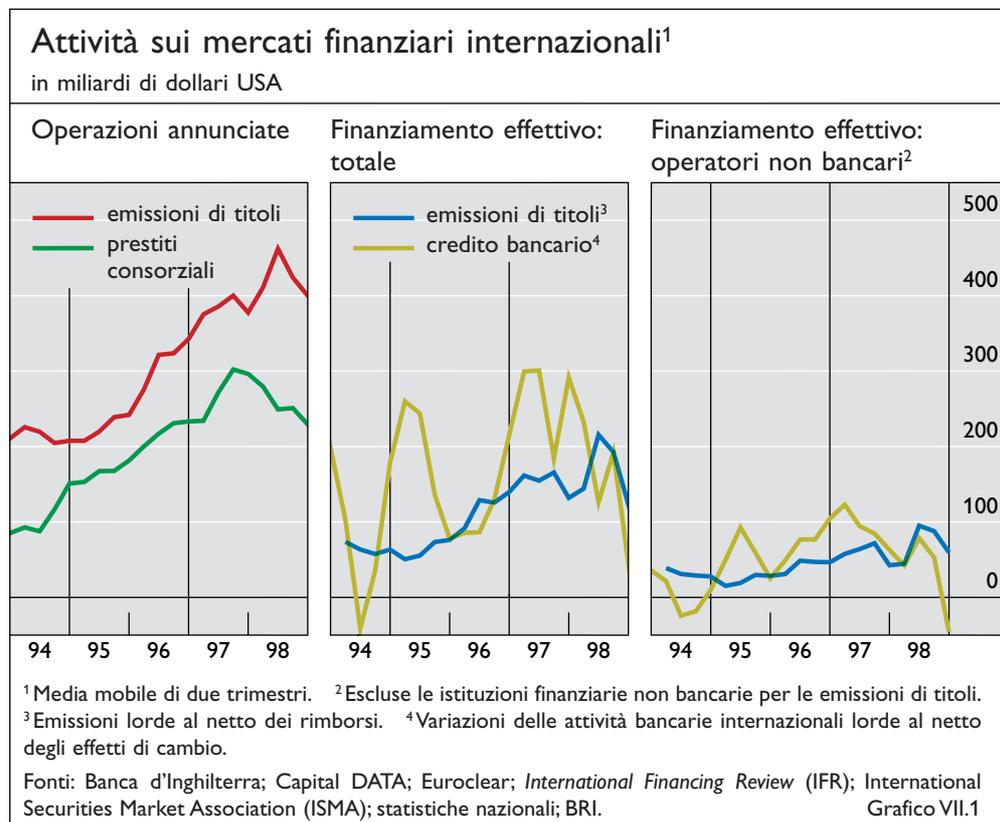
... e di ancoraggio

Il ruolo dell'euro come ancora monetaria rappresenterà verosimilmente un'evoluzione di quello svolto dal marco tedesco fino a tutto il 1998. I comovimenti dei cambi con il dollaro, il marco e lo yen indicano che la divisa statunitense è predominante in Asia, in America latina e in altre regioni (tabella VI.6). Ciò è confermato dalla composizione per valute del volume di contrattazioni in cambi. Il fatto che nel 1998 la funzione di ancora del marco tedesco fosse circoscritta all'Europa induce a ritenere che nel prossimo futuro il ruolo dell'euro potrebbe limitarsi alla stessa regione (e alla precedente sfera d'influenza del franco francese). Agli inizi del 1999 la sterlina, il franco svizzero, la corona svedese e gran parte delle monete dell'Europa orientale hanno reagito alle variazioni del cambio euro/dollaro in modo sostanzialmente analogo a quanto avevano fatto in passato rispetto a quelle del cambio marco tedesco/dollaro. In media, per ogni punto percentuale perso dall'euro rispetto alla valuta USA, il franco svizzero ha lasciato sul terreno circa l'1,1%. La corona svedese ha seguito meno da vicino l'andamento della moneta unica deprezzandosi mediamente di circa lo 0,7% per ogni punto percentuale perso dall'euro, mentre la sterlina ha generalmente riprodotto circa la metà dei movimenti dell'euro sul dollaro. La corona ceca ha ricalcato il comportamento di quella svedese, mentre in media lo zloty ha seguito per meno di un terzo le variazioni dell'euro nei confronti del dollaro. Per contro, il fiorino ungherese si è mosso in maggiore sintonia con l'euro che con il marco.

VII. I mercati finanziari internazionali

Aspetti salienti

La moratoria sul debito russo annunciata nell'agosto 1998 ha segnato una svolta decisiva per i mercati finanziari internazionali. È pur vero che il ricorrente manifestarsi di tensioni dall'inizio della crisi asiatica nel luglio 1997 aveva già esercitato un notevole impatto sulle complessive condizioni di mercato. Tuttavia, fino alla scorsa estate i fattori di espansione si erano mantenuti in genere abbastanza forti da controbilanciare i crescenti timori destati dall'esposizione al rischio di credito. Fra questi fattori figurano in particolare la ricerca di rendimenti più elevati in un contesto monetario favorevole, la diversificazione internazionale dei portafogli a essa parzialmente collegata, l'ondata di fusioni e acquisizioni nei paesi industriali e il progressivo emergere di un mercato finanziario paneuropeo. L'inattesa decisione russa ha provocato una grave perdita di fiducia del mercato, aggravata in settembre dalle rivelazioni sull'entità delle esposizioni del Long-Term Capital Management (LTCM). Le condizioni di emissione si sono repentinamente inasprite per tutti i mutuatari con la sola eccezione di quelli di prim'ordine, i nuovi finanziamenti posti in essere sui mercati internazionali bancario e mobiliare si sono drasticamente ridotti ed è precipitata l'attività sul mercato secondario per tutti gli strumenti rischiosi. Sebbene l'allentamento dei tassi ufficiali abbia



Finanziamento netto stimato sui mercati internazionali ¹							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Consistenze a fine 1998
in miliardi di dollari USA							
Totale attività esterne delle banche ²	316,4	274,9	680,1	532,7	1 142,6	331,0	9 665,4
Attività bancarie sull'interno in valuta estera	-0,9	0,2	-36,0	71,4	42,1	12,1	1 382,8
<i>meno: ridepositi interbancari</i>	115,5	85,1	314,1	184,1	719,8	228,1	5 563,2
A = Attività bancarie internazionali nette ³	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5 485,0
B = Finanziamento netto mediante strumenti del mercato monetario	-6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Totale emissioni perfezionate di obbligazioni e notes	..	504,1	536,8	859,6	1 014,0	1 167,8	
<i>meno: rimborsi e riacquisti</i>	..	253,8	291,0	363,4	460,5	497,5	
C = Finanziamento netto mediante obbligazioni e notes	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4 121,6
D = A + B + C = Totale finanziamento internazionale	388,7	443,6	593,1	957,3	1 038,3	792,7	9 801,1
<i>meno: duplicazioni⁴</i>	113,7	38,6	48,1	197,3	163,3	227,7	1 456,1
E = Totale finanziamento internazionale netto	275,0	405,0	545,0	760,0	875,0	565,0	8 345,0

¹Per i dati sulle posizioni bancarie e sui collocamenti in euronotes, variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio; per il finanziamento obbligazionario, dati di flusso. ²Banche situate nei paesi del G10, in Austria, Danimarca, Finlandia, Irlanda, Lussemburgo, Norvegia, Spagna, Antille olandesi, Bahamas, Bahrain, Hong Kong, Isole Cayman e Singapore, nonché filiali di banche USA a Panama. ³Esclusi i ridepositi stimati fra banche dichiaranti. ⁴Titoli di debito internazionali acquisiti o emessi dalle banche dichiaranti, nella misura in cui figurano nelle statistiche bancarie come attività verso non residenti.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Capital DATA; Euroclear; IFR; ISMA; BRI. Tabella VII.1

riportato una certa calma e rivitalizzato i mercati primario e secondario, la solidità del sistema finanziario globale ha continuato a destare preoccupazione.

In prima analisi, nonostante le rilevanti perdite subite da alcuni operatori principali, il mercato interbancario internazionale pare aver resistito relativamente bene alla massiccia liquidazione di posizioni con elevato grado di leva e al brusco spostamento di preferenze degli investitori a favore di attività sicure e liquide. Nel contempo, i finanziamenti sul mercato mobiliare internazionale hanno ulteriormente tratto sostegno da fattori di più lungo periodo, e i mutuatari con elevato merito di credito hanno persino aumentato le loro emissioni in presenza di una serrata concorrenza fra sottoscrittori. Infine, i mercati derivati ancora una volta sono stati in grado di assorbire il cambiamento intervenuto nelle posizioni e nelle strategie esistenti. Tuttavia, la resistenza dei mercati non deve far passare in secondo piano il fatto che sia gli operatori di mercato sia le autorità sono stati colti di sorpresa dalla portata del capovolgimento, il che ha rivelato gravi inadeguatezze negli attuali sistemi di gestione del rischio e di sorveglianza prudenziale, nonché l'insufficiente trasparenza del mercato.

Il mercato bancario internazionale

Nel settore dei prestiti consorziali le fusioni e acquisizioni in Nord America e in Europa hanno mantenuto nel 1998 l'attività su livelli relativamente

sostenuti; ciò nonostante il volume totale delle operazioni annunciate (\$957 miliardi) è diminuito del 16%. Le facilitazioni allestite a favore dei prenditori dei mercati emergenti (\$68 miliardi) si sono quasi dimezzate e hanno subito un ulteriore calo nel primo trimestre 1999. La crisi asiatica scoppiata a metà 1997 aveva già reso il contesto molto meno favorevole per i mutuatari, e il ritiro dei gruppi bancari giapponesi e di altri paesi asiatici ha portato a un ulteriore inasprimento delle condizioni di credito. In tal senso, la moratoria russa non ha fatto che accentuare la riconsiderazione da parte delle banche delle proprie esposizioni e metodologie di gestione del rischio. La crescente presenza di investitori istituzionali e di banche di investimento, insieme a più intense contrattazioni sul mercato secondario, ha portato a un maggiore allineamento delle condizioni di prezzo con quelle prevalenti sul mercato mobiliare internazionale. Nel contempo, l'accresciuto impiego dei derivati creditizi ha fornito un certo margine per un più rapido aggiustamento

La moratoria
russa ...

Aspetti principali dell'attività bancaria internazionale ¹							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Consistenze a fine 1998
	in miliardi di dollari USA						
A = Attività verso paesi esterni all'area dichiarante	11,6	36,6	120,8	141,4	98,6	-29,6	1 200,7
B = Attività verso paesi interni all'area dichiarante	251,4	228,3	506,5	446,2	1 095,0	394,4	9 630,5
1) Attività verso soggetti non bancari	122,7	-49,3	189,5	302,2	242,4	69,9	2 935,1
2) Finanziamento internazionale di impieghi interni	13,3	192,5	2,9	-40,1	132,8	96,4	1 132,3
3) Ridepositi interbancari	115,5	85,1	314,1	184,1	719,8	228,1	5 563,2
C = Partite non classificate	52,5	10,1	16,8	16,4	-8,8	-21,7	216,9
D = A + B + C = Credito bancario internazionale lordo	315,5	275,1	644,1	604,1	1 184,8	343,1	11 048,2
E = D - B 3) = Credito bancario internazionale netto	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5 485,0
A = Passività verso paesi esterni all'area dichiarante	-14,8	74,6	96,4	101,8	77,2	-13,2	1 047,9
B = Passività verso paesi interni all'area dichiarante	112,5	539,2	338,5	325,0	950,1	337,6	8 728,1
1) Passività verso soggetti non bancari	86,2	132,8	116,7	225,7	202,8	44,0	2 053,7
2) Finanziamento interno di impieghi internazionali	85,6	-64,4	18,9	-31,7	-3,1	24,4	1 318,2
3) Ridepositi interbancari	-59,3	470,9	202,9	131,0	750,4	269,2	5 356,2
C = Partite non classificate	43,0	47,1	98,0	124,1	188,1	59,8	1 065,1
D = A + B + C = Indebitamento bancario internazionale lordo	140,7	660,9	532,9	551,0	1 215,4	384,2	10 841,2
Per memoria: prestiti consorziali ²	279,4	477,1	697,7	900,9	1 136,3	957,3	

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

Fonti: Capital DATA; BRI.

Tabella VII.2

delle esposizioni, quantunque la crisi finanziaria globale abbia messo in luce una serie di carenze in quel segmento di mercato (si veda la sezione sui mercati derivati).

Il deterioramento del clima finanziario nel corso del 1998 traspare più chiaramente dalle statistiche dettagliate BRI sull'attività bancaria internazionale, che si riferiscono ai crediti effettivamente erogati piuttosto che alle operazioni annunciate. Infatti, se nel primo trimestre dell'anno le banche hanno ridotto di un importo record le proprie esposizioni verso le economie emergenti dell'Asia, esse hanno successivamente esteso il loro disimpegno ad altre regioni del mondo in via di sviluppo. Nel terzo trimestre quindi, al culmine della crisi russa, il disimpegno delle banche ha coinvolto i paesi industriali. In particolare, vi è stata una drastica riduzione dei nuovi finanziamenti alla clientela non bancaria situata nei centri finanziari in cui hanno sede hedge funds. Le contestuali vendite di titoli da parte delle banche dichiaranti comprovano inoltre la liquidazione di prestiti collateralizzati. Nell'ultimo trimestre, nonostante l'attenuarsi del disimpegno dalle economie emergenti, la chiusura delle posizioni finanziate con capitale di prestito e la fuga degli investitori verso la sicurezza hanno raggiunto la massima intensità, determinando una contrazione assoluta del credito bancario internazionale aggregato. Al tempo stesso, nel collocare i propri fondi i depositanti non bancari hanno mostrato una decisa preferenza per gli istituti di credito considerati meno esposti alle turbolenze finanziarie.

Taluni fattori di crescita hanno celato per un certo tempo l'impatto negativo di tali andamenti sui flussi bancari internazionali. Uno di essi è stato l'approssimarsi della UEM, che ha agito da catalizzatore per l'attività dei mercati in Europa. Il secondo è stato il ruolo attivo svolto dalle banche sui mercati mobiliari: la netta variazione registrata nelle disponibilità delle banche in alcune categorie di titoli nel corso dell'anno dimostra infatti l'importanza assunta dalle negoziazioni in proprio nell'attività globale. Un ulteriore fattore di sostegno è stata l'intensa redistribuzione di liquidità mondiale per il tramite del mercato interbancario internazionale. Questi elementi, unitamente all'espansione sul piano internazionale di alcuni gruppi bancari europei, hanno altresì controbilanciato il ridimensionamento dell'operatività delle banche giapponesi e gli effetti indiretti delle turbolenze sulle banche aventi legami effettivi o presunti con i principali debitori o con investitori ad alta leva finanziaria.

Operazioni con i paesi interni all'area dichiarante

Nel primo semestre 1998 l'attività bancaria internazionale era già fortemente incentrata su mutuatari situati in Europa, in Nord America e nei centri dei Caraibi, a scapito del Giappone e della maggior parte delle economie emergenti. Tale configurazione dei flussi creditizi ha concorso a ritardare l'ampliamento dei premi di rischio all'interno del gruppo dei mutuatari residenti nell'area dichiarante a esclusione del Giappone (si veda la nota 2 della tabella VII.1 per una definizione dell'area dichiarante alla BRI). Essa potrebbe inoltre aver favorito indirettamente il finanziamento di strategie con effetto di leva. Degno di nota in questo stesso periodo è il forte accumulo da parte delle banche di titoli emessi

... accentua il ritiro delle banche dai paesi in via di sviluppo ...

... e provoca una contrazione assoluta del credito ...

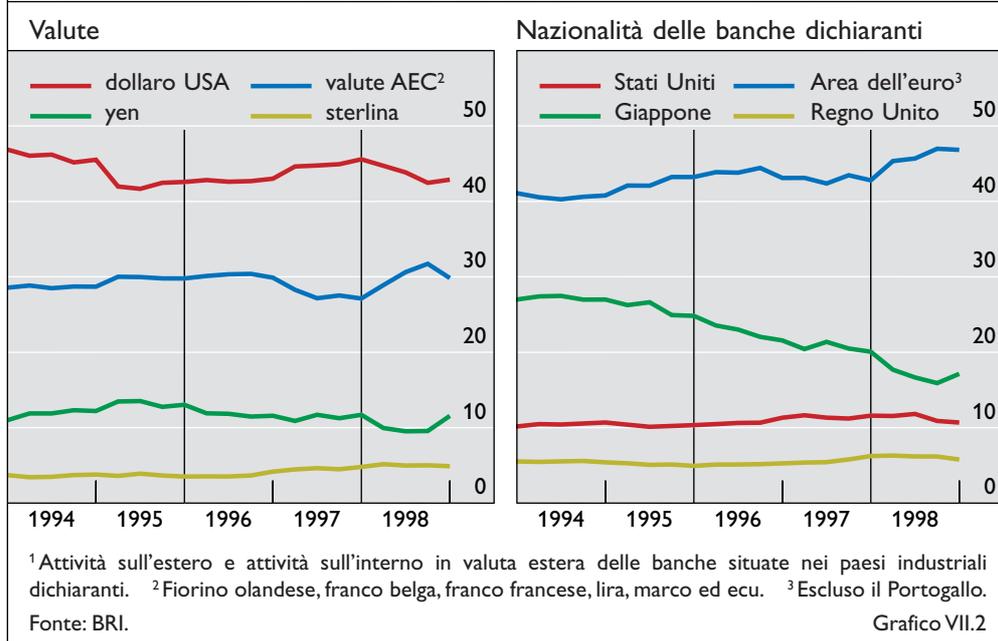
... allorché viene meno l'effetto dei fattori propulsivi

La sostenuta attività creditizia nell'area durante il primo semestre dell'anno ...

... favorisce le transazioni con effetto di leva ...

Struttura per valute e nazionalità del credito bancario internazionale¹

quote percentuali, a fine trimestre



da soggetti di paesi sviluppati, benché la portata del sottostante intreccio di posizioni sia emersa solo al momento della loro liquidazione. Le brusche oscillazioni nella disponibilità di credito osservate nel corso dell'estate sono state particolarmente evidenti per le transazioni con il settore non bancario all'interno dell'area dichiarante. Mentre nel terzo trimestre il ridimensionamento è stato circoscritto a soggetti situati negli Stati Uniti e in alcuni centri dei Caraibi (dove hanno sede legale numerosi hedge funds), nel quarto esso ha assunto dimensioni di massa. Ciò si è rispecchiato in una contrazione su base annua del 9% del volume di credito bancario internazionale erogato alla clientela non bancaria all'interno dell'area.

Dal lato del passivo dei bilanci internazionali delle banche dichiaranti, l'acquisizione di nuovi depositi di investitori non bancari dell'area appariva sufficiente fino all'estate a compensare la perdita di quelli provenienti dai mercati emergenti. I segnali di tensione sono emersi nel terzo trimestre, quando i depositanti dell'area hanno mostrato maggiore propensione a collocare le proprie attività presso un ristretto novero di gruppi bancari. Lo squilibrio è divenuto particolarmente acuto nel quarto trimestre, con il massiccio e generale ritiro dei soggetti non bancari interni all'area dal mercato bancario internazionale (-22% su base annua). Ciò chiarisce meglio la natura della tanto dibattuta stretta creditizia internazionale dello scorso ottobre. In retrospettiva emerge che la crisi dell'intermediazione interbancaria internazionale in quel periodo è stata dovuta alla ridotta capacità delle banche di attirare fondi non meno che alla loro stessa riluttanza a concedere credito. In tal senso si spiega l'immissione di liquidità ad opera delle autorità monetarie dei maggiori paesi, che ha impedito ulteriori ripercussioni sistemiche.

... che amplificano la successiva inversione di tendenza ...

... sulla quale influisce altresì la massiccia revoca di depositi

Attività esterne delle banche verso i paesi al di fuori dell'area dichiarante*								
	1996	1997	1998				Consistenze a fine 1998	
	Anno	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.		4° trim.
in miliardi di dollari USA								
Totale area esterna	141,4	98,6	-29,6	- 5,0	- 4,5	-25,7	5,6	1 200,7
Paesi sviluppati	22,8	25,2	30,8	9,5	2,3	8,8	10,2	248,2
Europa orientale	10,8	18,5	- 0,5	6,3	4,6	-10,4	-1,0	108,8
<i>Russia</i>	6,8	9,8	- 6,3	3,3	2,7	-10,7	-1,6	54,7
Paesi in via di sviluppo	107,9	54,9	-59,9	-20,8	-11,4	-24,1	-3,6	843,7
America latina	28,5	34,1	0,7	12,7	2,0	- 8,0	-6,1	309,0
<i>Argentina</i>	5,4	7,3	- 0,3	1,5	- 0,2	1,2	-2,8	46,5
<i>Brasile</i>	16,7	10,7	- 3,9	8,1	0,6	- 8,0	-4,5	98,2
<i>Messico</i>	0,1	2,3	1,5	1,3	- 0,3	- 0,9	1,4	76,3
Medio Oriente	-0,1	10,5	23,3	- 0,8	6,2	7,5	10,5	106,6
Africa	-0,4	2,6	- 1,1	0,8	- 1,7	- 0,2	0,0	58,7
Asia	79,8	7,6	-82,8	-33,5	-18,0	-23,4	-7,9	369,3
<i>Cina</i>	13,5	11,4	- 8,3	0,3	- 3,3	- 6,3	1,0	82,7
<i>Corea</i>	26,6	- 4,3	-30,1	-16,4	- 4,2	- 4,7	-4,9	74,6
<i>Indonesia</i>	9,4	5,7	-12,7	- 5,0	- 4,0	- 2,1	-1,6	50,5
<i>Thailandia</i>	9,5	-17,5	-24,0	- 8,5	- 5,3	- 4,8	-5,4	56,6

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

Operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante

Nel 1998 vi è stata una netta inversione dei flussi di credito bancario verso i mercati emergenti e in transizione (da +\$73 miliardi nel 1997 a -\$60 miliardi), anche se con modalità diverse fra regioni in termini di tempi e di entità. Nel caso dell'Asia, la crisi iniziata nell'estate 1997 ha raggiunto il culmine nei primi tre mesi del 1998, allorché le banche dichiaranti hanno drasticamente ridotto le esposizioni verso Corea, Indonesia, Malaysia e Thailandia. Dopo un momentaneo miglioramento delle condizioni di mercato, in particolare a favore della Corea, i mutuatari dei mercati emergenti hanno subito il contraccolpo della fuga verso la sicurezza degli investitori seguita all'annuncio della moratoria sul debito russo in agosto. Successivamente, le banche dichiaranti hanno continuato a ridurre la propria esposizione verso questo gruppo di paesi, ma si sono anche ritirate dalla Cina, date le crescenti incertezze sulla situazione finanziaria delle holding locali e sulla sostenibilità del tasso di cambio (Capitolo III). Il diffuso disimpegno fra i vari gruppi nazionali di banche creditrici e l'elevata quota di debito a breve nell'esposizione bancaria complessiva verso l'Asia (60% in media a fine 1997) hanno reso ancora più dirompenti gli effetti sulle economie locali.

Al di fuori dell'Asia il contagio è stato per un certo tempo contenuto, ma nel prosieguo dell'anno sono emerse indicazioni di un estendersi della stretta creditizia ad altri paesi emergenti. In America latina, uno sviluppo rimarchevole è stato il capovolgimento nei flussi di credito bancario verso il Brasile fra il primo

Il disimpegno delle banche dall'Asia ...

... si estende nel corso dell'estate ...

... arrivando a interessare la Cina ...

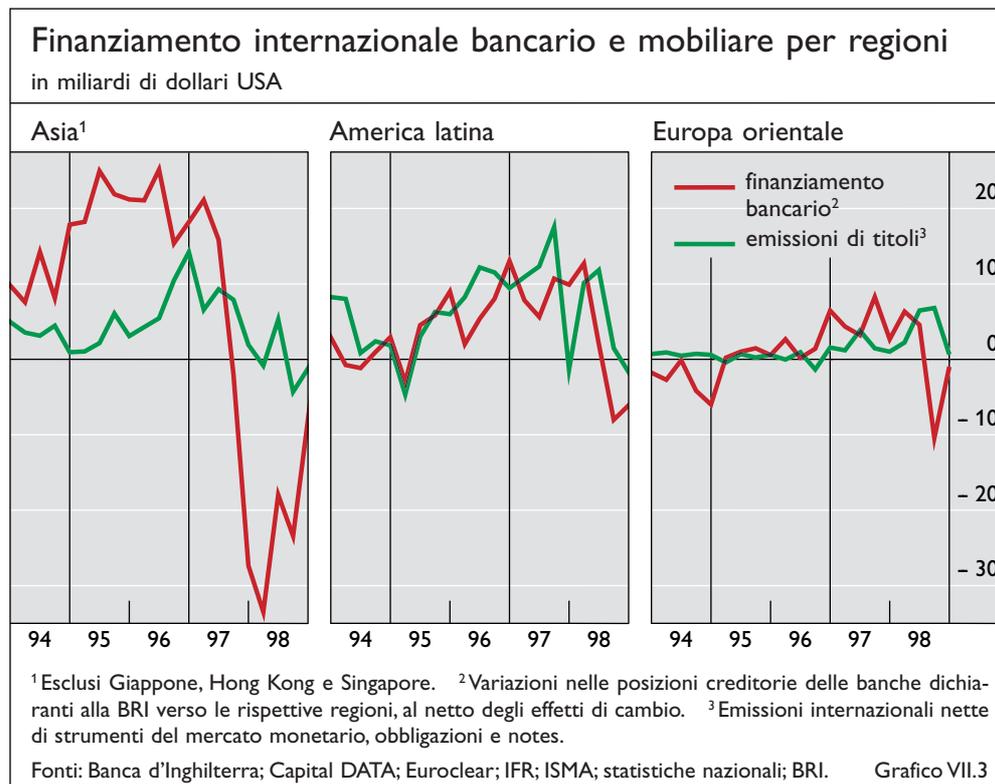
... e il Brasile

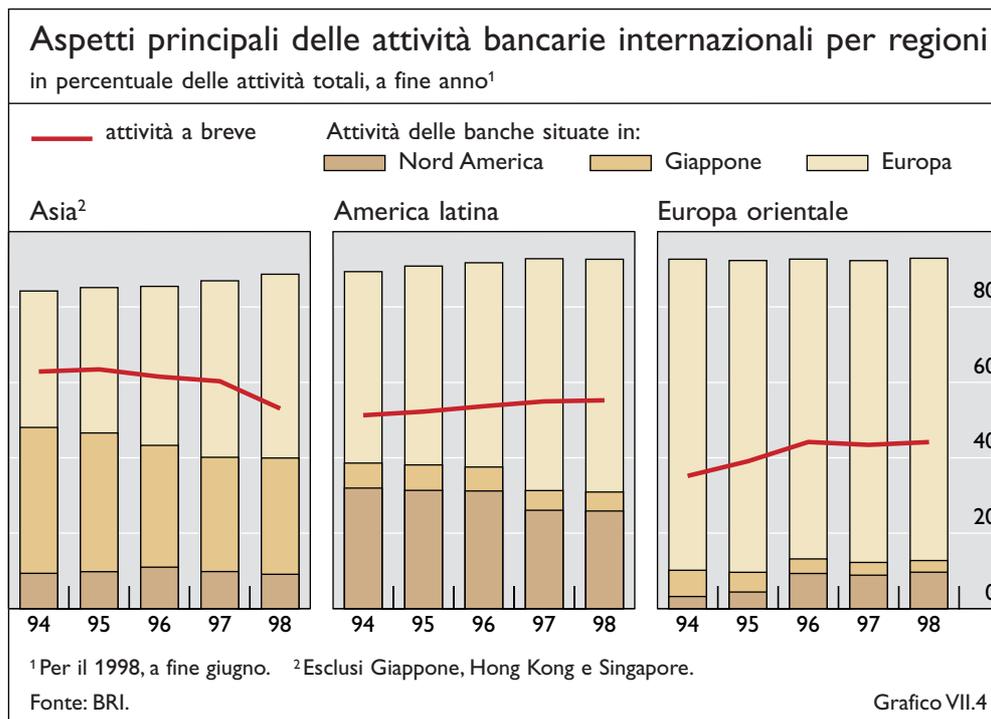
e il secondo semestre. Nella prima parte dell'anno i tassi d'interesse interni eccezionalmente alti e una nuova regolamentazione avevano indotto cospicui afflussi di fondi bancari. Tuttavia tali afflussi sono stati seguiti da deflussi di entità ancor maggiore quando gli andamenti in Russia hanno portato a una riconsiderazione particolarmente severa dell'esposizione verso il Brasile. L'impatto della crisi russa, la liquidazione di posizioni con effetto di leva seguita al quasi collasso di LTCM e le proposte nel senso di una maggiore compartecipazione del settore privato nel quadro del programma di sostegno preventivo del FMI in favore del Brasile hanno probabilmente spinto i creditori a ridurre la propria esposizione anteriormente alla svalutazione del real agli inizi del 1999. È interessante osservare che il ritiro delle banche da altri paesi latino-americani è stato più contenuto giacché l'Argentina ha in parte preservato l'accesso al mercato bancario internazionale fino a buona parte del terzo trimestre e il Messico ha ottenuto nuovi crediti nel quarto trimestre, pur se con spreads più alti.

Altrove il contagio è più contenuto ...

Il fatto che l'America latina sia rimasta immune nel primo semestre 1998 dalla crisi originata in Asia è già stato rilevato nel Capitolo III. La perdurante, seppure ridotta, capacità dell'Argentina e del Messico di attingere ai mercati internazionali è pertanto indicativa della maggiore differenziazione operata dagli investitori nel valutare il rischio paese. Nondimeno, altri fattori di fondo possono aver accentuato tale tendenza. In primo luogo, la presunzione implicita che i paesi della regione godessero di una rete di sicurezza internazionale ha incoraggiato le banche a sfruttare i differenziali di tasso d'interesse esistenti, consentendo pertanto una stabilizzazione degli spreads creditizi (si veda l'ultima sezione del presente capitolo). In secondo luogo, le banche europee e nordamericane erano fortemente interessate a rafforzare la propria presenza in America latina e a intensificare i collegamenti con i sistemi bancari locali considerati in una fase

... indicando una maggiore differenziazione del rischio paese ...





relativamente avanzata del processo di ristrutturazione. Infine, fatta eccezione per il Brasile, l'incidenza del debito bancario in scadenza nel 1998 era notevolmente inferiore rispetto a quella dell'Asia. Ciò ha alleviato il fabbisogno di finanziamento esterno, almeno nel breve periodo, tanto più che in alcuni casi tale fabbisogno ha potuto essere soddisfatto attraverso il mercato mobiliare internazionale.

Per quanto riguarda l'Europa orientale, dalle statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale appare che alla Russia hanno continuato ad affluire finanziamenti bancari fino al momento in cui le autorità hanno dichiarato la moratoria su parte del debito del paese. Ciò è stato attribuito alla fiducia dei creditori nella capacità del paese di onorare il servizio del debito o di assicurarsi un pacchetto di sostegno internazionale in caso di difficoltà. L'annuncio della moratoria è stato seguito da un massiccio calo del valore in dollari dell'esposizione bancaria verso la Russia, in ampia misura dovuto a una forte svalutazione del portafoglio di titoli in mora. Infatti, al paese è riconducibile l'intera contrazione registrata nelle attività delle banche dichiaranti verso la regione nel secondo semestre dell'anno. Durante questo periodo non paiono essersi ridotti in misura significativa i crediti bancari verso gli altri paesi est-europei, grazie forse a un contesto economico più favorevole e ai crescenti legami con i paesi dell'Unione europea.

Al tempo stesso, malgrado l'impatto congiunto del contagio e della caduta dei prezzi del petrolio, in Medio Oriente sono proseguiti gli afflussi di fondi bancari internazionali. In particolare, l'Arabia Saudita e gli Emirati Arabi Uniti hanno continuato a sfruttare il loro elevato merito di credito per attingere al mercato bancario su larga scala.

I mercati mobiliari internazionali

Nonostante la tendenza all'aumento dei rimborsi e la rarefazione dell'attività in strumenti del mercato monetario, nel 1998 il finanziamento netto posto in

... malgrado lo shock della crisi russa

essere tramite emissioni di titoli di debito internazionali ha raggiunto un nuovo record (\$678 miliardi). Nel corso dell'anno le condizioni di emissione sono variate considerevolmente. La sostenuta attività del primo trimestre è riconducibile sia al differimento di alcuni collocamenti determinato dall'aggravarsi della crisi asiatica alla fine del 1997, sia al più accomodante orientamento della politica monetaria che ne è seguito. La situazione si è deteriorata nel mese di agosto, allorché la moratoria sul debito russo ha consentito l'accesso al mercato ai soli operatori di prim'ordine. Una tornata di riduzioni dei tassi d'interesse ufficiali ha in parte rasserenato il clima, favorendo una ripresa dell'attività, sebbene le inquietudini sui rischi di credito e di liquidità abbiano fortemente influenzato la composizione delle emissioni a scapito dei prenditori dei mercati emergenti. I dati disponibili per il primo trimestre 1999 mostrano che questi ultimi sono stati in grado di accedere nuovamente ai mercati mobiliari internazionali in gennaio, subito dopo la svalutazione del real brasiliano (che era stata ampiamente scontata). Indicatori di mercato suggeriscono, tuttavia, che la riconsiderazione su scala mondiale della rischiosità lo scorso autunno ha influito in modo più duraturo sui premi per il rischio di credito e di liquidità, rimasti al di sopra della media di lungo periodo.

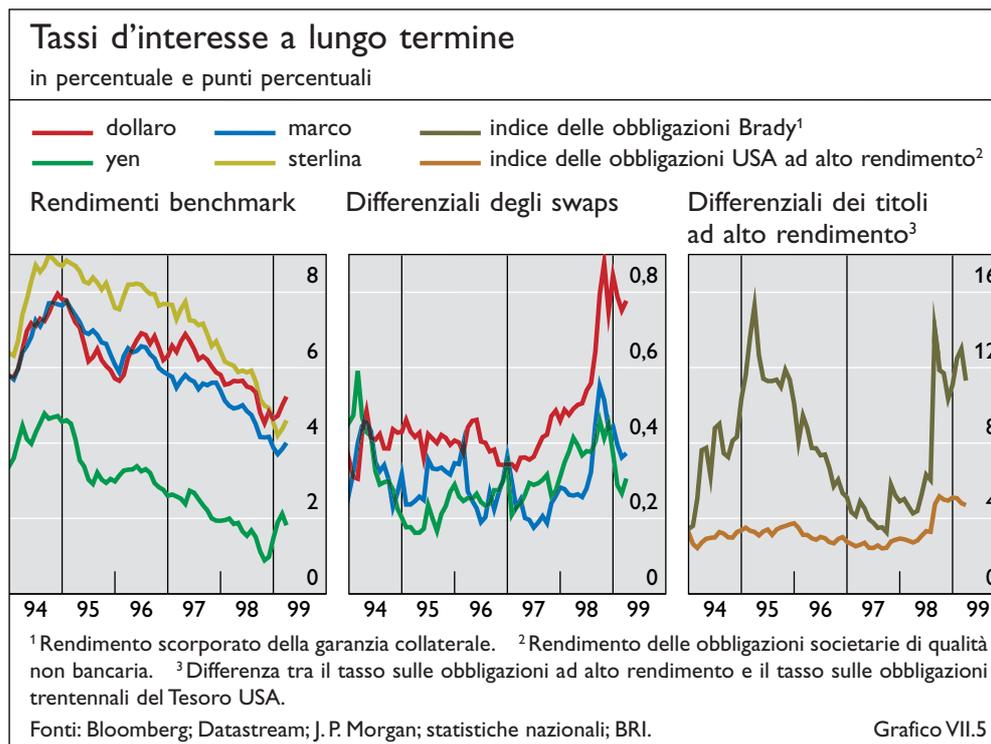
Un volume record di emissioni mobiliari ...

Aspetti principali delle emissioni internazionali di titoli debitori ¹							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Consistenze a fine 1998
in miliardi di dollari USA							
Totale emissioni nette	188,7	253,6	263,1	537,3	573,3	677,7	4 316,1
Strumenti del mercato monetario ²	- 6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Obbligazioni e notes ²	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4 121,6
Paesi sviluppati	114,8	205,5	228,4	411,0	449,0	570,2	3 506,2
Europa ³	147,7	167,1	159,8	243,2	257,9	279,6	2 029,2
Giappone	-52,1	-5,9	-2,9	16,3	-0,4	-19,8	318,1
Stati Uniti	- 4,0	22,9	56,3	131,8	176,9	282,6	845,0
Canada	19,2	16,6	8,7	8,8	10,1	21,5	207,4
Centri offshore	10,2	7,2	1,7	16,3	14,5	11,6	61,0
Altri paesi	27,6	32,5	22,1	88,2	89,2	40,9	377,5
Istituzioni internazionali	36,2	8,5	11,0	21,8	20,6	55,1	371,3
Dollaro USA	28,6	66,5	69,0	261,7	332,0	411,1	1 971,9
Yen	29,3	86,0	81,3	85,3	34,6	-29,3	487,5
Valute dell'area dell'euro	82,6	80,2	84,3	135,8	139,0	220,3	1 173,8
Altre valute	48,3	20,9	28,5	54,4	67,8	75,5	682,9
Istituzioni finanziarie ⁴	51,4	136,1	167,9	346,9	360,0	368,3	2 022,6
Settore pubblico ⁵	130,7	103,1	73,3	118,5	89,0	182,1	1 273,2
Imprese private	6,6	14,4	22,0	71,9	124,3	127,2	1 020,0
<i>Per memoria:</i>							
<i>emissioni annunciate di obbligazioni e notes</i>	<i>534,6</i>	<i>492,5</i>	<i>534,5</i>	<i>861,1</i>	<i>1 010,9</i>	<i>1 172,7</i>	

¹ Per le obbligazioni internazionali, dati di flusso; per gli strumenti del mercato monetario e le notes, variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio. ² Escluse le notes emesse da non residenti sul mercato interno. ³ Esclusa l'Europa orientale. ⁴ Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie. ⁵ Governi, enti pubblici e istituzioni internazionali.

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

Tabella VII.4



... rivela la resilienza dei mercati ...

... in un contesto di ristrutturazioni ...

... di adeguamento all'euro ...

... e di serrata concorrenza tra sottoscrittori

Ciò nondimeno, i mercati hanno dato prova di resilienza di fronte alle ricorrenti turbolenze. L'allargamento della base di investitori ed emittenti e la gamma sempre più vasta di strutture offerte hanno rappresentato importanti fattori di sostegno; non sono tuttavia mancati altri influssi di lungo periodo, tre dei quali assumono un maggiore risalto. In primo luogo, la ristrutturazione all'interno dei settori industriale e finanziario ha dato origine a un'ondata di emissioni collegate ad acquisizioni. In secondo luogo, la migliorata finanza pubblica nelle economie industriali (con l'eccezione del Giappone) ha schiuso nuove opportunità per un'ampia gamma di prenditori di prim'ordine. Infine, l'imminente introduzione della moneta unica europea ha impartito un ulteriore stimolo ai flussi internazionali, poiché il desiderio degli emittenti di stabilire benchmark denominati in ecu/euro ha prodotto un certo allontanamento da taluni mercati locali.

La maggiore volatilità dei mercati ha accentuato la concentrazione tra gli intermediari. I consorzi di collocamento USA hanno mantenuto la posizione preminente, sfruttando la solidità dei loro bilanci al fine di assicurarsi mandati per ingenti emissioni in dollari di organismi sovranazionali ed enti pubblici. Gli intermediari con base in Europa hanno tratto vantaggio dalla loro capacità distributiva nei segmenti valutari europei e dall'imminente introduzione dell'euro per conquistare nuove quote di mercato. Per converso, il basso volume di scambi di emanazione nipponica o in yen ha ulteriormente ridotto la quota degli intermediari giapponesi. Al tempo stesso, la più serrata concorrenza ha compresso i margini di sottoscrizione, inducendo taluni gruppi bancari a ridimensionare le proprie ambizioni di "global players".

Categoria e nazionalità degli emittenti

Le turbolenze sui mercati finanziari hanno influito sulla composizione dei prenditori che accedono ai mercati mobiliari internazionali. La forte richiesta di

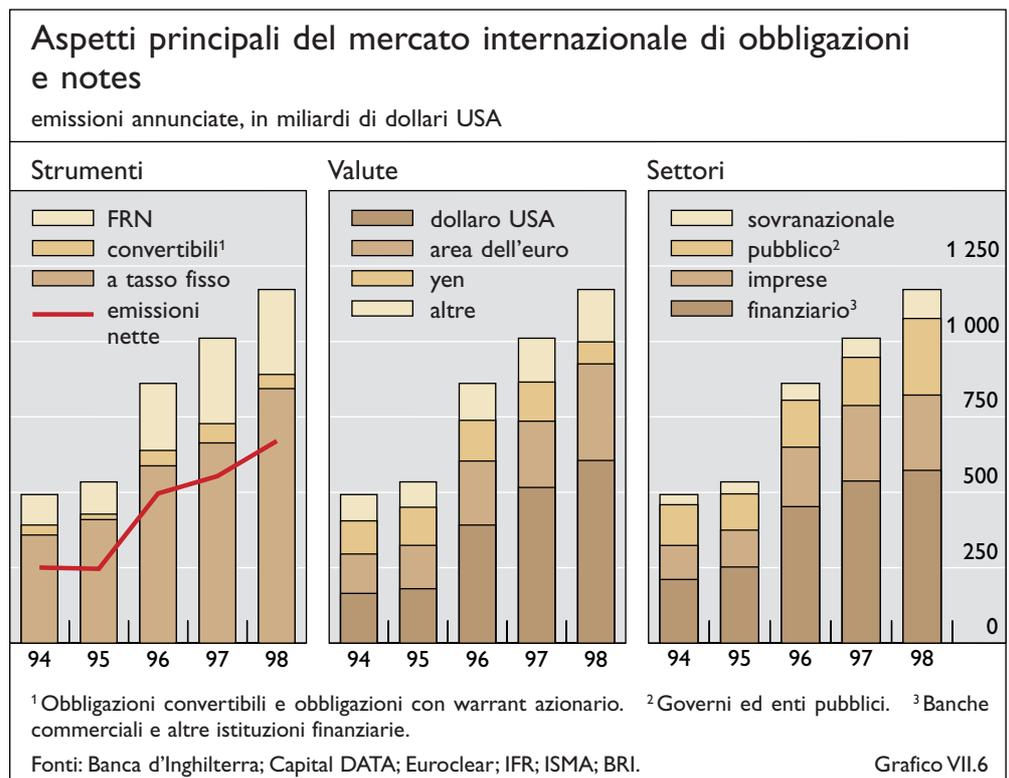
titoli di qualità primaria e ad elevata liquidità ha incoraggiato i soggetti del settore pubblico dei paesi industriali e gli organismi sovranazionali a incrementare l'attività di emissione (cresciuta, su base annua, del 59 e del 44% rispettivamente). Ciò si è riflesso in un marcato aumento della dimensione media delle operazioni: quelle superiori a \$1 miliardo hanno rappresentato il 27% dei collocamenti totali, contro il 10% dell'anno precedente. Le istituzioni finanziarie hanno mantenuto la posizione di preminenza (54%), malgrado i timori originati dalle loro esposizioni nei confronti dei mercati emergenti e degli investitori a elevata leva finanziaria. La preferenza dei sottoscrittori per le grandi emissioni benchmark e i dubbi circa la solidità del settore privato non finanziario hanno ostacolato i collocamenti di quest'ultima categoria di prenditori.

Gli investitori si orientano verso i titoli liquidi ...

I mutuatari statunitensi e quelli tedeschi si sono mostrati particolarmente dinamici, contribuendo rispettivamente per il 26 e il 13% alle emissioni totali lorde di titoli di debito. Mentre negli Stati Uniti le agenzie di finanziamento semipubbliche hanno tratto profitto dalla ridotta offerta di titoli del Tesoro USA per lanciare ingenti emissioni internazionali di riferimento, le istituzioni bancarie tedesche di prim'ordine hanno attivamente perseguito la diversificazione della provvista collocando prestiti di eccezionale ammontare denominati in marchi. Per contro, la raccolta lorda degli emittenti giapponesi si è ridotta bruscamente a seguito di un ampliamento dei premi di rischio richiesti alle banche e del ricorso da parte del settore societario al mercato obbligazionario interno. Al tempo stesso, la fuga degli investitori verso la sicurezza ha gravato principalmente sull'attività dei prenditori delle economie emergenti, le cui emissioni lorde sono conseguentemente diminuite del 36% rispetto al volume record del 1997, fino a raggiungere \$95 miliardi. Sebbene nella prima metà dell'anno gli

... degli emittenti primari statunitensi e tedeschi ...

... a scapito dei prenditori dei mercati emergenti



Differenziali medi delle obbligazioni sovrane internazionali in dollari USA*

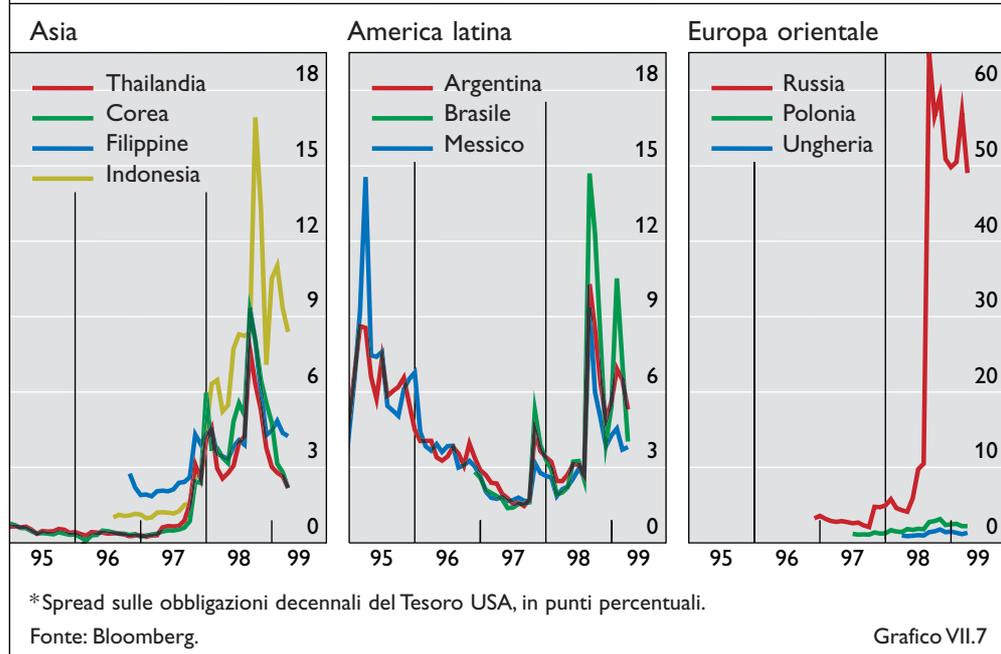


Grafico VII.7

investitori avessero mostrato una certa preferenza per gli emittenti dell'America latina e dell'Est europeo, la sospensione del servizio del debito annunciata dalla Russia ha di fatto bloccato l'attività di questo segmento di mercato. Alcuni mutuatari sovrani sono nondimeno riusciti a lanciare ingenti prestiti, seppure con spreads molto più elevati e per scadenze più brevi. Inoltre, in diversi casi sono state incorporate clausole preferenziali nelle emissioni, allo scopo di accrescerne la negoziabilità.

Tipi di strumenti e composizione per valute

La raccolta effettuata con *strumenti del mercato monetario*, comprese l'eurocommercial paper (ECP) e altre euronotes a breve termine, è rallentata ulteriormente nel 1998. Sebbene in parte riconducibile alla crisi dei mercati emergenti, la contrazione è stata essenzialmente originata dal rimborso di passività da parte di un ristretto gruppo di mutuatari sovrani europei e di istituzioni finanziarie giapponesi. In netto contrasto con la modesta attività di questo settore si è posto il mercato USA della commercial paper, che ha fatto registrare una robusta espansione. Benché il dollaro statunitense sia rimasto di gran lunga la valuta più attivamente utilizzata nel mercato della ECP, in Europa diversi governi hanno precorso l'emergere di un ampio e liquido mercato europeo dei titoli a breve annunciando l'introduzione di nuovi prestiti denominati in euro.

Nei *segmenti a più lungo termine* del mercato, l'incremento delle emissioni lorde di *titoli ordinari a tasso fisso* ha più che compensato il calo dei collocamenti di notes a tasso variabile e di titoli collegati ad azioni. Quantunque la volatilità dei rendimenti obbligazionari e dei tassi di swap nella seconda metà dell'anno abbia spesso reso difficile il lancio di prestiti a tasso fisso, la domanda di liquidità da parte degli investitori e la corsa all'introduzione di grandi emissioni benchmark nell'imminenza della UEM hanno fornito un generale sostegno a

Diminuiscono i collocamenti di titoli a breve ...

... ma la domanda di liquidità stimola le emissioni a tasso fisso

tale comparto di attività. La persistenza di ampi differenziali di swap in alcune valute chiave (dollaro e sterlina in particolare) ha inoltre consentito ai mutuatari primari di controbilanciare le ricadute negative dei margini meno attraenti sulle nuove emissioni. Tuttavia, in presenza di una debole richiesta di strutture complesse, gli organismi sovranazionali e i principali mutuatari del settore pubblico sono ricorsi a una varietà di dispositivi volti ad accrescere la liquidità, fra i quali la fungibilità delle tranches e le opzioni di riacquisto.

Se da un lato l'evoluzione dei tassi d'interesse mondiali e la volatilità dei prezzi delle attività hanno accentuato la propensione degli investitori per gli strumenti difensivi, dall'altro gli ampi differenziali degli swaps hanno ridotto l'attrattiva delle emissioni di *obbligazioni a tasso variabile* (floating rate notes – FRN). La crisi finanziaria globale ha inoltre sollevato dubbi circa l'affidabilità di credito delle istituzioni finanziarie, principali utilizzatrici di questo segmento di mercato. Nel 1998 si è assistito a una brusca contrazione nel volume delle *emissioni collegate ad azioni*, che ha fatto seguito ai risultati eccezionali dell'anno precedente. La carente performance dei mercati azionari nipponici ha determinato la pressoché totale assenza delle società giapponesi da un comparto che le aveva viste un tempo in posizione dominante. Diversa è stata la situazione per gli emittenti con sede in Europa, dove la ristrutturazione del settore industriale e la crescente rilevanza attribuita allo “shareholder value” hanno continuato a spingere le imprese verso la dismissione di partecipazioni incrociate attraverso emissioni fiscalmente convenienti di titoli permutabili (che consentono di scambiare obbligazioni di una società contro azioni di un'altra). Va peraltro rilevato che la scarsità di transazioni standard collegate ad azioni non dà conto della dimensione complessiva di tale segmento di mercato, poiché un crescente numero di emissioni è stato strutturato sinteticamente sulla base di derivati azionari. Il mercato primario delle *azioni internazionali* è stato caratterizzato da una maggiore vivacità: il volume dei collocamenti, lanciati principalmente da società di telecomunicazioni giapponesi ed europee di recente privatizzazione, ha infatti segnato un nuovo record (\$125 miliardi).

Diversi eventi possono chiarire i vari fattori che hanno interessato il mercato obbligazionario internazionale. Nella prima metà dell'anno, ad esempio, gli investitori si sono mostrati più favorevolmente disposti nei confronti delle obbligazioni societarie, come testimonia l'espansione delle emissioni europee a elevato rendimento (junk bonds). In seguito, peraltro, i collocamenti di questo tipo sono quasi del tutto scomparsi in conseguenza della fuga verso la qualità. Al tempo stesso, i *titoli garantiti da attività* si sono giovati della domanda di investimento in prestiti di prim'ordine, nonostante una certa segmentazione del credito e i timori circa la liquidità e la solidità finanziaria delle strutture sottostanti. Tali fattori non hanno impedito lo sviluppo della titolarizzazione in diversi paesi europei, come dimostra il lancio in Italia e in Svizzera delle prime emissioni assistite da ipoteche. Le pressioni sulle banche europee per accrescere l'efficienza patrimoniale e la redditività del capitale proprio hanno inoltre incoraggiato il trasferimento del rischio di credito relativo ai portafogli di prestiti societari attraverso emissioni di “collateralised loan obligations” (CLO), spesso in combinazione con derivati creditizi. In Europa, tuttavia, il mercato dei titoli garantiti da attività rimane ostacolato da numerose norme e convenzioni,

Il rischio di credito ostacola il lancio di FRN

Le emissioni collegate ad azioni sono sottoposte a influssi contrastanti ...

... così come gli strumenti ad alto rendimento

nonché dall'esistenza di canali di raccolta alternativi (come i prestiti ipotecari assistiti da garanzia pubblica).

Il dollaro USA ha continuato a rappresentare circa la metà dei collocamenti lordi di titoli internazionali. La fuga verso la qualità e la liquidità ha avvantaggiato le obbligazioni emesse da agenzie o strutture di titolarizzazione statunitensi (incluse le obbligazioni globali, che tendono a essere collocate presso i residenti USA). Tuttavia, l'imminente introduzione della moneta unica europea ha determinato un incremento della quota delle valute dell'area dell'euro (dal 19 al 24%) e dell'ecu/euro (dall'1 al 6%). Si è inoltre rilevato un marcato aumento delle transazioni in sterline grazie, in parte, a favorevoli opportunità di swap. Per converso, fattori tecnici e di liquidità hanno ostacolato l'operatività nelle valute europee minori a beneficio del marco tedesco. Le attività sull'estero in yen sono state frenate dagli elevati costi di emissione richiesti ai residenti, dalla mancanza di convenienti opportunità di swap valutari e dal rapido sviluppo delle emissioni societarie interne. Infine, l'incidenza sui prestiti in valute ad alto rendimento prodotta dalle perturbazioni sui mercati emergenti è stata in parte compensata dalla ripresa in alcune economie asiatiche e dall'introduzione di nuove denominazioni valutarie.

Le emissioni in dollari USA predominano ...

... nonostante l'ondata di operazioni in euro ...

... mentre si indebolisce il peso dello yen

I mercati derivati globali

Nel 1998 l'attività in strumenti derivati è stata sospinta dai mutamenti delle aspettative circa i tassi d'interesse e di cambio, dai nuovi massimi raggiunti dai mercati azionari e dalla massiccia liquidazione di posizioni a elevato grado di leva negli ultimi mesi dell'anno. Gli scambi negoziati in borsa sono balzati nel terzo trimestre, allorché gli investitori hanno preso le distanze dalle attività a rischio spostando le rispettive esposizioni verso titoli governativi ad alto rating e liquidi. La concorrenza tra mercati organizzati è rimasta intensa, in particolare in

Balzo nell'attività in prodotti derivati ...

... in particolare nel terzo trimestre ...

Mercati di determinati strumenti finanziari derivati						
	Ammontare nozionale in essere a fine anno					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
in miliardi di dollari USA						
Strumenti negoziati in borsa	7 771,2	8 862,9	9 188,6	9 879,6	12 202,2	13 549,2
Futures su tassi d'interesse	4 958,8	5 777,6	5 863,4	5 931,2	7 489,2	7 702,2
Opzioni su tassi d'interesse	2 362,4	2 623,6	2 741,8	3 277,8	3 639,9	4 602,8
Futures su valute	34,7	40,1	38,3	50,3	51,9	38,1
Opzioni su valute	75,6	55,6	43,5	46,5	33,2	18,7
Futures su indici azionari	110,0	127,7	172,4	195,9	211,5	321,0
Opzioni su indici azionari	229,7	238,4	329,3	378,0	776,5	866,5
Strumenti negoziati fuori borsa ¹	8 474,6	11 303,2	17 712,6	25 453,1	29 035,0	50 997,0
Swaps su tassi d'interesse	6 177,3	8 815,6	12 810,7	19 170,9	22 291,3	..
Swaps su valute ²	899,6	914,8	1 197,4	1 559,6	1 823,6	..
Opzioni su tassi d'interesse ³	1 397,6	1 572,8	3 704,5	4 722,6	4 920,1	..

¹Dati rilevati dall'ISDA. ²Al netto delle duplicazioni di posizioni notificate in entrambe le valute; compresi gli swaps combinati su tassi d'interesse e su valute. ³Caps, collars, floors e swaptions.

Fonti: Futures Industry Association; ISDA; varie borse che trattano futures e opzioni; elaborazioni BRI. Tabella VII.5

Europa, dove l'imminente introduzione dell'euro e l'incessante avanzata delle negoziazioni telematiche hanno insidiato la supremazia delle sedi di contrattazione consolidate. Va inoltre sottolineato che la continua concorrenza proveniente dal segmento OTC, in rapida crescita, ha costretto le borse valori a offrire una più ampia gamma di servizi per compensare la perdita delle loro prerogative. Il marcato incremento delle posizioni fuori borsa in essere nella seconda metà dell'anno ha mostrato come l'esigenza di una massiccia chiusura delle esposizioni in seguito alla moratoria russa abbia ampiamente controbilanciato l'effetto frenante prodotto dagli accresciuti timori circa i rischi di liquidità e di controparte. Le turbolenze, e le perdite da queste indotte, hanno nondimeno evidenziato la debolezza delle esistenti tecniche di gestione del rischio in periodi di estrema volatilità e di esaurimento della liquidità, spingendo gli operatori di mercato a riconsiderare i loro modelli di rischio e le procedure di controllo interno.

... favorito dall'inversione di esposizioni

Strumenti negoziati in borsa

Nel 1998 il volume aggregato dei contratti finanziari rilevati dalla BRI si è ulteriormente accresciuto (del 9%, passando a \$388 trilioni). I prodotti su tassi d'interesse, che permangono di gran lunga i più attivamente trattati, hanno fatto segnare un sostenuto incremento degli scambi (dell'8%, per un totale di \$350 trilioni). Le incertezze sul corso della politica monetaria in Europa e Nord America hanno favorito le negoziazioni di contratti su tassi d'interesse a breve per buona parte dell'anno, mentre la fuga verso i titoli governativi di prim'ordine e ad elevata liquidità ha dato impulso all'attività, nel secondo semestre, lungo quasi tutta la curva dei rendimenti. Verso la fine dell'anno, tuttavia, si è rilevata una flessione del turnover dovuta agli effetti distensivi prodotti dai più bassi tassi ufficiali, dal ritiro dal mercato di investitori a elevata leva finanziaria e dalla liquidazione di posizioni in previsione della UEM. I contratti su indici azionari hanno continuato a svilupparsi molto più velocemente dei prodotti su tassi d'interesse (+16%, salendo a \$34 trilioni), come conseguenza sia dell'introduzione di nuovi indici, sia di episodi di pressioni al ribasso e di accentuata volatilità, che hanno indotto gli investitori a ricercare protezione. Per contro, le ampie fluttuazioni osservate nelle principali coppie di valute non sono state accompagnate da una generale ripresa dell'attività nel comparto dei contratti valutari (scesi del 17% a \$3,5 trilioni). Oltre che alla persistente supremazia dei prodotti OTC nella gestione del rischio valutario, gli osservatori hanno ricondotto la modesta performance delle borse alla stabilità dei tassi incrociati europei nonché alla riluttanza degli investitori ad assumere posizioni in valute dei paesi emergenti.

Negli scambi in borsa prevalgono i prodotti su tassi d'interesse ...

... sebbene gli indici azionari esercitino una crescente attrattiva ...

... mentre rallenta l'attività in cambi

Il CBOT ha continuato a essere la più importante borsa valori a livello mondiale (il numero delle negoziazioni è salito a 281 milioni, con un aumento del 16%), grazie al netto incremento nel turnover delle contrattazioni in titoli del Tesoro USA e alla crescita di nuovi prodotti su indici azionari. Anche il CME e il CBOE, le altre due maggiori borse statunitensi, hanno intensificato la loro attività (del 13 e dell'11% rispettivamente, totalizzando 227 e 207 milioni di contratti). In Europa, l'Eurex Germania (che ha sostituito la DTB) ha fatto registrare un nuovo record (+87%, con 210 milioni di contratti), soppiantando il

L'Eurex spodesta il LIFFE ...

Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse organizzate							
	Volume delle contrattazioni in base all'ammontare nozionale						Ammontare nozionale a fine 1998
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
in triloni di dollari USA							
Futures su tassi d'interesse	177,3	271,7	266,3	253,5	274,6	294,8	7,7
Su strumenti a breve termine	138,9	222,1	218,2	204,8	223,2	239,9	7,3
di cui: eurodollaro a tre mesi	70,2	113,6	104,1	97,1	107,2	119,3	2,9
euroyen a tre mesi	24,6	44,2	46,8	34,7	29,9	23,5	1,2
euromarco a tre mesi	12,9	18,5	18,4	23,9	25,3	31,4	1,2
Pibor a tre mesi	10,4	12,0	15,9	13,7	12,3	4,4	0,1
Su strumenti a lungo termine	38,5	49,6	48,2	48,7	51,4	54,9	0,4
di cui: obbligazioni del Tesoro USA	8,0	10,1	8,7	8,5	10,1	11,3	0,1
obbligazioni di Stato giapponesi	14,2	13,8	16,2	12,3	10,6	9,0	0,1
obbligazioni di Stato tedesche	5,1	8,9	9,3	12,3	14,5	19,5	0,1
obbligazioni di Stato francesi	3,2	4,6	3,4	3,4	3,1	2,2	0,0
Opzioni su tassi d'interesse ¹	32,8	46,7	43,3	41,0	48,6	55,5	4,6
Futures su valute	2,8	3,3	3,3	3,0	3,5	3,1	0,0
Opzioni su valute ¹	1,4	1,4	1,0	0,9	0,7	0,4	0,0
Futures su indici azionari	7,1	9,4	10,6	12,9	16,4	20,8	0,3
Opzioni su indici azionari ¹	6,3	8,0	9,2	10,1	13,0	13,2	0,9
Totale	227,8	340,5	333,9	321,5	356,7	387,7	13,5
<i>In Nord America</i>	<i>113,1</i>	<i>175,9</i>	<i>161,1</i>	<i>154,2</i>	<i>182,7</i>	<i>199,5</i>	<i>7,3</i>
<i>In Europa</i>	<i>61,4</i>	<i>83,9</i>	<i>87,5</i>	<i>100,1</i>	<i>114,9</i>	<i>134,6</i>	<i>4,4</i>
<i>In Asia²</i>	<i>53,0</i>	<i>77,8</i>	<i>81,1</i>	<i>63,8</i>	<i>56,3</i>	<i>51,3</i>	<i>1,8</i>
<i>Altri</i>	<i>0,4</i>	<i>2,9</i>	<i>4,2</i>	<i>3,4</i>	<i>2,9</i>	<i>2,3</i>	<i>0,0</i>

¹ Calls e puts. ² Compresa Australia e Nuova Zelanda.

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

Tabella VII.6

... accaparrandosi i contratti sul Bund

LIFFE come terza piazza più attiva su scala mondiale. La fuga verso la qualità nel secondo semestre dell'anno ha fatto balzare il future sul Bund al terzo posto fra i prodotti su tassi d'interesse, dopo i contratti sulle obbligazioni del Tesoro USA e sull'eurodollaro. Tuttavia, la stretta intervenuta nel segmento dei titoli di Stato tedeschi nella fase di turbolenza ha suscitato il timore che il mercato sottostante potesse non essere sufficientemente ampio da sorreggere l'attività in futures nei periodi di tensione. Nel contempo gli scambi complessivi sul LIFFE sono diminuiti (del 7%, a 194 milioni di contratti), giacché gli aumenti dei derivati su tassi d'interesse a breve e di alcuni prodotti collegati ad azioni hanno compensato solo in parte la flessione accusata dai contratti su titoli di Stato; quelli sul Bund, in particolare, si sono esauriti parallelamente alla migrazione delle negoziazioni verso il più conveniente sistema telematico di Eurex. Malgrado i notevoli progressi tecnologici, l'attività presso il MATIF è calata bruscamente (-31%, a 52 milioni di contratti) in un contesto di ridotte variazioni relative fra i tassi d'interesse dell'Europa continentale.

L'introduzione di contratti eurocompatibili ...

Il previsto consolidamento degli strumenti europei su tassi d'interesse ha accelerato l'introduzione di una pletera di contratti eurocompatibili, suscitando il timore che la spinta a innovare potesse pregiudicare la liquidità. Sempre in

Europa è altresì da segnalare il significativo incremento negli scambi di prodotti collegati ad azioni, che hanno tratto beneficio sia dal lancio di una serie di nuovi indici e contratti azionari paneuropei, sia dalla riduzione del valore unitario di talune opzioni. L'attività sul bacino del Pacifico è stata generalmente sottotono, in particolare sul mercato nipponico dove, nonostante alcune opportunità di negoziazione offerte dal "premio Giappone", il livello eccezionalmente basso dei tassi d'interesse ha ridotto, con l'eccezione di un breve periodo alla fine dell'anno, la relativa domanda di copertura. Più vivaci scambi di contratti collegati ad azioni hanno dato luogo a un accenno di ripresa in altri mercati dell'Estremo Oriente; in termini di valore, nondimeno, l'attività complessiva dei paesi emergenti – anche al di fuori del continente asiatico – rimane modesta se confrontata a quella delle economie industriali.

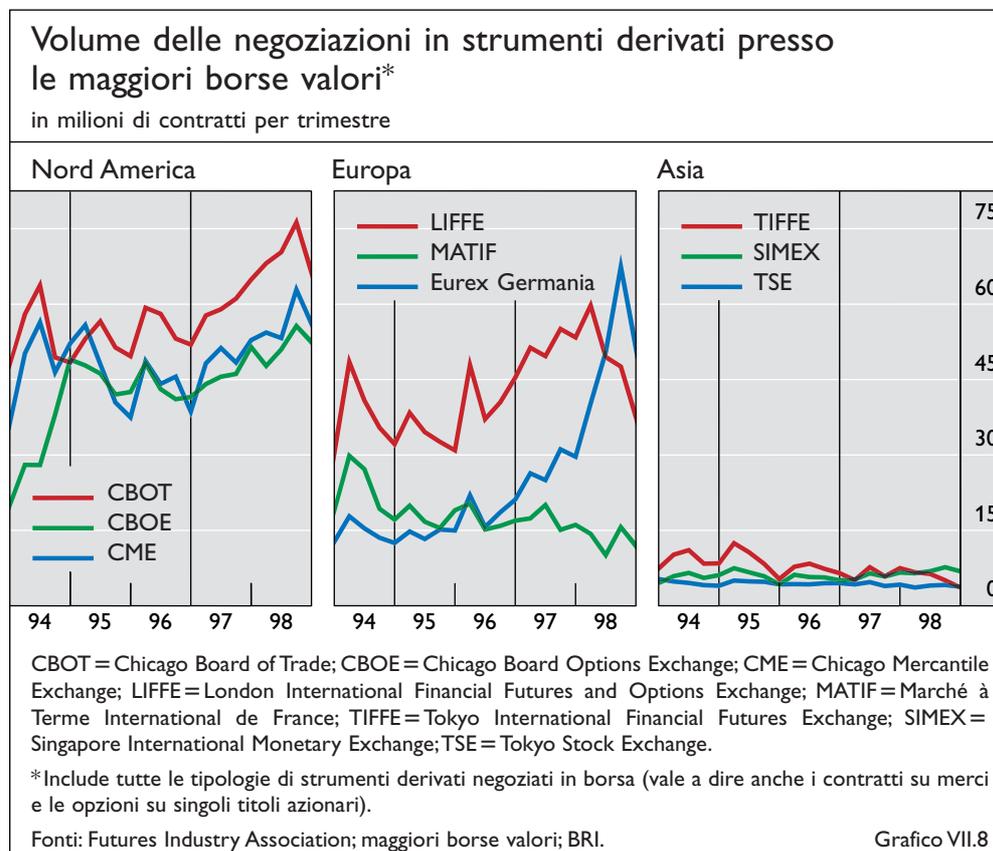
... e di prodotti azionari paneuropei ...

La lotta per la conquista di quote di mercato in Europa ha segnato una svolta critica allorché le borse basate prevalentemente sulla contrattazione alle grida, quali il LIFFE e il MATIF, hanno ceduto all'inarrestabile espansione degli scambi telematici. Benché incentrato sulla negoziazione a pronti dei titoli, l'accordo tra la Deutsche Börse (DB) e il London Stock Exchange all'inizio di luglio ha accentuato le spinte al consolidamento e alla creazione di nuovi collegamenti a livello europeo. Le borse statunitensi, dal canto loro, hanno stipulato una serie di accordi con intermediari del mercato all'ingrosso e imprese informatiche specializzate allo scopo di creare infrastrutture elettroniche per la negoziazione congiunta di titoli governativi e dei relativi derivati. Con il rapido sviluppo della contrattazione telematica, la battaglia per l'egemonia si sta gradualmente spostando dal lancio di nuovi contratti all'arena tecnologica, a beneficio

... è determinata dalla maggiore concorrenza ...

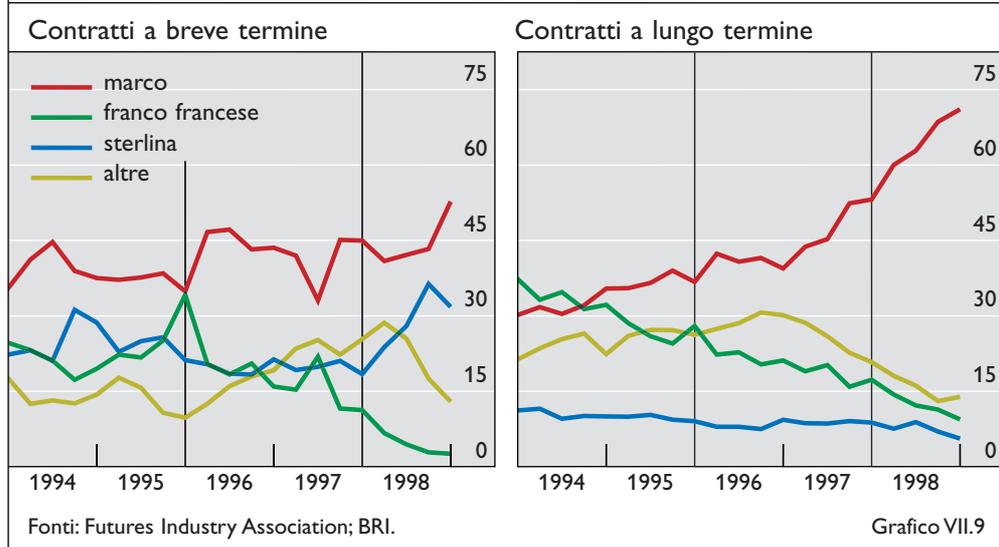
... dalle esigenze di consolidamento ...

... e dai progressi tecnologici



Turnover degli strumenti derivati su tassi d'interesse europei per valute di denominazione e per scadenze

quote percentuali



di una ristretta cerchia di centri altamente efficienti. A tale riguardo, sembra opportuno rilevare come i sistemi di negoziazione dell'ultima generazione stiano già mettendo in discussione i sistemi interni di contrattazione in uso presso le principali borse elettroniche, consentendo il collegamento di diversi strumenti di borsa e OTC (in particolare, via Internet). La crescente importanza di infrastrutture telematiche in grado di operare trasversalmente sui vari segmenti di prodotto e di mercato pone nuove sfide all'azione degli organi di regolamentazione volta ad assicurare la solidità e la trasparenza di tali sistemi.

Strumenti negoziati fuori borsa

I dati provvisori per il 1998 diffusi dall'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) mostrano una ripresa dell'espansione dell'attività in swaps e in opzioni su tassi d'interesse collegate a swaps, che ha fatto seguito al ristagno dell'anno precedente. L'incremento segnalato dell'ammontare nozionale delle posizioni in essere, pari al 76%, risulta dilatato dalla crescita quantitativa degli intermediari dichiaranti; anche al netto della correzione, tuttavia, esso si mantiene considerevolmente al di sopra dell'aumento delle analoghe posizioni aperte nei mercati regolamentati (35 e 9% rispettivamente). In particolare, la liquidazione delle posizioni a elevato grado di leva nel secondo semestre dell'anno ha determinato un consistente aumento dei volumi esistenti (giacché queste ultime, a differenza di quanto avviene nei mercati a termine, non possono essere estinte con un'operazione di segno contrario). Tuttavia, i timori sul rischio di credito hanno causato, verso la fine dell'anno, una brusca contrazione delle facilitazioni creditizie concesse alle controparti più deboli, agendo in tal modo da freno sulla complessiva espansione del mercato.

L'ISDA non ha diffuso ulteriori statistiche disaggregate; da altre fonti, tuttavia, si evince che il segmento dei *prodotti su tassi d'interesse* ha rappresentato il principale fattore propulsivo. Di fronte alle pesanti perdite, gli operatori

L'attività sull'OTC è stimolata dalle liquidazioni di posizioni ...

... soprattutto nei segmenti degli swaps su tassi d'interesse ...

primari e i fondi di investimento a elevato grado di leva hanno liquidato le rispettive posizioni, anche mediante swaps di attività e titoli strutturati. In aggiunta a ciò, un certo volume di scambi è stato originato dalle insolite dinamiche dei tassi interbancari e dei rendimenti obbligazionari in Giappone sul finire dell'anno. Mentre le banche nipponiche hanno visto innalzarsi il costo delle loro passività interbancarie, quelle occidentali hanno cominciato a offrire tassi negativi sui depositi denominati in yen, stimolando così la liquidazione degli swaps in essere espressi in questa moneta, nonché gli scambi di floors di tasso d'interesse.

Nell'area dei *derivati valutari*, l'apprezzamento pressoché costante del dollaro nei confronti dello yen fino ad agosto ha alimentato l'attività nelle connesse opzioni, compensando in parte la diminuzione dell'operatività nelle monete dell'area dell'euro e dei paesi emergenti (Capitolo VI). Successivamente, la massiccia liquidazione di posizioni in titoli denominati in dollari si è associata a una parallela chiusura di posizioni corte in yen, determinando una volatilità record delle parità principali e una rarefazione dell'attività. Prescindendo dal Giappone, si è tuttavia assistito a qualche segno di miglioramento negli scambi sui mercati asiatici: l'apprezzamento delle valute locali e il recupero dei mercati azionari hanno infatti consentito un graduale allentamento delle condizioni monetarie e una parziale ripresa dei contratti a termine.

Nel mercato dei *derivati creditizi*, sebbene le tensioni finanziarie asiatiche avessero già richiamato l'attenzione degli operatori di mercato sulla questione del rischio di credito, la propagazione della crisi a livello globale nella seconda metà dello scorso anno ha sottoposto il mercato a influssi contrastanti. Da un lato, i timori circa le esposizioni delle banche verso istituzioni a elevato grado di leva e verso alcuni paesi emergenti hanno suscitato un diffuso interesse per gli strumenti che offrono protezione dal rischio di controparte. Dall'altro, il pronunciato ampliamento dei differenziali creditizi per gli operatori dei mercati emergenti ha spinto gli intermediari a usare maggiore cautela nel fornire copertura ai soggetti con più basso merito di credito. Secondo fonti di mercato, inoltre, la liquidità avrebbe risentito dei dubbi sollevati circa l'adeguatezza della documentazione dei prestiti, come testimoniano le vertenze fra le controparti in merito alle coperture allestite a fronte dell'esposizione creditoria verso la Russia. Gli acquirenti della protezione hanno incontrato difficoltà nel far valere le proprie ragioni a causa dei disaccordi sulla definizione del "credit event", sulla determinazione del prezzo dei crediti di riferimento e sulle modalità di regolamento dei contratti.

Trasparenza e interdipendenze tra mercati

L'indagine triennale delle banche centrali sui mercati derivati OTC di fine giugno 1998 fornisce un quadro della situazione immediatamente precedente alla moratoria sul debito russo. Quattro aspetti assumono una particolare rilevanza nel contesto degli avvenimenti che sono susseguiti. In primo luogo, gli ammontari nozionali mostravano che l'esposizione dei mercati dei contratti derivati OTC ai mutamenti dei tassi d'interesse, quattro volte superiore a quella delle borse organizzate, rappresentava la principale fonte di rischio di mercato nel settore dei derivati. Tale esposizione al tasso d'interesse contribuiva per

... e delle opzioni su valute

L'attenzione sulla gestione del rischio di credito ...

... mette in luce problemi nei derivati creditizi

L'indagine sui mercati derivati OTC evidenzia ...

... la predominanza dei contratti su tassi d'interesse ...

due terzi ai \$72 trilioni di ammontari nozionali aggregati in essere sull'OTC a fine giugno 1998 (e per il 90% ai \$14 trilioni registrati sui mercati regolamentati). Va tuttavia rilevato come lo sviluppo di sofisticate strategie di negoziazione, la relativa espansione dei collegamenti trasversali fra mercati, nonché arbitraggi basati su disparità regolamentari possano aver ridotto la significatività dei dati aggregati sulle singole categorie di rischio di mercato. Ad esempio, gli elevati costi in termini di patrimonio connessi con gli swaps su valute incrociate ha indotto gli operatori a sostituirli con una combinazione di swaps su tassi d'interesse e riporti a breve su valute. Ciò implica che l'incremento dell'esposizione in cambi non è accuratamente evidenziato nelle statistiche sugli swaps valutari.

... nel trasferimento del rischio di mercato ...

In secondo luogo, gli ammontari nozionali delle posizioni su tassi d'interesse e su valute nei mercati OTC sono ormai comparabili con le esposizioni totali a pronti dei mercati bancari e mobiliari globali. Gli ammontari nozionali vengono generalmente utilizzati come base per misurare i flussi di pagamento relativi ai singoli contratti. In quanto tali, essi consentono un raffronto – seppure approssimativo – tra mercati a pronti e degli strumenti derivati per ciò che concerne il trasferimento potenziale del rischio di mercato, ma non forniscono una stima esatta dei profitti e delle perdite connessi con tale trasferimento. Un migliore indicatore è il valore lordo di mercato dei contratti OTC, che misura il costo di sostituzione di tutti i contratti in essere nell'ipotesi che siano chiusi alla data di segnalazione. A fine giugno 1998 tale costo ammontava a \$2,6 trilioni, pari al 3,6% degli ammontari nominali segnalati. Tuttavia, un limite degli attuali sistemi di acquisizione dei dati consiste nella mancanza di analoghe informazioni per gli strumenti a contante, il che implica che i suddetti valori non possono essere significativamente utilizzati per calcolare le posizioni lunghe e corte su una base complessiva di portafoglio (considerando le possibili compensazioni tra i vari tipi di posizioni).

... ma la molteplicità di strumenti e strategie ...

In terzo luogo, altre istituzioni finanziarie diverse dagli operatori dichiaranti sono divenute un'importante categoria di controparti (concorrendo per il 41% agli ammontari nozionali totali), di riflesso alla posizione di preminenza assunta dagli investitori istituzionali e da quelli ad alto grado di leva. Anche prima del collasso di LTCM, molteplici indicazioni empiriche suggerivano che tali intermediari avevano accumulato ingenti posizioni al fine di lucrare la divergenza/convergenza di rendimento e di volatilità in un ventaglio di strumenti a reddito fisso. In effetti, con il restringersi delle opportunità di arbitraggio, il crescente ricorso a tali strategie ha determinato un grado di leva finanziaria sempre più elevato allo scopo di ottenere rendimenti soddisfacenti. Una strategia largamente usata è stato il cosiddetto "yen carry", che implica l'assunzione di posizioni corte sul mercato monetario denominato in yen e di posizioni lunghe in attività più remunerative in altre valute. La liquidazione di tali posizioni all'indomani della moratoria sul debito russo in agosto ha comportato ingenti rimborsi di passività in yen, accelerando manifestamente il risoluto apprezzamento della valuta nipponica in settembre e all'inizio di ottobre (Capitolo VI). Malgrado la loro diffusione, tali strategie non erano direttamente rilevabili dalle statistiche esistenti a causa della quantità di canali utilizzati per ottenere l'esposizione desiderata al rischio di mercato e/o di credito. Ciò nonostante, la forte crescita di riporti in cambi, opzioni valutarie in yen e swaps su tassi d'interesse a far

Posizioni globali sui mercati degli strumenti derivati OTC per tipologia di rischio ¹						
	Posizioni a fine marzo 1995			Posizioni a fine giugno 1998		
	Ammontare nozionale	Valore lordo di mercato		Ammontare nozionale	Valore lordo di mercato	
	miliardi di \$USA	miliardi di \$USA	in % dell'ammontare nozionale	miliardi di \$USA	miliardi di \$USA	in % dell'ammontare nozionale
Contratti su valute	13 095	1 048	8,0	22 055	982	4,5
Transazioni a termine secco e riporti in cambi	8 699	622	7,2	14 658	584	4,0
Swaps su valute	1 957	346	17,7	2 324	255	11,0
Opzioni	2 379	71	3,0	5 040	141	2,8
Altri	61	10	16,4	33	2	6,4
Contratti su tassi d'interesse ²	26 645	647	2,4	48 124	1 354	2,8
FRA	4 597	18	0,4	6 602	39	0,6
Swaps	18 283	562	3,1	32 942	1 186	3,6
Opzioni	3 548	60	1,7	8 528	126	1,5
Altri	216	7	3,2	52	2	4,5
Contratti collegati ad azioni	579	50	8,6	1 341	201	15,0
Contratti a termine e swaps	52	7	13,5	180	22	12,0
Opzioni	527	43	8,2	1 161	180	15,5
Contratti su merci	318	28	8,8	506	39	8,0
Oro	147	10	6,8	228	9	4,4
Altri	171	18	10,5	278	30	10,9
Contratti a termine e swaps	120	13	10,8	165	..	..
Opzioni	51	5	9,8	113	..	..
Derivati creditizi e altri contratti OTC	..	..	..	118	4	3,1
Lacune nelle segnalazioni (stime)	6 893	432	6,3	..	..	..
Totale generale	47 530	2 205	4,6	72 143	2 580	3,6

¹Al netto delle duplicazioni di posizioni notificate da entrambe le controparti. Oltre ai mesi di segnalazione, sono cambiati la base di segnalazione (locale nel 1995, consolidata a livello mondiale nel 1998) e il numero dei paesi partecipanti (26 nel 1995, 43 nel 1998), per cui le due serie statistiche non sono pienamente comparabili. ²Solo contratti su un'unica valuta.

Fonte: BRI. Tabella VII.7

tempo dall'indagine del 1995 fa ritenere che lo "yen carry" si sia evoluto da un'operazione incentrata sul mercato a pronti a un complesso approccio comprendente molteplici strumenti derivati.

Da ultimo, al netto degli effetti degli accordi di compensazione sui valori di mercato positivi lordi dei contratti, l'esposizione creditoria delle istituzioni dichiaranti derivante dall'assunzione di posizioni in prodotti derivati OTC era pari, alla fine di giugno del 1998, a \$1,2 trilioni. Se da un lato tale cifra risultava notevolmente inferiore all'ammontare delle esposizioni iscritte in bilancio, dall'altro si può affermare a posteriori che essa sottostimava gravemente il rischio di credito potenziale. L'episodio del fondo LTCM può essere illustrativo a tale riguardo. La strategia di LTCM, forse il più attivo utilizzatore al mondo di swaps su tassi d'interesse, consisteva nel lucrare i differenziali di prezzo fra svariati strumenti finanziari (Capitolo V). Ad agosto 1998, degli oltre

... comporta una sottostima dell'effettivo rischio di credito ...

... come dimostra il caso di LTCM

\$1 000 miliardi della sua esposizione nominale complessiva in strumenti derivati, \$750 miliardi rappresentavano swaps di questo tipo, contratti con circa 50 controparti di vari paesi, nessuna delle quali a conoscenza dell'esposizione totale del fondo. Quest'ultima ammontava a oltre il 5% del totale segnalato alle banche centrali dagli intermediari nei confronti delle "altre" istituzioni finanziarie rilevate dall'indagine. Sebbene l'esposizione creditoria corrente delle sue controparti fosse integralmente collateralizzata, queste ultime non si erano minimamente protette da potenziali aumenti nelle esposizioni derivanti da variazioni dei valori di mercato, e hanno cominciato a richiedere garanzie aggiuntive solo in settembre, quando è stata resa nota la gravissima situazione del fondo d'investimento statunitense. Gli sforzi di LTCM di reperire fondi smobilizzando i titoli a più elevata liquidità sono stati avvertiti dai mercati di tutto il mondo, trasmettendo l'onda d'urto dai valori illiquidi o a più basso rating agli strumenti benchmark.

In tal modo, le turbolenze dell'autunno scorso, benché innescate dall'insolvenza della Russia, hanno essenzialmente tratto origine dall'accumulo di esposizioni eccessivamente ampie e concentrate nei confronti di una clientela rivelatasi più vulnerabile del previsto ai rischi di mercato, di credito e di liquidità. La crisi ha inoltre messo in luce l'inadeguatezza dell'informativa fornita dagli investitori a elevata leva finanziaria circa l'entità delle esposizioni al rischio di mercato, la natura delle strategie operative e la validità delle metodologie di gestione del rischio. Quantunque le garanzie collaterali possano aver fornito agli operatori un senso di protezione dal connesso rischio di credito, l'insospettata complessità delle interconnessioni tra posizioni e intermediari ha destabilizzato persino i titoli più sicuri e liquidi. Ciò ha dimostrato che i mercati finanziari di base sono men che mai immuni dalle crisi che si manifestano alla periferia del sistema. Da allora, le istituzioni creditizie hanno iniziato a riconsiderare gli assunti su cui si basano i loro modelli e a porre una maggiore attenzione alle prove di stress e all'analisi delle grandezze fondamentali.

Tali eventi hanno altresì dimostrato come gli schemi di rilevazione statistica esistenti non consentano, in quanto tali, di ricavare un quadro completo e affidabile delle posizioni a livello mondiale. Questa difficoltà deriva in parte dalle diverse metodologie di misurazione dei rischi di mercato e di credito nei diversi segmenti, ma riflette anche le complesse interdipendenze tra mercati apparentemente non collegati tra loro, create attraverso l'assunzione di posizioni simmetriche o l'utilizzo degli strumenti come garanzia. Sono attualmente in corso iniziative volte a migliorare la trasparenza a livello tanto di singola istituzione quanto di sistema (si veda il capitolo sulle Attività della Banca); esse contemplano la ricerca dei modi atti a rafforzare gli standard informativi e a elaborare sistemi di segnalazione in grado di produrre utili misure della vulnerabilità del mercato. Le difficoltà concettuali e pratiche che ciò comporta non sono di poco conto: in attesa di una soluzione a questi problemi, ci si dovrà necessariamente basare sulle attuali fonti di informazione, la cui inadeguatezza dovrà tuttavia essere tenuta in debito conto nei processi decisionali degli operatori di mercato.

La mancanza di trasparenza a livello micro ...

... e macro ...

... sottolinea l'esigenza di migliorare le modalità di misurazione dei rischi

VIII. Conclusioni: trovar luce fra le ombre

Non vi è una risposta unica, o semplice, ai problemi economici attuali. Anche se può sembrare facile distinguere le politiche mirate alla stabilità macroeconomica da quelle connesse con la stabilità finanziaria, in pratica non lo è. La mancanza di stabilità in un'area contribuisce solitamente a destabilizzare l'altra. Si può ricordare che negli anni settanta e ottanta in molti paesi industriali un'inflazione relativamente alta indusse gli investitori a cercare protezione nella proprietà immobiliare, e che a sua volta ciò concorse a determinare un'eccessiva espansione del credito, prestiti in sofferenza e bilanci bancari sovraesposti. Più di recente, in Giappone, in Messico e nel Sud-Est asiatico si è potuto osservare l'altro lato di questo processo, giacché la debolezza delle banche e la connessa stretta creditizia hanno ritardato la ripresa dalle turbative macroeconomiche. La conclusione impegnativa che discende da tale constatazione è che l'azione di politica economica deve dispiegarsi su un ampio fronte affinché possa realizzare un miglioramento duraturo dei livelli di vita.

Al tempo stesso, viene riconosciuto in misura crescente che le differenti politiche richieste per promuovere la stabilità macroeconomica e finanziaria sono accomunate da varie caratteristiche di fondo. Nella conduzione delle politiche monetaria e fiscale è necessaria trasparenza per fornire un ancoraggio alle aspettative. Ma anche da parte degli operatori finanziari occorre trasparenza affinché la disciplina di mercato possa indurre a comportamenti prudenti. Un altro aspetto comune è che le politiche in entrambe le aree devono evitare di rimediare alle difficoltà di oggi a prezzo di un aggravamento di quelle future: il "moral hazard" è un problema serio. Infine, in ambedue le aree pare essere maturata la consapevolezza che i processi sottostanti vengono compresi solo in modo imperfetto e che i risultati sono inevitabilmente soggetti a incertezza. Poiché anche i piani ben congegnati non sempre producono gli effetti desiderati, nella formulazione delle politiche occorre forse assegnare una più elevata priorità all'obiettivo di evitare esiti veramente nefasti.

Quanto accaduto nei mercati finanziari fra l'agosto e l'ottobre dello scorso anno ha rammentato ai responsabili delle politiche che le distribuzioni di probabilità che caratterizzano i movimenti dei prezzi delle attività possono presentare "code" con valori elevati, per lo meno dal lato delle variazioni negative. L'interazione fra forme diverse di rischio prima ritenute separabili ha provocato massicce variazioni di prezzo che hanno messo a repentaglio la solidità delle istituzioni finanziarie e persino il funzionamento degli stessi mercati. I recenti drammatici sviluppi in molti paesi emergenti hanno evidenziato come anche le variabili macroeconomiche siano suscettibili di movimenti estremi. Né si dovrebbe presumere che le economie industriali avanzate vadano immuni da tali problemi. Sebbene la maggior parte degli osservatori preveda una continuazione,

e finanche un'accelerazione della crescita, il permanere di molte incertezze di natura specifica implica che le attuali previsioni debbano contenere un ampio margine di errore. Ad esempio, quali ripercussioni si avranno, in Giappone, sulla fiducia dei consumatori allorché prenderà realmente slancio la ristrutturazione delle imprese? Come influirà, in Europa, l'introduzione dell'euro sulla concorrenza e sui prezzi, nonché sulla struttura finanziaria attraverso la quale opera la politica monetaria? E la diffusione delle nuove tecnologie ridurrà la disoccupazione, dischiudendo nuove opportunità produttive, oppure la accrescerà, estromettendo forze di lavoro? La ristrutturazione delle banche asiatiche procederà rapidamente o resterà di fatto solo sulla carta? A questi interrogativi, molti altri se ne potrebbero aggiungere, e sia le risposte sia le implicazioni sul piano delle politiche non sono ovvie.

Né è ovvio che nella situazione attuale i rischi si bilancino. In effetti, una ripresa generalizzata dell'inflazione appare meno probabile di un'ulteriore disinflazione, o addirittura di una deflazione. L'incertezza di per sé intacca la fiducia e induce a comprimere la spesa. Gli squilibri agiscono nella stessa direzione. Quando essi sono infine corretti, coloro che ne traggono un guadagno possono anche non aggiustare verso l'alto le proprie decisioni di spesa, mentre per coloro che subiscono una perdita non vi è alternativa al ridimensionamento. Anche gli squilibri specifici cui si è fatto riferimento nell'Introduzione di questa Relazione annuale sembrano comportare il rischio di un'evoluzione meno favorevole rispetto alle previsioni. L'eccesso mondiale di capacità produttiva nel settore dei beni scambiati internazionalmente potrebbe avere conseguenze di vario tipo. Esso sta già esercitando pressioni al ribasso sui prezzi nei paesi industriali avanzati, sebbene il volume delle esportazioni dall'Asia non abbia ancora risentito appieno dei passati deprezzamenti. Negli Stati Uniti le spinte protezionistiche sono in aumento, quantunque il tasso di disoccupazione raggiunga sempre nuovi minimi. E l'intensificazione della concorrenza di prezzo rende le imprese vulnerabili di fronte a ogni significativa accelerazione dei costi. Un'eventuale ulteriore compressione dei profitti negli Stati Uniti potrebbe avere un impatto considerevole sui corsi azionari, e a sua volta ciò si ripercuoterebbe verosimilmente sulla spesa in consumi. Infine, gli eccezionali squilibri commerciali comporteranno prima o poi un indebolimento del dollaro e un corrispondente apprezzamento dello yen e dell'euro. Qualora ciò dovesse avvenire prima che le economie del Giappone e dell'Europa continentale abbiano ripreso il cammino di una solida crescita, evidenti sarebbero i pericoli in senso recessivo per l'economia mondiale.

Che i responsabili delle politiche siano consapevoli di queste insidie sembra confermato dal modo in cui essi hanno agito finora. I tassi d'interesse sono stati decisamente abbassati in tutto il mondo industrializzato, così come in molte economie emergenti. L'allentamento monetario attuato verso la fine dello scorso anno nei paesi industriali avanzati rispondeva anche all'intento di calmare le turbolenze di mercato mediante un'immissione addizionale di liquidità. Inoltre, è ben possibile che la politica monetaria agisca con minore efficacia in una situazione di calo generalizzato dei prezzi, a causa soprattutto, anche se non solo, del vincolo derivante dall'impossibilità di far scendere i tassi d'interesse nominali al disotto dello zero. Posto che si consideri ciò un potenziale problema, allora le

recenti riduzioni dei tassi in alcuni paesi potrebbero essere anche viste come una mossa preventiva intesa a evitare una spirale deflazionistica dalla quale sarebbe presumibilmente difficile uscire.

Sarebbe tuttavia un errore concludere che la risposta agli attuali problemi economici mondiali sia semplicemente un ulteriore allentamento della politica monetaria. In fondo, è stata proprio la presenza per vari anni di una politica troppo accomodante a creare molti dei problemi odierni. Oltre che a taluni dilemmi posti dalla conduzione della politica monetaria occorre oggi prestare maggiore attenzione alle non meno difficili questioni concernenti la scelta del regime di cambio, la politica fiscale e la riforma del mercato del lavoro. Per quanto attiene più direttamente alla stabilità finanziaria, in numerosi paesi s'impone con urgenza un'azione per ristrutturare il sistema bancario e, in molti casi, il settore delle imprese. È inoltre indispensabile che venga ora attuata tutta una serie di recenti raccomandazioni al fine di assicurare che, una volta resi sani, i sistemi finanziari rimangano tali negli anni a venire.

Politiche volte a promuovere la stabilità macroeconomica

In pressoché tutte le maggiori aree del mondo la conduzione della politica monetaria è oggi condizionata dalla presenza di circostanze eccezionali. Negli Stati Uniti, le incertezze e i dilemmi con cui è confrontata la Federal Reserve appaiono per certi versi normali, ma tali non sono per altri importanti aspetti. Nell'orientare la politica monetaria al perseguimento della stabilità dei prezzi interni è pratica usuale basare le previsioni di inflazione su una qualche misura del margine di potenziale produttivo esistente nell'economia. Inusuale è tuttavia il grado di incertezza che circonda tali previsioni negli Stati Uniti. Le stime dei livelli di capacità basate sulle statistiche del mercato del lavoro differiscono totalmente da quelle desunte dai dati sullo stock di capitale. Si aggiunga che fino a oggi non vi è alcuna prova conclusiva a conferma o a smentita dell'ipotesi che l'economia statunitense sia entrata in una "nuova era" di più rapida crescita della produttività.

Anche la dinamica dei prezzi delle attività pone condizionamenti collaterali sempre più severi alla normale conduzione della politica monetaria negli Stati Uniti. Se da un lato la turbolenza finanziaria mondiale dello scorso autunno ha in certa misura concorso alla decisione di abbassare i tassi d'interesse, dall'altro la precedente ascesa dei corsi azionari, assieme alla robusta espansione del credito, avrebbe potuto far ritenere opportuno un livello più elevato dei tassi. Una conclusione analoga è suggerita dalla recente risalita delle quotazioni a livelli record e dai connessi effetti sulla spesa in consumi. Al momento attuale un grosso pericolo per la prosecuzione della crescita economica mondiale è che l'economia statunitense si surriscaldi, e che i timori di una susseguente recessione deprimano i mercati azionari, riducendo la ricchezza e contraendo la spesa. Qualora il dollaro dovesse nel contempo deprezzarsi sotto la pressione dei deflussi di capitali e dell'ampio disavanzo commerciale, un periodo di stagflazione non sarebbe un'eventualità impossibile. Data la maggiore calma instauratasi ora sui mercati finanziari mondiali, l'esigenza di scongiurare una tale combinazione di eventi dovrebbe avere un peso rilevante nella formulazione della futura politica monetaria.

In Europa, la sfida straordinaria dello scorso anno è stata l'introduzione dell'euro. L'operazione è stata compiuta con grande maestria, come testimonia la stabilità dei cambi intraeuropei durante tutto il 1998. La sfida dell'anno venturo sarà come guidare la politica monetaria in un contesto economico non soltanto nuovo, ma anche destinato a evolversi rapidamente per effetto dell'avvento stesso della moneta unica. Il fatto che all'inizio di quest'anno molti dei paesi partecipanti presentassero ampie differenze nella posizione ciclica e nella dinamica dei prezzi delle attività pone taluni problemi per la conduzione della politica monetaria. Ulteriori complicazioni derivano dalle oscillazioni del valore dell'euro, sul piano sia dell'interpretazione sia della possibile risposta. Certo è tuttavia che l'obiettivo della Banca centrale europea è la stabilità dei prezzi, e che il rischio di mancarlo per difetto appare ora almeno altrettanto grande quanto quello di superarlo. Di recente la BCE ha specificato che la sua reazione agli scostamenti dall'obiettivo di inflazione sarà simmetrica, e ciò implica che, se del caso, i tassi ufficiali potrebbero in effetti essere ancora abbassati.

Anche in Giappone la politica monetaria si trova a operare in un contesto assai inconsueto, cioè di prezzi decrescenti. Sebbene l'esito non sia per nulla certo, paiono tuttavia essere presenti molti dei presupposti per una continuazione delle pressioni deflazionistiche. L'onere del debito reale gravante sulle imprese aumenta ancora, ostacolando gli investimenti. I costi unitari del lavoro sono in crescita, e le ristrutturazioni aggraveranno la disoccupazione, deprimendo ulteriormente la fiducia e la domanda delle famiglie. Anche se non è ancora rilevabile un differimento delle decisioni di spesa in previsione di nuovi cali di prezzo, come sembra accadere in Cina, una tale eventualità non può essere esclusa.

La Banca del Giappone ha reagito riducendo praticamente a zero i tassi d'interesse, immettendo più liquidità nel sistema bancario e acquistando grandi quantità di titoli del settore privato. Finora tale azione non è sostanzialmente riuscita a produrre gli effetti sperati, il che induce a domandarsi cos'altro, semmai, si possa fare. L'esperienza giapponese ha messo in luce i limiti che incontra la politica monetaria quando i tassi d'interesse nominali sono già estremamente bassi e l'eccesso di capacità produttiva è già molto ampio. Essa può altresì fornire una certa indicazione dei vantaggi e dei limiti che presentano le dichiarazioni esplicite a riguardo degli obiettivi di politica economica.

Un importante sviluppo concernente il Giappone è stato il brusco aumento di valore dello yen durante la seconda parte dello scorso anno. Se da un lato ciò potrebbe senz'altro giovare ai paesi asiatici concorrenti, dall'altro non vi è dubbio che si ripercuoterà negativamente sul settore delle esportazioni, una delle poche fonti di sostegno dell'economia giapponese. In circostanze più normali tale apprezzamento avrebbe potuto essere contrastato con una riduzione dei tassi d'interesse o con interventi volti a segnalare che all'occorrenza i tassi sarebbero stati abbassati. Invece, non essendo credibile la capacità di porre in atto tali contromisure, è stato più difficile avversare l'inopportuna ascesa dello yen. Anche il fatto che alle aspettative del mercato mancasse l'ancora offerta da una chiara comprensione del ruolo del cambio nella conduzione della politica monetaria giapponese non è stato certo di aiuto. Come minimo andrebbe chiaramente affermato che l'obiettivo di porre fine alla

recessione giapponese e di evitare l'instaurarsi di una psicologia deflazionistica deve, per il momento, prevalere sulle considerazioni di bilancia commerciale.

I dubbi circa la possibilità di tenere fede agli impegni dichiarati hanno inoltre sconsigliato l'adozione di obiettivi espliciti in termini di inflazione o di livello dei prezzi. In linea teorica, ambedue gli approcci potrebbero svolgere un utile ruolo nell'impedire un avvitamento verso il basso delle aspettative di prezzo e potrebbero pertanto condurre a una benefica riduzione delle attese a riguardo dei tassi d'interesse a lungo termine. In pratica, però, gli operatori economici devono poter credere che le autorità dispongano degli strumenti idonei per conseguire i propri obiettivi. Al momento attuale ciò appare dubbio. Quindi, sebbene nessuno dei due approcci sembri di per sé di grande ausilio nelle presenti circostanze, un tale cambiamento di regime potrebbe comunque svolgere un'utile funzione complementare, se solo si riuscisse a trovare un qualche altro mezzo per ridurre efficacemente l'attuale sottoutilizzo del potenziale produttivo.

Le fortissime oscillazioni dello yen, congiuntamente con l'introduzione dell'euro, hanno fornito lo spunto, nel periodo sotto rassegna, a nuove proposte per una migliore gestione cooperativa di un sistema di cambio tripolare. La fluttuazione dei tassi di cambio ha in effetti i suoi problemi, non da ultimo il rischio che si sviluppino bolle dei prezzi delle attività allorché i tassi d'interesse rimangono bassi e gran parte dell'onere della lotta all'inflazione viene quindi a ricadere su un apprezzamento esterno della moneta. Tuttavia, nessun accordo politico sembra in grado di modificare in modo significativo il regime attuale, che vede la politica monetaria nazionale orientata essenzialmente in funzione delle esigenze interne. Un problema sottostante, di rilevanza sia accademica che pratica, è la perdurante propensione degli operatori a finanziarsi nei centri con bassi tassi d'interesse e a investire in quelli con tassi elevati, senza considerare appieno il rischio di dover rimborsare le proprie passività in una moneta apprezzata. L'effetto destabilizzante di siffatti "fallimenti del mercato" richiederebbe un approfondimento analitico.

Anche in numerose economie emergenti sono sorti nuovi problemi nell'area dei tassi di cambio. Il principale insegnamento tratto da queste esperienze è che i paesi dovrebbero evitare regimi di ancoraggio variabile, optando invece o per un meccanismo molto più stringente o per l'adozione volontaria di una fluttuazione manovrata. In favore della prima alternativa testimonia il fatto che lo scorso anno Hong Kong e Argentina hanno difeso con successo il proprio regime di "currency board", gestendo il sistema in modo più flessibile (Hong Kong) oppure minacciando la dollarizzazione e l'astensione da qualsiasi forma di gestione del cambio (Argentina). In entrambi i casi si sono semplicemente dovuti accettare tassi d'interesse sgradevolmente elevati. Altri paesi, come il Brasile, non hanno deciso spontaneamente di lasciare fluttuare la propria moneta, ma vi sono stati costretti in una situazione di crisi. L'esito è stato generalmente insoddisfacente. Com'era avvenuto in Asia l'anno prima, le valute hanno avuto la tendenza a deprezzarsi a dismisura per poi riprendersi nel contesto di politiche macroeconomiche di stabilizzazione. Anche le autorità brasiliane hanno consentito agli alti tassi d'interesse di svolgere un ruolo di sostegno, anche se appariva probabile che con il tempo l'impatto sul servizio del

debito interno e sul disavanzo di bilancio avrebbe potuto determinare pressioni al ribasso sul real. Grazie anche a un netto miglioramento dell'avanzo primario e ad una dinamica dell'inflazione inaspettatamente moderata, fino a oggi questa strategia sembra vincente.

Il compito che attende ora il Brasile e gli altri paesi passati a un regime di fluttuazione è quello di individuare un'altra ancora nominale che serva da guida alla politica monetaria interna nel più lungo periodo. Non sarà un compito facile, data la mancanza di una tradizione antinflazionistica, l'inadeguatezza delle statistiche sugli aggregati creditizi e monetari e l'assenza di procedure affidabili di previsione dell'inflazione. E, in difetto di un quadro operativo trasparente per la conduzione della politica monetaria, anche la gestione di pressioni episodiche sul cambio risulterà difficile, seppure meno problematica che in un regime di ancoraggio aggiustabile.

Negli ultimi tempi non si è discusso molto di politica fiscale. Per quanto riguarda il Giappone, è opinione concorde che la manovra fiscale abbia (o quanto meno abbia avuto) un ruolo utile nello stimolare la domanda aggregata; nell'Europa continentale viene ritenuto desiderabile un ulteriore consolidamento dei bilanci pubblici; negli Stati Uniti lo stato della finanza pubblica è nettamente migliorato e al momento non sembra necessario un inasprimento; infine, nei paesi emergenti la restrizione fiscale appare la giusta risposta a breve termine allorché si manifestano pressioni sul cambio. Pur essendo in gran parte valide, queste affermazioni vanno tuttavia meglio specificate alla luce delle circostanze.

In Giappone, dove più evidenti appaiono i limiti dello stimolo monetario, l'efficacia delle numerose manovre di bilancio espansive è stata diminuita dalla crescente propensione al risparmio delle famiglie. Questo fenomeno rispecchia certamente la maggiore insicurezza a riguardo del posto di lavoro, ma è anche dovuto all'inadeguatezza dei sistemi previdenziali e al timore che in futuro si renda necessario un aumento dell'imposizione per finanziare il servizio del crescente debito pubblico. Quest'ultimo timore è stato accentuato dall'esitante reazione della politica fiscale, la quale non è riuscita a ristabilire la fiducia del settore privato, e dalle argomentazioni con cui è stato giustificato il forte inasprimento fiscale dell'esercizio 1997. Ad alimentare il timore di futuri aggravii di imposta ha inoltre contribuito la crescente percezione che gli attuali investimenti sono dettati più da considerazioni di ordine politico che dalla volontà di anticipare la realizzazione di infrastrutture che sarebbero in ogni caso necessarie. In Europa l'esigenza di un consolidamento a medio termine non può essere messa in discussione. Va comunque ricordato che uno dei vantaggi offerti da una solida posizione fiscale è il margine di manovra che essa consente all'operare degli stabilizzatori automatici. E non è da escludere che in Europa si determini una situazione in cui lo stimolo fiscale sarebbe ancora una volta la risposta appropriata di politica economica. Infine, i libri di testo direbbero che un inasprimento della politica di bilancio negli Stati Uniti contribuirebbe a ridurre il surriscaldamento dell'economia interna e il rischio di un apprezzamento disordinato del dollaro seguito da una sua brusca caduta. In circostanze siffatte, per quanto politicamente improbabili esse siano, sarebbe tanto più importante che venisse incoraggiata un'espansione della domanda aggregata negli altri paesi. Durante i

recenti episodi di turbolenza il mondo ha tratto notevole beneficio dal protratto vigore dell'economia statunitense. Tuttavia l'apprestamento di strategie in vista di un mutato contesto dovrebbe essere ora la preoccupazione di ogni prudente "policymaker", anche negli Stati Uniti.

Non è neppure assodato che nelle economie emergenti la restrizione fiscale sia sempre la risposta appropriata allorché sorgono pressioni sul cambio. Nei paesi industriali con tassi di cambio fluttuanti e un'elevata mobilità dei capitali si presume comunemente che il cambio si indebolisca in presenza di una restrizione fiscale, in quanto i tassi d'interesse interni scendono e i capitali defluiscono all'estero. Per contro, nei mercati emergenti la restrizione fiscale può a un tempo rafforzare il tasso di cambio e abbassare tassi d'interesse inizialmente elevati riducendo il premio per il rischio richiesto dai prestatori esteri. Questa argomentazione appare valida per il Brasile e la Russia, e in generale per quei paesi che hanno tradizionalmente una situazione fiscale precaria. Meno evidente è la sua validità nel caso dei paesi asiatici o di altre regioni con un passato di finanze pubbliche sane. Tuttavia, se si considera quanto imprevedibili possano essere i mercati in un contesto di crisi, anche in questi casi può comunque essere opportuno ridurre in un primo tempo il deficit pubblico, per poi allentare il rigore fiscale non appena si sia ristabilita la fiducia. Sebbene resti aperta la questione della scelta dei tempi, nella sostanza ciò è quanto è accaduto recentemente nei paesi asiatici colpiti dalla crisi.

Alla luce dell'eccesso di capacità a livello mondiale e dell'elevata o crescente disoccupazione in Europa, in Giappone e in gran parte delle economie emergenti, si pone inoltre con urgenza la necessità di riforme dal lato dell'offerta. Questa affermazione potrebbe sembrare paradossale, in quanto tali riforme sono destinate ad aumentare il potenziale produttivo. Non va tuttavia dimenticata la principale nozione dell'economia classica, ossia che le variazioni dei prezzi relativi possono parimenti contribuire in modo sostanziale alla risoluzione degli squilibri economici. Anche con un'adeguata ristrutturazione dei settori delle imprese e delle banche (si veda più oltre), l'eccesso di capacità presente in molti comparti industriali implica che gli investimenti in queste aree rimarranno deboli per vari anni, con i connessi effetti moltiplicativi sull'occupazione e sul reddito. In siffatte circostanze è essenziale rimuovere le restrizioni amministrative e gli altri ostacoli alla redditività che gravano sugli investimenti in altri settori, specie in quello dei servizi. Sebbene ciò valga con particolare evidenza per i mercati emergenti, anche molti paesi industriali riconoscono la necessità di procedere nel senso della deregolamentazione. Le iniziative intraprese sul mercato del lavoro al fine di accrescere le opportunità di impiego delle persone disoccupate agiscono nella stessa direzione, soprattutto perché i lavoratori spendono, e ancor più spendono i lavoratori fiduciosi. È questo forse l'insegnamento più chiaro che si può ricavare dall'esperienza degli Stati Uniti negli ultimi anni.

Politiche volte a promuovere la stabilità finanziaria

Prima di considerare come possano essere evitati i problemi finanziari futuri, occorre porre mano ai problemi di oggi. L'accumulo di capacità industriale

eccedente in molti paesi e settori continua a rappresentare una seria minaccia per la stabilità finanziaria. Senza una riduzione ordinata o un riassorbimento di tale eccedenza, gli indici di redditività del capitale rimarranno deludenti, con effetti potenzialmente deprimenti, e duraturi, sulla fiducia e sulle decisioni di investimento. Diverrà inoltre sempre più dubbia la solvibilità delle istituzioni che hanno finanziato questa espansione del capitale, e ciò potrebbe dare origine a un razionamento del credito e a pesanti condizionamenti negativi per l'intera economia. Processi di questo genere sono particolarmente pronunciati nel Sud-Est asiatico, in Cina e in Giappone. Purtroppo, per molti aspetti queste economie paiono anche essere nella situazione meno propizia per uscirne.

La chiusura di singoli stabilimenti in Asia è inibita dal timore delle possibili reazioni dei tradizionali concorrenti. In ogni caso, dati i pesanti costi pregressi, spesso può avere un senso continuare a produrre in perdita fintantoché sono coperti i costi variabili. Sotto questo aspetto particolare, la presenza di tassi d'interesse bassi e la possibilità di ottenere ulteriori finanziamenti dal sistema bancario (o addirittura dall'estero) possono costituire importanti disincentivi alla ristrutturazione. Un'alternativa consisterebbe nel dichiarare fallimento e vendere le attività aziendali a prezzi sufficientemente bassi da generare profitti per i nuovi proprietari, ma tale opzione è ostacolata in Asia dall'assenza di una legislazione fallimentare adeguata. Benché in vari paesi si siano compiuti progressi in quest'area, non è ancora chiaro in che modo la nuova normativa sarà applicata nella pratica. Un ulteriore importante ostacolo alla razionalizzazione industriale in tutta l'Asia è rappresentato dalle preoccupazioni per i costi sociali e politici della dismissione di manodopera e dagli effetti sulla fiducia delle famiglie, data la mancanza di efficaci sistemi di sicurezza sociale. Le soluzioni di politica economica richieste per rimediare a tali problemi possono sembrare ovvie, ma la loro attuazione sarà difficile, nonché costosa per gli azionisti e potenzialmente anche per i governi. È significativo il fatto che la ristrutturazione delle imprese in Giappone è appena agli inizi, pur essendo trascorso quasi un decennio da quando se ne è manifestato il bisogno. Un processo di ristrutturazione pare stia cominciando in Cina, Corea e alcuni altri paesi, ma resta da vedere se le promesse saranno di fatto mantenute.

Un altro fattore che frena le ristrutturazioni aziendali, non soltanto in Asia, bensì in molte altre parti del mondo, è la già dubbia solidità del sistema bancario. Quantunque possa essere opportuno esacerbare questo problema riconoscendo l'inesigibilità di una quota ancora maggiore dei prestiti erogati alle imprese, un tale approccio è assai poco attrattivo sul piano politico. Una ragione per temporeggiare è che, data l'erosione subita dal capitale proprio sia nel settore delle imprese che in quello finanziario, l'onere tenderebbe a ricadere sui contribuenti. In linea di principio, anche i depositanti potrebbero essere chiamati a contribuire, ma in molti paesi emergenti i governi hanno fornito un'assicurazione implicita per tutti i depositi, al fine di evitare corse agli sportelli come quelle avvenute nel 1995 in Argentina e più di recente in Indonesia. Poiché le perdite su crediti ammontano probabilmente a una frazione significativa del PIL, i paesi emergenti che non dispongono di mercati ben consolidati dei titoli di Stato potrebbero avere difficoltà a finanziare il fabbisogno di bilancio, sebbene ciò rappresenti al tempo stesso un'opportunità per lo sviluppo di mercati dei

capitali. Quanto ai paesi con sistemi finanziari maturi, il pericolo di un aumento rilevante del debito pubblico potrebbe complicare ulteriormente il compito delle politiche macroeconomiche sospingendo verso l'alto i tassi d'interesse a più lungo termine, com'è accaduto recentemente in Giappone.

Il modo in cui viene attuata la ristrutturazione del sistema bancario è determinante ai fini sia della sua efficacia che della sua durata. L'obiettivo primario deve essere quello di ripristinare la solvibilità e la redditività. Quanto ai principi cui ispirarsi, per essere efficace una ristrutturazione dovrebbe iniziare non appena il problema viene accertato ed essere di portata tale da evitare un razionamento ingiustificato del credito. È inoltre essenziale che vengano evitate interferenze politiche e siano rese trasparenti sia le procedure sia la ripartizione dei costi. Infine, se si vogliono impedire fenomeni di "moral hazard" gli azionisti e il management delle banche insolventi devono patire un danno, sebbene vi debbano essere limiti a ciò nel caso di crisi sistemiche. Malauguratamente, in vari paesi questi principi non sono sempre stati applicati con la coerenza dovuta. Tali deficienze avranno costi sia a breve termine, nella misura in cui sarà ritardata la ripresa economica, sia a lungo termine, in quanto verrà frenata la ristrutturazione delle imprese e si finirà con il ripetere gli errori del passato.

Benché gli attuali problemi nei sistemi finanziari dei paesi emergenti abbiano essenzialmente avuto origine interna, essi sono stati senz'altro acuiti dai flussi di capitali internazionali. La realtà di fatto è che persino i flussi di entità modesta nell'ottica dei mercati finanziari internazionali possono avere effetti dirompenti sulle piccole economie. Ne discende che tali paesi dovrebbero smantellare i controlli sui capitali a breve con grande cautela, specie se vi sono dubbi (e normalmente ve ne sono) circa la stabilità intrinseca dei sistemi finanziari interni. Dovrebbe inoltre esservi assai meno esitazione nell'impiego di strumenti prudenziali basati sul mercato, come gli obblighi di riserva, per impedire che le banche facciano eccessivo ricorso all'indebitamento a breve in valuta. Abbinato a un regime di cambio gestito in modo meno rigido, ciò potrebbe realmente segnare un salto di qualità.

La recente esperienza mostra inoltre come i paesi che per una qualche ragione desiderano accettare tali afflussi di capitali debbano compiere maggiori sforzi per prepararsi all'eventualità di improvvisi deflussi. Un possibile modo consiste nel potenziare le riserve valutarie realizzando eccedenze commerciali. Il problema insito in tale approccio è che esso esemplifica la cosiddetta fallacia dell'aggregazione: quali squilibri mondiali emergerebbero se tutti i paesi emergenti si adoperassero in tal senso? Una soluzione meno problematica potrebbe essere quella adottata recentemente dall'Argentina, consistente nel prendere a prestito riserve e concordare linee creditizie di emergenza vincolanti con il settore privato. Dati i cambiamenti di umore dei mercati, in certi momenti per le autorità potrebbe essere relativamente facile e poco costoso assicurarsi disponibilità valutarie a più lungo termine da impiegare in un secondo tempo. Infine, i paesi potrebbero avvalersi delle "Contingent Credit Lines" messe di recente a disposizione dal FMI. Unitamente ad accordi analoghi con il settore privato, ciò costituirebbe un'attestazione congiunta della solidità del paese in questione e potrebbe contribuire in modo sostanziale a evitare problemi di contagio.

Il dire che le economie emergenti devono affrontare i loro propri problemi non significa negare che parte della soluzione possa essere trovata in talune modalità di funzionamento degli stessi mercati internazionali dei capitali. L'erogazione imprudente di credito è stata motivata sia dall'assottigliarsi dei margini sulle operazioni tradizionali nel mercato nazionale, sia dalla convinzione che "reti di sicurezza" di varia forma avrebbero protetto i creditori qualora i rischi si fossero concretizzati. Il primo problema è destinato ad aggravarsi nella misura in cui si intensifica la concorrenza globale nell'offerta di servizi finanziari e aumenta l'attenzione prestata dal management agli interessi degli azionisti. Se da un lato è possibile che le banche reagiscano con una valutazione più oculata del rischio, dall'altro è anche possibile che esse si lascino ulteriormente attrarre da operazioni sempre più rischiose.

Per quanto concerne il problema di un'imprudente erogazione di credito dovuta alla presunta protezione offerta dalle "reti di sicurezza", negli ultimi tempi si è assistito a sviluppi di valenza opposta. Per un verso, le perdite subite in Russia e in Cina hanno messo in chiara evidenza il potenziale di rischio nei paesi emergenti. Nell'aprile di quest'anno tali esperienze parevano aver influito sul comportamento delle banche, mentre rimaneva pressoché intatto l'entusiasmo degli investitori per le obbligazioni dei mercati emergenti. Quest'ultima tendenza è tuttavia destinata a cambiare qualora vengano adottate le recenti proposte secondo cui i detentori di obbligazioni sarebbero normalmente chiamati a partecipare alla ristrutturazione del debito esterno di un paese. Per contro, dalla vicenda del Long-Term Capital Management si può desumere che gli organi di regolamentazione e i principali creditori hanno giudicato che una tale istituzione finanziaria non bancaria fosse troppo complessa per consentirne il fallimento. Ciò potrebbe avere risvolti preoccupanti per il messaggio inviato a banche e operatori mobiliari di dimensioni ben maggiori con una vasta operatività di negoziazione in proprio.

Il progresso tecnologico e la deregolamentazione hanno non soltanto modificato i tradizionali comportamenti bancari, ma anche incoraggiato l'erogazione di credito attraverso i mercati mobiliari e il ricorso a tali mercati da parte delle banche medesime. Questo fenomeno ha parimenti implicazioni per la stabilità sia finanziaria che economica. Nelle fasi di rallentamento congiunturale in molti paesi le banche tradizionalmente continuano a finanziare i clienti con cui intrattengono stabili relazioni, contribuendo così a sostenere la domanda e a temperare il ciclo stesso. Per converso, i mercati tendono a mutare atteggiamento in modo drastico, negando il credito a tutti i mutuatari tranne a quelli di primissimo ordine. Di fatto, essendo le banche stesse divenute più dipendenti dai mercati finanziari per la titolarizzazione di impieghi o il collocamento di propri strumenti debitori, potrebbe anche essersi ridotta la loro capacità di svolgere una funzione moderatrice del ciclo. Poiché inoltre, come si è potuto osservare lo scorso anno, gli spreads creditizi sui mercati finanziari tendono a essere fortemente correlati al livello dei tassi d'interesse, appare evidente il rischio di maggiori fluttuazioni cicliche nell'espansione del credito e nel connesso andamento della spesa. Il fatto che con l'ampliarsi degli spreads possa venir meno la liquidità implica inoltre il rischio che, in un sistema basato sul mercato, le fasi contrattive siano intrinsecamente più violente di quelle espansive. Infine, dato

che in misura crescente il credito è fornito da una moltitudine di investitori su mercati impersonali dai quali è facile uscire, diventa sempre più problematico organizzare prestiti concertati in favore di mutuatari sovrani bisognosi di liquidità. Al pari dei governi, le banche si chiedono per quale motivo debbano finanziare il salvataggio altrui.

Le implicazioni di questi recenti sviluppi per le procedure interne di gestione del rischio e per la politica economica sono importanti. Attraverso vari canali le istituzioni finanziarie, ivi comprese le banche, sono oggi esposte a un maggiore rischio di mercato. Si aggiunga che quest'ultimo è più fortemente correlato al rischio di credito di quanto si ritenesse in passato, giacché le esposizioni sono spesso costruite con il ricorso a capitali di prestito, e che anche la correlazione fra rischio di credito e rischio di liquidità è più stretta di quanto si presumesse. Inoltre, appare ora evidente che i modelli di rischio possono fornire un falso senso di sicurezza, poiché in condizioni di mercato estreme essi possono perdere la loro capacità predittiva. Di fatto, un loro utilizzo meccanicistico può addirittura contribuire a turbolenze del mercato. Se da un lato occorre quindi un impiego più sistematico delle prove di stress, dall'altro è necessario prestare maggiore attenzione a correlazioni di prezzo non lineari e a scenari prima ritenuti così improbabili da non assumere rilevanza pratica.

Vi sono poi implicazioni di politica economica che vanno al di là del compito di accertare l'adeguatezza dei sistemi interni di gestione del rischio. Considerato che i mercati assumono un'importanza sempre maggiore nel sistema finanziario, e che il loro umore può cambiare con estrema rapidità, diventa altrettanto importante sorvegliare i mercati da vicino e individuare le concentrazioni di rischio. In alcuni dei paesi in cui le banche centrali non sono più depositarie della funzione di vigilanza bancaria esse sono ora responsabili della stabilità del sistema finanziario nel suo insieme. Sarà necessario definire più chiaramente il significato di questo ruolo per quanto concerne il supporto da fornire al mercato. Sono molti a chiedersi se una banca centrale, privata delle responsabilità di vigilanza, sia ancora in grado di ottenere le informazioni necessarie, nel momento in cui ne ha bisogno, al fine di svolgere la propria funzione di sostegno finanziario d'emergenza in maniera oculata e tempestiva in un mondo retto dalle leggi di mercato. Nell'Europa continentale vanno inoltre valutate attentamente le ulteriori complicazioni derivanti dalla presenza di una banca centrale sovranazionale che interagisce con varie autorità di vigilanza nazionali.

Come rilevato nell'Introduzione di questa Relazione annuale, lo scorso anno sono state avanzate numerose raccomandazioni specifiche e di ordine pratico sui modi atti a migliorare la stabilità dei sistemi finanziari a livello nazionale e internazionale. Queste proposte sviluppano costruttivamente precedenti iniziative dei Sostituti del Gruppo dei Dieci e i lavori di vari comitati con sede a Basilea, e sarebbe superfluo ripercorrerle in questo contesto. Tutta una serie di recenti riunioni è servita a conseguire due importanti finalità: ampliare la gamma dei partecipanti e individuare le aree di consenso e di dissenso. Anche se permangono elementi di disaccordo, vi è ora sufficiente convergenza di vedute da rendere senz'altro maturo il passaggio alla fase attuativa. È questo il principale compito cui è chiamata la comunità internazionale negli anni a venire, un compito che non sarà certo facile.

In molte aree sono stati raccomandati codici internazionali di condotta alla cui attuazione dovrà essere data un'alta priorità. Fortunatamente, l'esperienza maturata con l'applicazione del primo di essi, i Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria, fornisce utili indicazioni sul modo di procedere. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, attraverso il suo Gruppo di collegamento e le relazioni intrattenute con i gruppi regionali di autorità di vigilanza, svolge esso stesso un ruolo di promotore e sta considerando di impiegare più attivamente lo strumento della pressione di gruppo. Il FMI vigilerà sull'osservanza dei principi nel quadro delle consultazioni ai sensi dell'Articolo IV e ha inoltre proposto un codice di trasparenza per tutti gli organismi operanti nell'area della regolamentazione finanziaria. La proposta si basa sul principio che una maggiore chiarezza circa il mandato, i poteri e le responsabilità degli organi di vigilanza contribuirà ad accrescere l'efficacia del loro operato. Anche il settore privato può fornire un valido aiuto, imponendo la disciplina di mercato ai paesi con regimi di vigilanza non rigorosi. La proposta avanzata dai paesi del Gruppo dei Sette, secondo cui il FMI dovrebbe pubblicare la propria valutazione sull'osservanza degli standard internazionali nei singoli paesi, fornirebbe ai mercati più fondati elementi di giudizio. Infine, potrebbe essere presa in considerazione la possibilità di negare il diritto di insediamento nei maggiori centri finanziari alle banche che provengono da paesi il cui sistema di vigilanza è giudicato inadeguato. Chiaramente, il ricorso a così tanti incentivi è indicativo di come l'attuazione dei principi raccomandati sia ritenuta per lo meno difficile. Si aggiunga che permangono formidabili problemi, sul piano sia delle risorse di personale sia degli incentivi interni, la cui risoluzione potrebbe richiedere anni. Per tutte queste considerazioni è tanto più importante che gli sforzi compiuti a livello individuale ricevano il pieno sostegno della comunità internazionale.

Di fronte a siffatte sfide, la recente costituzione del Forum per la stabilità finanziaria sotto l'egida del Gruppo dei Sette rappresenta un importante passo avanti. Questo consesso riunisce, per la prima volta, alti funzionari del Tesoro, delle banche centrali e di altri organi di regolamentazione nazionali, nonché esponenti di istituzioni finanziarie e comitati internazionali interessati alla stabilità finanziaria. Esso dovrebbe permettere di evitare costose e spesso irritanti sovrapposizioni di ruoli e di stabilire le priorità di attuazione in un mondo in cui sono grandi i bisogni ma scarse le esperienze. Vi è anche l'esigenza di individuare nuove aree di vulnerabilità finanziaria e di assicurare che sia intrapresa un'azione per porvi rimedio. Infine, dovrebbero essere esercitate pressioni ai massimi livelli internazionali affinché standard di comportamento inaccettabili non continuino a celarsi dietro meccanismi contabili, normativi o di altro tipo. Per poter svolgere il suo mandato con efficacia il Forum dovrà tuttavia affrontare gli stessi problemi di composizione incontrati dai gruppi più tradizionali, come quello di trovare un giusto equilibrio fra l'esigenza di mantenere la partecipazione abbastanza ristretta da garantire l'efficienza e l'intento di assicurare un'adeguata rappresentatività sia dei paesi industriali sia delle economie emergenti.

Nel funzionamento di un'economia di mercato vi può essere un lato più oscuro, specie quando i mercati finanziari sono altamente liberalizzati e le aspettative vanno soggette a cicli ricorrenti di ottimismo e pessimismo. Tuttavia ciò non deve farci dimenticare gli straordinari meriti di questo sistema e l'assenza di

una plausibile alternativa. Il compito vero è ora quello di migliorare il sistema che abbiamo, prima che altre formule proposte comincino ad apparire più attraenti di quanto non siano in realtà. Ogni azione tempestiva ed efficace che riduca la probabilità del ritorno a una regolamentazione molto più vincolante e a un controllo statale diretto non può che costituire un passo nella giusta direzione.

Attività della Banca

Lo scorso anno la Banca ha continuato a svolgere il suo ruolo tradizionale nel promuovere la cooperazione monetaria internazionale. Essa ha fornito analisi e supporto organizzativo per numerose riunioni di rappresentanti delle banche centrali e di esponenti della comunità finanziaria internazionale su questioni di primaria importanza in materia di politica monetaria e di stabilità finanziaria. La maggior parte di queste riunioni ha continuato a svolgersi a Basilea, ma un numero crescente di incontri ha avuto luogo in altre sedi, ivi compresa la nuova Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico della BRI.

La Banca ha altresì continuato a fungere da controparte per le operazioni finanziarie delle banche centrali e da Agente e Fiduciario per una vasta gamma di transazioni finanziarie. Nel corso dell'anno essa ha iniziato a offrire servizi di gestione di portafoglio, nonché uno strumento a medio termine per fornire alle banche centrali un mezzo di investimento liquido e a più lunga scadenza. Nel quadro di un programma internazionale di assistenza in favore del Brasile, la BRI ha inoltre coordinato una linea creditizia messa a disposizione del Banco Central do Brasil.

Questo capitolo passa in rassegna le principali attività della Banca in questi e altri ambiti durante l'esercizio trascorso. I rapporti, cui si farà riferimento in seguito, i *working papers* e gli *economic policy papers* sono disponibili sul sito Internet della BRI (www.bis.org) oppure su richiesta in formato cartaceo.

1. Cooperazione monetaria e finanziaria internazionale

Il supporto analitico e organizzativo fornito per gli incontri periodici tra alti funzionari delle banche centrali e di altre istituzioni su importanti aspetti di politica finanziaria rappresenta il contributo principale della Banca alla promozione della cooperazione monetaria e finanziaria internazionale. Tali incontri, per i quali la BRI assicura i servizi di Segretariato, rientrano in quattro categorie: consultazioni regolari tra i Governatori e alti funzionari delle banche centrali su aspetti congiunturali e monetari e su temi inerenti la stabilità finanziaria; riunioni di comitati permanenti di esperti per la formulazione di norme o raccomandazioni intese a rafforzare la stabilità dei sistemi finanziari; incontri con una vasta partecipazione di autorità nazionali e istituzioni internazionali, incentrati soprattutto su questioni di stabilità finanziaria; riunioni dedicate ad aspetti tecnici delle attività delle banche centrali.

Consultazioni regolari su questioni monetarie e finanziarie

Le consultazioni fra i Governatori presso la BRI avvengono principalmente in tre contesti: le tradizionali riunioni dei Governatori del Gruppo dei Dieci; gli

incontri a più ampia partecipazione cui intervengono i Governatori di tutte le banche centrali azioniste della BRI (e occasionalmente anche ospiti di importanti banche centrali non azioniste); un nuovo consesso che riunisce un numero limitato di Governatori dei principali paesi industriali ed emergenti. Le regolari riunioni dei Governatori del G10 costituiscono un'importante occasione di consultazione sulla congiuntura economica e finanziaria. Tre temi fondamentali di politica economica hanno avuto un rilievo predominante nelle riunioni tenutesi in corso d'anno: il contenimento dei rischi per l'economia mondiale derivanti dalle crisi in Asia e in altre regioni; l'introduzione dell'euro; i problemi che comporta la conduzione della politica economica in un contesto di mercati dei capitali instabili e di prezzi inflazionati delle attività.

Le questioni di politica monetaria e finanziaria che verosimilmente continueranno a essere di interesse e di rilevanza in un orizzonte temporale di medio periodo sono il principale tema di discussione nelle riunioni periodiche dei Governatori di tutte le banche centrali azioniste della BRI. Nell'esercizio sotto rassegna, i Governatori hanno discusso fra l'altro: le implicazioni monetarie, finanziarie e valutarie della UEM; la partecipazione delle banche centrali alla sorveglianza e vigilanza delle istituzioni finanziarie; il ruolo delle agenzie di rating nel funzionamento dei mercati dei capitali; la concezione e le modalità operative delle reti di sicurezza in ambito finanziario. Essi hanno altresì esaminato la conduzione della politica monetaria in regimi di cambio diversi e i problemi che si pongono per le banche centrali asiatiche e latino-americane a seguito delle recenti crisi. Infine, i Governatori hanno fornito un contributo di alto livello alla definizione del *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies* che il FMI sta elaborando in consultazione con la BRI, le banche centrali sue azioniste e i rappresentanti dei comitati permanenti sulle questioni di stabilità finanziaria.

Dall'inizio del 1999 la Banca ospita inoltre regolari riunioni dei Governatori delle banche centrali dei principali paesi industriali ed emergenti. La portata mondiale della crisi iniziata nei mercati emergenti circa due anni fa ha evidenziato l'esigenza di una consultazione allargata sui fattori di perturbazione della stabilità. In tali incontri sono stati discussi, fra l'altro, l'aggiustamento delle partite correnti e dei cambi seguito alle crisi finanziarie asiatiche, il ritmo delle ristrutturazioni bancarie nei paesi emergenti e i rischi e i problemi posti dall'inflazione dei prezzi delle attività in un contesto di spinte deflazionistiche sui mercati dei beni. In linea con il suo orientamento globale, la BRI ha inoltre organizzato vari incontri regionali di alti funzionari delle banche centrali. Il "Working Party" del 1998 sulla politica monetaria in America latina si è svolto presso il Banco Central do Brasil in novembre, e quello sulla politica monetaria in Asia ha avuto luogo nel marzo 1999 presso la Rappresentanza della BRI a Hong Kong (Regione amministrativa a statuto speciale). L'incontro annuale dei Vice Governatori delle banche centrali dei principali mercati emergenti, tenutosi a Basilea nel dicembre 1998, è stato dedicato alle tecniche di ristrutturazione bancaria.

Oltre alle suddette riunioni, la Banca ha continuato a organizzare consultazioni periodiche di alti funzionari delle banche centrali su una vasta gamma di temi. Il Comitato degli esperti su oro e cambi, che segue gli andamenti dei mercati valutari, nell'esercizio sotto rassegna si è occupato in particolare

dell'introduzione dell'euro e dell'ordinato funzionamento dei mercati in situazioni di tensione.

Riunioni dei comitati permanenti sulle questioni di stabilità finanziaria

La Banca ha continuato ad assicurare i servizi di Segretariato a vari comitati permanenti impegnati a promuovere la stabilità finanziaria. Due di questi comitati, ossia il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e il Comitato sul sistema finanziario globale (precedentemente denominato Comitato permanente per l'euromercato) si occupano del buon funzionamento rispettivamente del settore bancario e dei mercati facenti parte del sistema finanziario internazionale. Il terzo, ossia il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS) si occupa dell'infrastruttura che collega le istituzioni e sorregge il funzionamento ordinato dei mercati. Grazie al loro operato che abbraccia elementi importanti dei tre pilastri del sistema finanziario internazionale – istituzioni, mercati e infrastrutture – questi comitati assicurano un esteso e coerente monitoraggio degli sviluppi in atto. Tutti e tre, insieme alla BRI, sono rappresentati nel Forum per la stabilità finanziaria istituito di recente su iniziativa dei Ministri e dei Governatori del G7.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Il Comitato di Basilea ha compiuto significativi progressi in diverse aree di importanza fondamentale per il rafforzamento della stabilità finanziaria. Lo scorso anno l'attenzione è stata rivolta in via primaria all'Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali. Il Comitato ha effettuato un riesame approfondito dell'Accordo e sta ora ultimando un documento a fini di consultazione in cui illustra le modifiche che, a suo avviso, dovrebbero essere apportate all'Accordo per tener conto degli sviluppi sui mercati finanziari negli undici anni trascorsi dalla sua pubblicazione. Le finalità della revisione sono: (i) l'ulteriore promozione della sicurezza e della solidità del sistema finanziario; (ii) il miglioramento delle condizioni di parità concorrenziale; (iii) un ampliamento dell'approccio al trattamento dei rischi; (iv) l'ulteriore focalizzazione sulle banche attive a livello internazionale, anche se i principi basilari dell'Accordo emendato dovrebbero adattarsi a banche a vari livelli di complessità e specializzazione. L'Accordo emendato porrà grande enfasi sulla disciplina di mercato e sulle procedure di controllo prudenziale in quanto indispensabile complemento dei requisiti patrimoniali minimi.

Riconoscendo che una sostanziale rielaborazione dell'Accordo sui requisiti patrimoniali richiederà probabilmente diversi anni, il Comitato intende sviluppare due metodologie parallele per il calcolo dei requisiti patrimoniali: un metodo standard riveduto che dovrebbe rimediare alle principali carenze dell'Accordo attuale, e un approccio alternativo basato su sistemi interni di rating delle banche che potrà essere adottato dalle istituzioni che dispongono di sistemi sofisticati per la valutazione del rischio di credito. Il Comitato continuerà anche a studiare la possibilità di impiegare in futuro i modelli di rischio di credito ai fini della vigilanza prudenziale.

Le ultime due Relazioni annuali della BRI avevano già illustrato l'ampliamento della sfera di attività del Comitato al di là della cerchia dei paesi del G10. Esso ha

continuato a lavorare in stretta collaborazione con le autorità di vigilanza dei paesi esterni al G10, con il FMI e con la Banca Mondiale per rafforzare i sistemi finanziari nelle economie emergenti, soprattutto incoraggiando l'applicazione dei *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria* ultimati nel settembre 1997. Un'indagine sullo stadio raggiunto nel processo di applicazione dei Principi fondamentali, condotta nel quadro dei lavori preparatori per la Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria del 1998 (si veda di seguito), ha individuato varie aree in cui i Principi necessitano di un'ulteriore elaborazione. A essa sta attualmente lavorando il Gruppo di collegamento, costituito da rappresentanti di circa 20 paesi appartenenti al G10 e all'area delle economie emergenti, nonché del FMI e della Banca Mondiale. Per contribuire a promuovere e controllare l'applicazione dei Principi, un Gruppo di collegamento sta attualmente elaborando un'ulteriore metodologia mirante a stabilire criteri dettagliati in base ai quali valutare la loro applicazione nei singoli paesi.

Dalla Relazione annuale dello scorso anno il Comitato ha pubblicato numerosi rapporti che abbracciano una vasta gamma di tematiche, tra cui la trasparenza bancaria (settembre 1998), i sistemi di controllo interno delle banche (settembre 1998), la contabilizzazione dei crediti (ottobre 1998), la gestione del rischio operativo (ottobre 1998), la pubblicità delle informazioni concernenti le attività di negoziazione e in strumenti derivati (novembre 1998), i piani di emergenza per l'anno 2000 (gennaio 1999), le interazioni delle banche con le istituzioni a elevato grado di leva (gennaio 1999), la supervisione dei conglomerati finanziari (febbraio 1999) e i modelli di rischio di credito (aprile 1999). La maggior parte di questi documenti contiene linee guida per una prassi corretta destinate alle banche e alle autorità di vigilanza bancaria. Nel gennaio 1999 è stata pubblicata una versione aggiornata dell'intero Compendio di documenti del Comitato di Basilea sulle procedure e metodologie di vigilanza prudenziale.

Il Comitato di Basilea ha continuato a sviluppare i rapporti con e tra le autorità di tutto il mondo. Esso ha patrocinato la 10^a Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza che ha avuto luogo nell'ottobre scorso a Sydney su invito della Reserve Bank di Australia e della Australian Prudential Regulation Authority. I due principali temi in discussione sono stati l'applicazione dei Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria e il rischio operativo. Si è inoltre svolto un dibattito sulle problematiche connesse con il passaggio all'anno 2000. Circa 250 delegati di 120 paesi hanno partecipato alla Conferenza. Il Comitato continua inoltre a lavorare in stretta collaborazione con gruppi regionali di autorità di vigilanza in tutto il mondo.

Comitato sul sistema finanziario globale

Dalla primavera dello scorso anno il lavoro del Comitato sul sistema finanziario globale procede lungo due direttrici: il monitoraggio e l'analisi degli sviluppi sui mercati finanziari internazionali e l'esame degli aspetti strutturali di rilevanza per la stabilità finanziaria e delle possibili azioni a livello ufficiale.

All'indomani della crisi asiatica il Comitato ha seguito attentamente l'evolversi della situazione e ha analizzato gli insegnamenti che se ne potevano trarre in ambiti riguardanti: (i) un possibile miglioramento della trasparenza; (ii) il

comportamento dei flussi internazionali di capitali; (iii) l'efficacia delle operazioni di sostegno internazionali; (iv) la gestione delle esposizioni al rischio paese da parte di banche attive a livello internazionale. Questo lavoro ha costituito la base di un rapporto presentato ai Governatori dei paesi del G10 nel maggio 1998 e di un rapporto ultimato nell'ottobre dello stesso anno che esamina l'uso delle informazioni nelle decisioni delle banche che erogano crediti alle economie emergenti. Il Comitato ha inoltre intensificato il regolare monitoraggio degli sviluppi nel sistema finanziario globale e nei singoli paesi al fine di individuare eventuali punti vulnerabili.

Nel quadro della sua attività di più lungo periodo a sostegno della stabilità finanziaria, nel luglio 1998 il Comitato, insieme ad altri gruppi che si riuniscono a Basilea, ha riferito ai Governatori del G10 sull'opportunità e possibilità di elaborare norme o standard internazionali in aree specifiche. Molta parte del lavoro del Comitato nel periodo sotto rassegna ha riguardato due di queste aree: la promozione dello spessore e della liquidità dei mercati e la trasparenza.

Per quanto concerne il primo aspetto, il Comitato ha redatto tre rapporti. Il primo, preparato da un gruppo di lavoro congiuntamente con il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento, passa in rassegna le procedure di regolamento e le pratiche di gestione del rischio nei mercati derivati OTC e individua ulteriori passi da compiere per ridurre il rischio (settembre 1998). Il secondo rapporto esamina la struttura e il funzionamento dei mercati PcT in diversi paesi industriali e nell'area dell'euro, le possibili implicazioni sistemiche di tali mercati e i presupposti per un loro corretto sviluppo (marzo 1999). Il terzo documento studia le determinanti della liquidità di mercato sotto il profilo teorico ed empirico, esamina le caratteristiche dei mercati ben affermati dei titoli di Stato e trae una serie di conclusioni preliminari in merito ai requisiti atti ad assicurare la liquidità dei mercati (aprile 1999).

Il lavoro completato o tuttora in corso nell'area della trasparenza si muove in tre direzioni: verifica dei miglioramenti apportati alle statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale e sui mercati derivati; maggiore diffusione delle informazioni sulle disponibilità di riserve ufficiali; rafforzamento della trasparenza più in generale sulle transazioni finanziarie degli operatori.

Da quando ha avuto inizio la crisi asiatica il Comitato, in stretta collaborazione con statistici della BRI e delle banche centrali partecipanti, ha preso varie iniziative per migliorare la tempestività, qualità e copertura delle statistiche consolidate della BRI sull'attività bancaria internazionale. Nel marzo 1999 la BRI, il FMI, la Banca Mondiale e l'OCSE hanno pubblicato per la prima volta congiuntamente una serie di dati sul debito esterno dei paesi basati sulle segnalazioni dei creditori. Nel dicembre 1998 la BRI ha inoltre pubblicato la prima edizione di una nuova serie semestrale di regolari statistiche sui mercati derivati, proposta in un rapporto del Comitato diffuso nel 1996.

Per colmare le lacune nelle informazioni concernenti le operazioni in bilancio e fuori bilancio delle banche centrali e di altri enti del settore pubblico, nell'ottobre 1998 il Comitato ha pubblicato uno schema per la segnalazione di informazioni sulle riserve valutarie ufficiali e sul potenziale drenaggio di tali riserve. Dopo ulteriori affinamenti e previo coordinamento con il FMI, nel marzo 1999 lo schema è divenuto parte dello Special Data Dissemination Standard del FMI.

Tre gruppi di lavoro, a due dei quali partecipano anche rappresentanti dei paesi emergenti, stanno esplorando altre vie per migliorare la trasparenza sull'attività degli operatori finanziari. Un gruppo si occupa dell'informativa al pubblico delle singole istituzioni finanziarie, rifacendosi a un precedente rapporto pubblicato dal Comitato nel 1994. Un secondo gruppo sta esaminando quale tipo di informazioni aggregate potrebbe migliorare il funzionamento dei mercati. Questi studi sono il naturale complemento delle iniziative prese dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria in aree attinenti, come il recente rapporto sulle interazioni delle banche con le istituzioni a elevata leva finanziaria. Un terzo gruppo sta analizzando le metodologie delle prove di stress impiegate da grandi banche operanti a livello internazionale.

Nel febbraio 1999 i Governatori del G10 hanno modificato la denominazione del Comitato e ne hanno aggiornato il mandato in modo da tener conto dei cambiamenti avvenuti durante gli ultimi anni nel suo campo d'azione. Il nuovo mandato sottolinea il ruolo del Comitato nel monitorare gli sviluppi nei mercati finanziari mondiali e nelle economie nazionali, pone in risalto la promozione della stabilità dei mercati finanziari e sollecita un esame approfondito dei collegamenti tra stabilità monetaria e finanziaria.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento ha proseguito l'azione tesa a promuovere la solidità dei sistemi di pagamento e regolamento e a rafforzare in tal modo le infrastrutture del mercato finanziario, riducendo il rischio sistemico. Esso ha intensificato la cooperazione con altri consessi internazionali e sta associando al proprio lavoro un gruppo sempre più ampio di banche centrali di paesi non appartenenti al G10.

Dopo la pubblicazione del suo rapporto sul rischio di regolamento nelle operazioni in cambi del luglio 1998, il Comitato ha continuato a seguire e incoraggiare le iniziative degli operatori privati in tale ambito. Il CPSS ha proseguito il dialogo con vari gruppi del settore privato impegnati nella messa a punto e nel perfezionamento di schemi atti a ridurre il rischio di regolamento valutario. Esso sta inoltre lavorando in stretta collaborazione con il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria al fine di elaborare linee guida a uso delle competenti autorità di vigilanza in questo ambito.

In cooperazione con l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), il CPSS continua a promuovere una maggiore trasparenza negli schemi di regolamento delle operazioni in titoli attraverso l'applicazione del *Disclosure Framework for Securities Settlement Systems* pubblicato nel febbraio 1997. Numerosi gestori di questi sistemi in tutto il mondo hanno già reso pubbliche informazioni concernenti l'assetto proprietario, le operazioni di custodia, compensazione e regolamento, nonché le procedure di gestione del rischio.

Un gruppo di lavoro congiunto dello IOSCO e del CPSS sui prestiti di titoli sta portando a termine un rapporto in cui vengono analizzate le implicazioni di tali prestiti e di transazioni simili per le autorità di vigilanza mobiliare e le banche centrali e soprattutto il loro impatto sui sistemi di compensazione e di regolamento in titoli. Il gruppo di lavoro è composto da rappresentanti delle banche

centrali e degli organi di regolamentazione mobiliare sia dei paesi del G10 che dei mercati emergenti. I temi trattati nel rapporto saranno: le procedure utilizzate dagli operatori economici nelle operazioni di prestito di titoli; l'impatto del contesto economico, legale e regolamentativo su tali operazioni; i rischi che possono insorgere nel loro regolamento.

Il gruppo di lavoro sui sistemi di pagamento al dettaglio sta analizzando le tendenze nell'utilizzo di tali strumenti e nei relativi schemi di compensazione e di regolamento. Una migliore conoscenza del settore dei pagamenti al dettaglio consentirà alle banche centrali di valutare adeguatamente i problemi posti dalle innovazioni in quest'area. Per quanto concerne la moneta elettronica, attraverso il suo Segretariato presso la BRI, il Comitato ha continuato a seguire attentamente gli sviluppi globali nel campo dei prodotti basati su carte prepagate e software di rete.

Il Comitato ha intensificato la propria cooperazione con le banche centrali di paesi esterni al G10. Un ampio novero di banche centrali singole e di gruppi regionali di banche centrali sta preparando, con l'assistenza del Segretariato del CPSS, alcune pubblicazioni che descrivono i sistemi di pagamento nei rispettivi paesi o aree geografiche. Il Comitato ha altresì fornito il proprio supporto in occasione di un crescente numero di incontri di lavoro e di seminari organizzati dalla BRI in collaborazione con gruppi regionali di banche centrali.

La cooperazione con altri organismi ha assunto varie forme. Il CPSS è uno dei quattro membri ex officio del Joint Year 2000 Council, il cui obiettivo è quello di ridurre i rischi associati al passaggio all'anno 2000 (si veda più oltre). La collaborazione con banche centrali di paesi esterni al G10 e altre organizzazioni internazionali è soprattutto evidente nelle iniziative attualmente in corso per definire i "Principi fondamentali" per la progettazione e il funzionamento dei sistemi di pagamento. A questi principi sta lavorando una "Task Force" costituita dalle banche centrali dei paesi del G10 e da un egual numero di banche centrali di paesi esterni a questo Gruppo, nonché dalla BCE, dal FMI e dalla Banca Mondiale. I Principi assisteranno le banche centrali, gli operatori di sistemi e le organizzazioni internazionali nel migliorare la sicurezza ed efficienza dei sistemi di pagamento, rafforzando in tal modo le infrastrutture dei mercati finanziari a livello mondiale.

Cooperazione internazionale allargata

Contributi della BRI al lavoro del Gruppo dei Dieci

Come in passato, la BRI ha contribuito al lavoro intrapreso dai Ministri finanziari e dai Governatori delle banche centrali del G10, dai loro Sostituti e dai gruppi di lavoro istituiti sotto i loro auspici. Nel periodo sotto rassegna il G10 ha focalizzato la propria attenzione sui modi atti a migliorare la prevenzione e la gestione delle crisi. I Ministri e i Governatori hanno sottolineato l'importanza di uno stretto e sollecito coinvolgimento del settore privato nella risoluzione delle crisi finanziarie internazionali. L'espansione dei flussi di capitali privati verso i mercati emergenti occorsa negli ultimi dieci anni, la ricomposizione dei portafogli a favore del debito rappresentato da titoli e il "moral hazard"

associato ai finanziamenti ufficiali rendono infatti sconsigliabile e comunque impossibile una risoluzione di tali crisi che non coinvolga il settore privato. Tra le modalità di coinvolgimento attualmente all'esame figurano il miglioramento dei rapporti fra prestatori e mutuatari; un maggiore ricorso a linee creditizie d'emergenza; l'inserimento nei contratti obbligazionari di clausole di azione collettiva.

Contributi della BRI al lavoro di riforma dell'architettura finanziaria internazionale

Unitamente ad altre istituzioni e organizzazioni che operano in questo campo, la BRI ha contribuito attivamente al lavoro di riforma dell'architettura finanziaria internazionale. In tale contesto, un'importante realizzazione nel periodo sotto rassegna è rappresentata dal completamento di tre rapporti elaborati da altrettanti gruppi di lavoro e composti da rappresentanti delle banche centrali e dei ministeri finanziari dei paesi industriali ed emergenti.

Il "Working Group on Transparency and Accountability" ha esaminato il modo in cui la trasparenza e la definizione di responsabilità possono contribuire a migliorare l'efficienza economica, come pure il tipo di informazioni necessarie in sede di attuazione pratica. Il "Working Group on Strengthening Financial Systems" ha cercato di concordare i criteri e le politiche che favoriscono lo sviluppo di sistemi finanziari solidi ed efficienti e ha formulato proposte volte ad accrescere la cooperazione e il coordinamento tra organismi nazionali e internazionali interessati alla stabilità finanziaria. Il "Working Group on International Financial Crises" ha elaborato una serie di principi e di strategie che potrebbero contribuire a prevenire le crisi finanziarie internazionali e a facilitare una risoluzione ordinata e cooperativa delle eventuali crisi future. Le raccomandazioni dei tre gruppi summenzionati hanno ricevuto l'avallo dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali di 26 paesi in occasione delle Assemblee generali del FMI e della Banca Mondiale nel 1998.

Dopo la diffusione dei rapporti è proseguito il dialogo sul rafforzamento dell'architettura finanziaria internazionale. Su iniziativa del G7, alti funzionari di 33 paesi si sono riuniti a Bonn e a Washington per discutere vari argomenti fra cui il mantenimento di regimi di cambio sostenibili, proposte per il potenziamento del FMI e della Banca Mondiale e iniziative per minimizzare l'impatto sociale delle crisi. È stato inoltre istituito un Forum per la stabilità finanziaria al fine di migliorare la cooperazione internazionale nell'ambito dell'azione volta a rendere più solidi i sistemi finanziari. Il Forum esaminerà le problematiche e le vulnerabilità inerenti al sistema finanziario globale, individuerà e seguirà le azioni per affrontare tali punti critici. La BRI insieme ad altre istituzioni e organizzazioni finanziarie internazionali partecipa alle riunioni del nuovo consesso e fornisce congiuntamente i servizi di Segretariato.

La International Association of Insurance Supervisors

La BRI ospita il Segretariato dell'International Association of Insurance Supervisors (IAIS) sin dalla sua istituzione nel gennaio 1998. Analogamente al Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, ma in questo caso nell'ambito della supervisione del mercato assicurativo, lo IAIS si pone come obiettivo di contribuire alla stabilità finanziaria globale migliorando la vigilanza sul settore

assicurativo attraverso l'elaborazione di regole pratiche di supervisione, l'offerta di assistenza reciproca e lo scambio di informazioni sulle esperienze specifiche dei partecipanti.

A integrazione dei documenti già prodotti – *IAIS Core Principles; Insurance Concordat; Guidance on Insurance Regulation and Supervision for Emerging Market Economies*; lo schema di *Memorandum of Understanding* – nel 1998 lo IAIS ha pubblicato norme internazionali in materia di autorizzazione all'esercizio dell'attività assicurativa, ispezioni in loco e impiego di derivati. Nel febbraio 1999 lo IAIS ha pubblicato documenti sui piani di emergenza per l'anno 2000 e sulla supervisione dei conglomerati finanziari in collaborazione con altri organi di regolamentazione internazionali. Esso sta attualmente elaborando principi e norme concernenti la solvibilità, gli investimenti, la contabilità, le operazioni elettroniche, la condotta di mercato e le riassicurazioni. Lo IAIS sta inoltre ampliando l'*Insurance Concordat* per comprendere, oltre agli stabilimenti esteri, anche i servizi all'estero di società di assicurazioni attive a livello internazionale.

Sono stati organizzati vari programmi di formazione a cura dello IAIS che ha messo a disposizione delle autorità di vigilanza materiale formativo per assistere i propri membri nell'ottemperare ai principi e alle prescrizioni di vigilanza. Durante lo scorso anno esso ha tenuto vari seminari regionali per le autorità di vigilanza assicurative in Polonia (marzo 1998), Sudafrica (luglio 1998) e Singapore (febbraio 1999).

Lo IAIS partecipa attivamente al Forum per la stabilità finanziaria di recente costituzione al fine di promuovere il coordinamento con altri organi di regolamentazione finanziaria internazionali e nazionali.

Il Joint Year 2000 Council

I rischi potenziali che il cambio di data per l'anno 2000 comporta per i sistemi informatici costituiscono un importante motivo di preoccupazione per gli organi responsabili in tutto il mondo. Dopo la sua istituzione nell'aprile 1998 il Joint Year 2000 Council, in collaborazione con i comitati promotori (Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, CPSS, IAIS e IOSCO), ha preso una serie di iniziative per sollecitare le autorità dei mercati finanziari ad affrontare il problema. Un importante obiettivo consiste nel migliorare il coordinamento tra le autorità di vigilanza a livello mondiale, nonché tra i settori pubblico e privato su importanti problematiche connesse con l'anno 2000. Tali attività hanno beneficiato dei servizi di Segretariato messi a disposizione dalla BRI.

Il Consiglio si è riunito regolarmente per discutere e formulare raccomandazioni in vari ambiti. Esso si è inoltre incontrato su base regolare con il proprio Comitato consultivo esterno, che raggruppa numerose organizzazioni internazionali rappresentative dei settori privato e pubblico, per uno scambio di informazioni sugli sviluppi in atto e sui nuovi problemi emersi. Con la collaborazione e il sostegno delle istituzioni promotrici, il Consiglio ha organizzato una serie di riunioni regionali. Tali riunioni hanno avuto luogo in Asia, Europa, America del Nord, America del Sud, Medio Oriente e Africa tra la fine del 1998 e i primi mesi del 1999; vi hanno partecipato circa 400 rappresentanti di 100 paesi. In collaborazione con il settore privato, esso ha anche organizzato riunioni ad alto livello tra importanti istanze di vigilanza e quadri direttivi di imprese operanti sui

mercati finanziari internazionali, nel corso delle quali sono stati valutati i progressi compiuti con i programmi di adeguamento e sono state discusse strategie per attenuare i rischi potenziali.

I rapporti pubblicati dal Consiglio trattano varie questioni, tra cui la portata e l'impatto dei problemi connessi all'anno 2000, l'importanza dei programmi di test interni ed esterni, i vantaggi di una maggiore diffusione e di un migliore scambio delle informazioni e i piani di emergenza. Il Segretariato del Consiglio pubblica inoltre un regolare bollettino che affronta questioni specifiche e illustra le iniziative prese in varie regioni. Nell'insieme, le pubblicazioni del Consiglio raggiungono più di 1000 organi di vigilanza in 170 paesi.

Il Consiglio ha intenzione di continuare a fornire una piattaforma per lo scambio di informazioni tra le autorità preposte ai mercati finanziari a livello mondiale e di concorrere alla formulazione di raccomandazioni in materia. Vi è il crescente timore che nei mesi precedenti il passaggio all'anno 2000 il rischio di possibili turbative possa accrescere l'incertezza sui mercati finanziari e di conseguenza la loro volatilità. Il Consiglio, in collaborazione con gli organismi promotori e altri comitati con sede a Basilea, intende seguire sistematicamente gli sviluppi in questo ambito ed esaminare, ove opportuno, con rappresentanti del settore privato possibili misure di contenimento dei rischi, procedure di gestione degli eventi e strategie di informazione al pubblico.

Altre forme di cooperazione tra banche centrali

Servizi di coordinamento per le banche centrali e le organizzazioni internazionali

Nel periodo in esame si è intensificata la cooperazione tra la BRI, i comitati che essa ospita e i vari gruppi regionali di banche centrali. I gruppi regionali, in particolare CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks), SEACEN (South-East Asian Central Banks), SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation), GCC (Gulf Cooperation Council) e SADC (Southern African Development Community), hanno assistito la BRI e i comitati con sede a Basilea nel diffondere prescrizioni e raccomandazioni fra le banche centrali nelle rispettive regioni. La BRI e i comitati operanti a Basilea hanno organizzato con i gruppi regionali un numero crescente di seminari su temi riguardanti la vigilanza bancaria, i sistemi di pagamento e di regolamento, nonché la stabilità monetaria e finanziaria.

Le esigenze di formazione tecnica dei paesi in transizione hanno continuato a essere affrontate nell'ambito del Joint Vienna Institute (JVI). Oltre 10 000 funzionari, prevalentemente del settore pubblico, hanno frequentato i corsi e i seminari organizzati dall'Istituto dalla sua creazione nell'autunno del 1992. Il mandato del JVI è stato rinnovato dalle cinque organizzazioni finanziarie internazionali patrocinanti (BERS, BIRS, BRI, FMI e OCSE alle quali si è unita la OMC nel gennaio 1999) per un ulteriore quinquennio, fino a metà 2004. I seminari organizzati dalla BRI con il contributo attivo delle banche centrali e di altre istituzioni hanno riguardato la vigilanza bancaria, i sistemi di pagamento e regolamento, la stabilità monetaria e finanziaria, le problematiche legali e la gestione delle riserve.

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 concentrare la propria attenzione sulle problematiche connesse con l'anno 2000, la UEM e l'ampliamento dello scambio di informazioni elettroniche sicure tra le banche centrali, in modo da comprendere la trasmissione di dati, documenti, materiale di supporto per conferenze e seminari di lavoro. È stato portato a termine con successo un progetto pilota con un piccolo gruppo di banche centrali; esso ha offerto la possibilità di esaminare i principali aspetti operativi e tecnologici legati all'apprestamento di nuovi servizi informativi della BRI per le banche centrali. È stato istituito uno speciale Gruppo di coordinamento tecnico con il compito di definire i dettagli e organizzare uno scambio di opinioni su varie tematiche, come l'anno 2000 e i connessi cambiamenti nei sistemi e nei formati per lo scambio di dati fra i partecipanti alla banca dati della BRI; le questioni di copertura statistica collegate alla creazione dell'euro; soluzioni alternative emerse dal progetto pilota. Le banche centrali hanno invitato la BRI a procedere con il lancio di servizi ampliati di informazioni elettroniche e a fornire una piattaforma di produzione sicura e affidabile per realizzare questo obiettivo in tempi brevi.

Gruppo di esperti di informatica

I lavori preparatori dei servizi informatici delle banche centrali in vista dell'introduzione dell'euro e del passaggio all'anno 2000 sono stati al centro del dibattito del Gruppo di esperti di informatica nel periodo sotto rassegna. Avvenuta con successo l'introduzione dell'euro, sono ora in fase applicativa programmi di vasta portata per assicurare che i sistemi informatici impiegati per i pagamenti, i regolamenti e altre funzioni siano tempestivamente sottoposti ad accurati test interni ed esterni per un controllo di conformità all'anno 2000.

Le banche centrali stanno facendo crescente uso delle tecnologie internet per trasmettere un considerevole volume di informazioni a un'ampia gamma di utilizzatori: ad esempio, per la circolazione interna di informazioni, lo scambio di dati economici e statistici con università e istituti di ricerca e la trasmissione di informazioni ad altre banche centrali e al pubblico in generale attraverso siti web. Il Gruppo ha discusso il modo di facilitare l'impiego delle tecnologie internet da parte delle banche centrali e le misure necessarie ad affrontare i rischi che comporta il collegamento dei sistemi informatici interni a Internet, specie sotto il profilo della riservatezza dei dati e della disponibilità del sistema. In tale contesto, esso ha anche esaminato gli sviluppi tecnologici recenti, come le reti virtuali private e le firme digitali, e le principali infrastrutture pubbliche.

Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico

Nel luglio dello scorso anno la Banca ha istituito per la prima volta una propria presenza al di fuori della Svizzera con la Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico a Hong Kong (Regione amministrativa a statuto speciale). L'Ufficio asiatico si prefigge di intensificare lo scambio di informazioni e la

cooperazione tra le banche centrali e le autorità monetarie della regione, nonché tra queste e le banche centrali del resto del mondo. Esso promuove inoltre una più stretta partecipazione delle banche centrali della regione alle attività della BRI. Sotto il profilo bancario, la Rappresentanza svolge la funzione di facilitare i rapporti d'affari con le banche centrali regionali clienti e contribuisce all'attività di ricerca e di analisi della Banca sugli sviluppi finanziari ed economici nell'area Asia-Pacifico.

Fin dalla sua apertura la Rappresentanza ha riunito presso la propria sede esponenti di banche centrali della regione e di altre aree. Un convegno di gestori delle riserve, cui ha partecipato anche la BCE, è stato dedicato all'esame dei preparativi e delle prospettive per l'euro. In gennaio si è tenuta una riunione speciale dei Governatori per uno scambio di opinioni sulle ristrutturazioni bancarie, attingendo all'esperienza dell'Europa, dell'America del Nord e dell'America del Sud. Infine, i dirigenti responsabili dei mercati dei cambi della regione hanno discusso, in un convegno con i loro omologhi dell'Europa occidentale e centrale, dell'Africa e dell'America del Nord, le strategie valutarie delle istituzioni finanziarie ad alto grado di leva.

Istituto per la stabilità finanziaria

La Relazione annuale dello scorso anno aveva segnalato la creazione dell'Istituto per la stabilità finanziaria, su iniziativa congiunta della Banca e del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, in risposta alla necessità di rafforzare i sistemi finanziari su scala mondiale. Il suo primo Presidente, John Heimann, ha assunto tale carica il 1° febbraio 1999. L'Istituto si concentrerà anzitutto sul rafforzamento delle istituzioni e dei sistemi finanziari, partendo dal settore bancario per poi estendere gradualmente la propria sfera di attività a quello mobiliare e assicurativo, in considerazione della crescente integrazione tra questi tre settori. Sono previsti seminari nel corso dei quali i responsabili della vigilanza nei paesi emergenti avranno la possibilità di stabilire contatti con i loro omologhi dei principali paesi industriali e con esperti del settore finanziario nell'intento di realizzare più solide strutture finanziarie attraverso l'applicazione dei *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria*. L'Istituto collabora strettamente con l'International Leadership Centre for Financial Sector Supervision di Toronto, patrocinato dalla Banca Mondiale e dal governo canadese. A partire da giugno saranno organizzati a Basilea e a Toronto seminari congiunti sul rafforzamento delle capacità di vigilanza più in generale, nonché convegni su temi quali il rischio di mercato e la gestione dei rischi.

È stato inoltre progettato un programma di formazione ad ampio raggio per funzionari di vigilanza di livello intermedio, con seminari che si svolgeranno a Basilea e in ciascuna delle principali aree del mondo. È prevista la cooperazione della Banca Mondiale, del FMI e delle banche centrali.

2. Funzioni di Agente e di 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

In seguito all'introduzione dell'euro il 1° gennaio 1999, il sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ecu privati è stato sostituito dal nuovo sistema di compensazione dell'euro dell'Associazione bancaria per l'euro (ABE) di Parigi. Di conseguenza, la BRI ha cessato di svolgere le funzioni di Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ecu privati il 31 dicembre 1998, data alla quale si è estinto il relativo accordo tra la BRI stessa e l'ABE.

La BRI aveva svolto le funzioni di Agente del sistema di compensazione dell'ecu dall'ottobre 1986. Una descrizione della struttura e dell'operatività del sistema di compensazione dell'ecu è contenuta nella 56^a Relazione annuale del giugno 1986. Il numero delle banche di compensazione era aumentato costantemente nel corso degli anni, e nell'estate 1998 undici ulteriori istituzioni avevano ottenuto dall'ABE lo status di banca di compensazione, mentre cinque si erano ritirate dal sistema. Il numero complessivo delle banche di compensazione dell'ecu ammontava pertanto a 62 al momento del passaggio al nuovo sistema di compensazione dell'euro.

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 dematerializzate delle varie emissioni di Prestiti Dawes e Young, ha notificato alla Banca di aver versato ai detentori di obbligazioni circa DM 3,5 milioni a titolo di rimborso alla data di scadenza del 3 ottobre 1998, nonché DM 7,0 milioni per il pagamento degli interessi alle date di scadenza del 3 aprile e del 3 ottobre 1998 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 – BSV).

In occasione dell'introduzione dell'euro il 1° gennaio 1999, la BSV ha annunciato che le summenzionate obbligazioni di consolidamento non saranno convertite in euro. Sarà tuttavia modificata la metodologia utilizzata dalle autorità tedesche per calcolare i valori di rimborso di tali obbligazioni per il pagamento degli interessi e del capitale. Per ulteriori dettagli si rimanda all'annuncio della BSV pubblicato sulla Gazzetta federale n. 57 del 24 marzo 1999.

In merito all'applicazione della clausola di garanzia di cambio per il Prestito Young da parte della BSV, la Banca ha reiterato le sue precedenti riserve, riportate nella 50^a Relazione annuale del giugno 1980, che si applicano anche alle obbligazioni di consolidamento 1990–2010. La Banca ha altresì richiamato l'attenzione sul fatto che l'introduzione dell'euro non comporta alcun cambiamento riguardo alle summenzionate riserve. Gli Agenti di pagamento sono stati invitati a prendere adeguate misure precauzionali al fine di salvaguardare i diritti degli obbligazionisti.

Per maggiori dettagli sulle emissioni di obbligazioni di consolidamento 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 in dollari USA con scadenza a 15 o 30 anni, emesse dal Brasile nel quadro degli accordi di ristrutturazione del debito esterno conclusi nel novembre 1993.

Depositario di garanzie per le obbligazioni peruviane

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 in dollari USA con scadenza a 20 o 30 anni, emesse dal Perù nel quadro degli accordi di ristrutturazione del debito esterno conclusi nel novembre 1996.

Depositario di garanzie per le obbligazioni della Côte d'Ivoire

Ai sensi degli accordi del 31 marzo 1998, 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 in dollari USA e in franchi francesi con scadenza a 20 o 30 anni, emesse dalla Côte d'Ivoire nel quadro degli accordi di ristrutturazione del debito esterno conclusi nel maggio 1997.

3. Assistenza finanziaria alle banche centrali

Nel quadro di un programma di sostegno finanziario internazionale messo a punto per il Brasile verso la fine del 1998, la BRI ha coordinato una facilitazione creditizia per un ammontare massimo di \$USA 13,28 miliardi a favore del Banco Central do Brasil. I fondi resi disponibili dalla BRI nell'ambito di tale facilitazione sono per la massima parte forniti con la garanzia o la fideiussione di 19 banche centrali partecipanti. Una facilitazione parallela per un ammontare massimo di \$USA 1,25 miliardi è stata inoltre accordata dalle autorità monetarie giapponesi. I prelevamenti su entrambe le linee di credito sono effettuati in concomitanza con acquisizioni da parte del Brasile nel quadro della Supplemental Reserve Facility del FMI.

Un primo prelievo di \$USA 4,15 miliardi a valere sulla facilitazione BRI è stato effettuato il 18 dicembre 1998 e un secondo prelievo, per \$USA 4,5 miliardi il 9 aprile 1999. In entrambi i casi sono stati resi disponibili importi proporzionali a valere sulla facilitazione giapponese.

Nell'ambito della sua normale operatività, nel corso dell'anno la BRI ha inoltre concesso ad alcune banche centrali anticipazioni a breve termine, con e senza garanzia collaterale.

4. Operazioni del Dipartimento Bancario

Al 31 marzo 1999 il totale di bilancio ammontava a 66 237 milioni di franchi oro. Ciò rappresenta un incremento del 6,1% (3 787 milioni di franchi oro) rispetto

al totale di 62 450 milioni registrato l'anno precedente. Le variazioni di cambio hanno contribuito per circa 650 milioni di franchi oro all'aumento, in conseguenza di un lieve indebolimento del dollaro USA rispetto alle altre valute tra l'inizio e la fine dell'esercizio.

Nel contesto delle turbolenze sui mercati finanziari dello scorso autunno, il totale di bilancio è aumentato significativamente, fino a raggiungere nel dicembre 1998 il più alto livello mai registrato, pari a 89 466 milioni di franchi oro. La generale fuga verso la qualità verificatasi in quel periodo ha dato risalto al merito di credito della BRI. Nel primo trimestre 1999, tuttavia, all'attenuarsi del clima di incertezza, tale incremento nel totale di bilancio si è in gran parte annullato.

Passivo

La base di clienti della BRI si compone di oltre 100 banche centrali e istituzioni internazionali. Proseguendo nell'azione volta a migliorare la competitività e la gamma dei suoi servizi bancari, la BRI ha adottato varie iniziative nel corso dell'anno per rendere i suoi prodotti finanziari più attrattivi in termini di prezzo, lanciando al tempo stesso un nuovo strumento a più lungo termine con scadenze fino a cinque anni.

Al 31 marzo 1999 i depositi ricevuti in oro e in valute (escluse le operazioni pronti contro termine) ammontavano a 60 898 milioni di franchi oro, contro 57 497 milioni al termine dell'esercizio precedente. I depositi in oro, scesi a 3 193 milioni di franchi oro, con un calo di 281 milioni, concorrono per il 5,2% del totale dei fondi ricevuti in prestito a fronte del 6% dell'anno precedente. I depositi in valute sono aumentati di 3 682 milioni di franchi oro, giacché la flessione nei depositi a scadenza fissa è stata più che compensata dagli accresciuti collocamenti di strumenti BRI più liquidi e negoziabili. Il volume dei depositi in valute tende a essere instabile non soltanto per l'intenso ricorso delle banche centrali alle facilitazioni bancarie della BRI per la gestione della liquidità, ma anche a causa del ruolo di "approdo sicuro" della Banca in situazioni di mercato perturbate. Il volume medio di tali depositi, misurato su base giornaliera, ha superato dell'8,4% quello dell'esercizio finanziario 1997/98.

Il decorso esercizio finanziario è stato caratterizzato da un incremento dei fondi ricevuti in dollari USA pari al 13,6%. Di conseguenza, la quota di questa moneta sul totale dei depositi in valute ha proseguito la tendenza ascendente degli ultimi anni, fino a raggiungere il 65,9% al 31 marzo 1999, contro il 62,1% dell'anno precedente. Per converso, la quota dell'euro o delle valute che lo hanno costituito è diminuita, nel periodo in rassegna, dal 24,8 al 20,2% del totale dei fondi ricevuti.

I depositi delle banche centrali sono saliti da 50 468 a 54 016 milioni di franchi oro, corrispondenti al 93,6% del totale delle risorse esterne in valuta a fine marzo 1999, quota sostanzialmente invariata rispetto all'anno precedente. I fondi collocati da altri depositanti (prevalentemente istituzioni internazionali) ammontavano a 3 690 milioni di franchi oro (pari al 6,4% del totale), a fronte di 3 555 milioni (6,6%) al 31 marzo 1998.

Attivo

Le attività di riserva detenute dalle banche centrali presso la BRI sono in prevalenza a breve termine, e uno degli obiettivi primari della Banca nell'impiego di 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 incremento di 4 157 milioni di franchi oro sull'esercizio precedente, gli investimenti in valuta ammontavano a 62 189 milioni di franchi oro al 31 marzo 1999, contro 58 032 milioni dell'anno precedente. Queste attività rappresentano depositi collocati presso primarie istituzioni finanziarie di fama internazionale, nonché titoli negoziabili a breve termine, compresi buoni del Tesoro. La Banca accorda inoltre anticipazioni alle banche centrali; a fine marzo 1999 il totale di tali anticipazioni in essere ammontava a 2 550 milioni di franchi oro, rappresentati per lo più dai fondi concessi nel quadro della facilitazione creditizia multilaterale coordinata dalla BRI a favore del Banco Central do Brasil (si veda il precedente punto 3).

Le attività in oro della Banca sono scese da 4 159 a 3 879 milioni di franchi oro durante l'esercizio, a seguito della flessione dei depositi in oro ricevuti.

Se si prescinde dalle disponibilità in oro (192 tonnellate), i fondi propri della Banca sono rappresentati in larga parte da titoli liquidi, emessi o garantiti dai governi dei principali paesi industriali, nonché da organismi sovranazionali di prim'ordine. Questa politica di investimento si è rivelata particolarmente efficace durante le turbolenze di mercato dello scorso anno.

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 8^a della Situazione patrimoniale).

5. Utile netto e sua ripartizione

I conti relativi al sessantanovesimo esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1999 presentano un utile netto di 303 618 800 franchi oro a fronte di 259 160 599 franchi oro per l'esercizio precedente. L'elevato livello del totale di bilancio nel corso dell'anno ha comportato un incremento dei proventi da intermediazione. Il reddito da interessi prodotto dal collocamento di fondi propri è diminuito leggermente in conseguenza del generale calo dei tassi a più lungo termine sui principali mercati. Tuttavia, i più bassi tassi d'interesse hanno determinato anche ampie plusvalenze nel portafoglio di investimento della Banca, e gli accresciuti guadagni sulle negoziazioni in titoli hanno contribuito significativamente all'aumento registratosi negli utili. Un ulteriore fattore all'origine dell'incremento del risultato netto di gestione è stata la decisione del Consiglio di amministrazione della Banca di ridurre nuovamente l'ammontare accantonato a fronte dei rischi bancari e di altre contingenze.

Il risultato del presente esercizio è al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 66 762 397 franchi oro, rispetto all'importo di 55 701 805 franchi

oro dell'esercizio precedente. L'incremento è dovuto, nella misura di 6 016 352 franchi oro, all'imputazione per la prima volta di una quota di ammortamento, a seguito dell'introduzione di una nuova prassi contabile in base alla quale il terreno, i fabbricati e gli arredi della Banca vengono capitalizzati e ammortizzati. Le spese di amministrazione della Banca, dedotti gli ammortamenti, sono cresciute di 5 044 240 franchi oro, ossia del 9,1%; tale incremento è in parte dovuto a effetti di valutazione. In termini di franchi svizzeri – moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca – l'aumento dei costi al netto degli ammortamenti è stato pari al 6,9%.

In conformità dell'Articolo 51 dello Statuto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire l'utile netto di 303 618 800 franchi oro nel modo seguente:

- (i) un importo di 57 366 159 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 320 franchi svizzeri per azione;
- (ii) un importo di 49 250 528 franchi oro al Fondo di riserva generale;
- (iii) un importo di 3 000 000 di franchi oro al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
- (iv) un importo di 194 002 113 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 1999 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1999.

La Situazione patrimoniale, il Conto profitti e perdite, nonché un prospetto riassuntivo delle variazioni del capitale 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 PricewaterhouseCoopers AG, i quali hanno confermato che la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, unitamente alle note riportate alle pagine 186–192, forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca al 31 marzo 1999, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a quella data. La relazione dei Revisori è riportata in calce al Bilancio.

6. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione

Nella seduta dell'8 febbraio 1999 il Consiglio ha eletto Urban Bäckström, Governatore della Sveriges Riksbank, alle cariche di Presidente del Consiglio di amministrazione e di Presidente della Banca per un periodo di tre anni con decorrenza dal 1° marzo 1999, data alla quale Alfons Verplaetse ha lasciato queste cariche in seguito alla cessazione delle sue funzioni di Governatore della Banca Nazionale del Belgio.

Guy Quaden, che è subentrato ad Alfons Verplaetse nella carica di Governatore della Banca Nazionale del Belgio, è divenuto Consigliere di diritto dal 1° marzo 1999.

A seguito delle dimissioni di Philippe Wilmès dalla carica di membro del Consiglio nel marzo 1999, Guy Quaden ha nominato Alfons Verplaetse a ricoprire tale posizione. Eddie George, Governatore della Banca d'Inghilterra, ha

rinnovato fino al maggio 2002 il mandato di Lord Kingsdown in qualità di membro del Consiglio in base all'Articolo 27(2) dello Statuto.

Il mandato di Urban Bäckström quale membro del Consiglio di amministrazione ai sensi dell'Articolo 27(3) dello Statuto si è concluso il 31 marzo 1999 ed è stato riconfermato per un ulteriore triennio.

Vi sono stati tre cambiamenti fra i Sostituti dei Consiglieri di diritto. Nel settembre 1998 Hans Tietmeyer, Presidente della Deutsche Bundesbank, ha nominato Jürgen Stark. Nel novembre 1998 Alan Greenspan, Presidente del Consiglio dei Governatori del Sistema della Riserva federale, ha nominato Karen H. Johnson; nel marzo 1999 Guy Quaden ha nominato Jan Smets al posto di Marcia De Wachter.

La Banca è stata rattristata dalla notizia della scomparsa di René Larre, avvenuta il 1° gennaio 1999 all'età di 83 anni. René Larre aveva iniziato la sua attività presso la Banca il 1° maggio 1971 in qualità di Direttore Generale, carica che ha ricoperto fino al suo collocamento a riposo nel febbraio 1981.

Robert D. Sleeper è stato nominato Capo del Dipartimento Bancario con decorrenza dal 1° febbraio 1999. Egli succede in tale carica a Malcom Gill che nel marzo 1999 ha lasciato la Banca per raggiunti limiti di età, dopo averne fatto parte dal dicembre 1991.

Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite

al 31 marzo 1999

Situazione patrimoniale al 31 marzo 1999

(in franchi oro – si veda la Nota 2a) relativa ai Conti)

1998	Attivo	1999
	Oro	
3 037 168 543	Detenuto in barre	2 801 471 476
1 122 386 712	Depositi vincolati e anticipazioni	1 077 182 612
4 159 555 255		3 878 654 088
7 776 756	Cassa in contanti e conti a vista presso banche	8 289 300
1 863 872 732	Buoni del Tesoro	7 314 049 359
	Depositi vincolati e anticipazioni in valute	
25 267 793 274	Fino a 3 mesi	21 413 790 799
9 594 385 217	Oltre 3 mesi	11 009 185 563
34 862 178 491		32 422 976 362
	Titoli acquistati pronti contro termine	
2 696 998 195	Fino a 3 mesi	276 014 585
83 973 665	Oltre 3 mesi	—
2 780 971 860		276 014 585
	Titoli di Stato e altri titoli	
3 024 906 378	Fino a 3 mesi	4 658 672 728
15 492 166 080	Oltre 3 mesi	17 509 173 124
18 517 072 458		22 167 845 852
1	Terreno, immobili e arredi	124 693 036
258 747 077	Partite varie	44 554 468
62 450 174 630		66 237 077 050

Dopo la ripartizione dell'utile netto di esercizio		Prima della ripartizione dell'utile netto di esercizio	Dopo la ripartizione dell'utile netto di esercizio
1998	Passivo	1999	
323 228 125	Capitale versato	323 228 125	323 228 125
2 268 525 024	Riserve	2 359 389 062	2 605 641 703
247 188 455	Rettifiche di valore	265 360 020	265 360 020
	Depositi (in oro)		
3 010 120 795	A vista	2 775 616 571	2 775 616 571
309 454 649	Fino a 3 mesi	233 632 571	233 632 571
154 169 729	Oltre 3 mesi	183 327 484	183 327 484
3 473 745 173		3 192 576 626	3 192 576 626
	Depositi (in valute)		
3 388 447 478	A vista	3 005 634 040	3 005 634 040
48 774 372 346	Fino a 3 mesi	51 674 794 423	51 674 794 423
1 860 721 733	Oltre 3 mesi	3 025 353 687	3 025 353 687
54 023 541 557		57 705 782 150	57 705 782 150
	Titoli ceduti pronti contro termine		
30 730 705	Fino a 3 mesi	121 452 148	121 452 148
256 984 348	Sistema pensionistico del personale	—	—
1 773 681 784	Partite varie	1 965 670 119	1 965 670 119
	Conto profitti e perdite	303 618 800	
52 549 459	Dividendo pagabile il 1° luglio		57 366 159
62 450 174 630		66 237 077 050	66 237 077 050

Conto profitti e perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1999
(in franchi oro)

	1998	1999
Interessi e sconti attivi e altri proventi di gestione	3 823 693 826	4 050 134 509
Meno: interessi e sconti passivi	3 508 831 422	3 679 753 312
Interessi netti e altri proventi di gestione	314 862 404	370 381 197
Meno: spese di amministrazione		
Consiglio di amministrazione	1 244 034	1 330 121
Direzione e personale	39 425 067	40 819 397
Funzionamento degli uffici e altre spese	15 032 704	18 596 527
Ammortamenti	—	6 016 352
	55 701 805	66 762 397
Utile netto dell'esercizio finanziario	259 160 599	303 618 800
<p>Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale che l'utile netto dell'esercizio chiuso il 31 marzo 1999 sia ripartito, ai sensi dell'Articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:</p>		
Dividendo: 320 franchi svizzeri per azione su 517 165 azioni (1998: 300 franchi svizzeri)	52 549 459	57 366 159
	206 611 140	246 252 641
Trasferimento al Fondo di riserva generale	41 322 228	49 250 528
	165 288 912	197 002 113
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi	3 000 000	3 000 000
	162 288 912	194 002 113
Trasferimento al Fondo di riserva libero	162 288 912	194 002 113
	—	—
	55 701 805	66 762 397

Variazioni del capitale versato e delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1999
(in franchi oro)

I. Capitale versato

	Numero di azioni	Franchi oro
Azioni di 2 500 franchi oro, versate per il 25%:		
Situazione al 31 marzo 1998	517 165	323 228 125
Situazione al 31 marzo 1999 come da bilancio	517 165	323 228 125

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 31 marzo 1998, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1997/98	32 322 813	1 016 326 624	62 530 055	1 157 345 532	2 268 525 024
Più: effetto del cambiamento della metodologia contabile per la voce Terreno, immobili e attrezzature; si vedano le Note relative ai Conti (g) e (l)	—	90 864 038	—	—	90 864 038
Situazione al 31 marzo 1999, prima della ripartizione dell'utile netto	32 322 813	1 107 190 662	62 530 055	1 157 345 532	2 359 389 062
Più: ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1998/99	—	49 250 528	3 000 000	194 002 113	246 252 641
Situazione al 31 marzo 1999 come da bilancio	32 322 813	1 156 441 190	65 530 055	1 351 347 645	2 605 641 703

III. Il capitale versato e i fondi di riserva al 31 marzo 1999 (dopo le suddette ripartizioni) erano rappresentati da:

	Capitale versato	Fondi di riserva	Totale capitale e riserve
Attività nette in			
Oro	323 228 125	338 760 661	661 988 786
Valute	—	2 266 881 042	2 266 881 042
Situazione al 31 marzo 1999 come da bilancio	323 228 125	2 605 641 703	2 928 869 828

Note relative ai Conti

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1999

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 quarantacinque 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 nei rispettivi paesi. 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 1998/99 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 di 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 di valute 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 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.

e) *Depositi vincolati e anticipazioni in valute*

I depositi vincolati e le anticipazioni sono iscritti al valore nominale più gli interessi maturati.

f) *Titoli acquistati pronti contro termine*

I titoli acquistati mediante operazioni pronti contro termine sono iscritti in base all'ammontare corrisposto alla controparte più gli interessi maturati.

g) *Terreno, immobili e arredi*

Con decorrenza dal 1° aprile 1998 la Banca ha modificato la propria metodologia contabile al fine di capitalizzare e ammortizzare gli immobili e gli arredi a quote costanti sul periodo stimato di vita utile, nel modo seguente:

terreno – non ammortizzato

immobili – 50 anni

impianti e macchinari – 15 anni

attrezzature informatiche – 4 anni

altre attrezzature – da 4 a 10 anni

h) *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 valute diverse dal dollaro USA.

i) *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 (si veda il precedente punto d).

j) Titoli ceduti pronti contro termine

I titoli ceduti mediante operazioni pronti contro termine sono iscritti in base all'ammontare ricevuto dalla controparte più gli interessi maturati.

k) Accantonamento per rischi bancari e altre contingenze

Il Consiglio di amministrazione destina ogni anno un ammontare al predetto Accantonamento, che è incorporato nelle Partite varie passive.

l) Modifica della metodologia contabile nell'esercizio 1998/99

Il 1° aprile 1998 la voce Terreno, immobili e arredi è stata rivalutata in bilancio ai costi storici, dedotto l'ammortamento cumulativo per gli anni di detenzione delle attività. Questa modifica ha accresciuto il valore iscritto in bilancio a fronte della voce Terreno, immobili e arredi di 90,9 milioni di franchi oro; tale ammontare è stato aggiunto alle riserve della Banca (si veda anche la tabella relativa alle "Variazioni del capitale versato e delle riserve della Banca"). Inoltre, con effetto dall'esercizio 1998/99 il Conto profitti e perdite comprende la quota di ammortamento in luogo dei precedenti trasferimenti agli accantonamenti specifici.

I saldi non utilizzati dell'Accantonamento per immobili e dell'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature sono stati accreditati nel 1998/99 all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione.

Note relative alla Situazione patrimoniale

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1999

1. Disponibilità in oro

La seguente tabella mostra la composizione delle disponibilità complessive della Banca in oro:

Attivo	1998	1999
Oro in barre detenuto presso banche centrali	3 037 168 543	2 801 471 476
Depositi in oro a termine:		
Fino a 3 mesi	438 825 618	274 154 547
Oltre 3 mesi	683 561 094	803 028 065
	<u>4 159 555 255</u>	<u>3 878 654 088</u>

Le disponibilità proprie in oro della Banca ammontavano al 31 marzo 1999 a FO 662,0 milioni, equivalenti a 192 tonnellate di oro fino (1998: FO 662,0 milioni; 192 tonnellate).

2. Buoni del Tesoro

Le disponibilità della Banca erano le seguenti:

	1998	1999
Valore contabile	<u>1 863 872 732</u>	<u>7 314 049 359</u>

Il valore di mercato dei Buoni del Tesoro al 31 marzo 1999 era di FO 7 319,2 milioni (1998: FO 1 863,6 milioni).

3. Titoli di Stato e altri titoli

Le disponibilità della Banca erano le seguenti:

	1998	1999
Valore contabile	<u>18 517 072 458</u>	<u>22 167 845 852</u>

Il valore di mercato dei Titoli di Stato e altri titoli al 31 marzo 1999 era di FO 22 331,4 milioni (1998: FO 18 623,8 milioni).

4. Terreno, immobili e arredi

	Terreno e immobili	Attrezzature informatiche e altre	Totale
Costo:			
Saldo iniziale al 1° aprile 1998	101 585 513	38 117 021	139 702 534
Spesa in conto capitale	29 925 031	7 793 648	37 718 679
Variazioni di cambio	2 377 877	892 230	3 270 107
Costo al 31 marzo 1999	<u>133 888 421</u>	<u>46 802 899</u>	<u>180 691 320</u>
Ammortamenti:			
Ammortamento cumulativo al 1° aprile 1998	26 665 183	22 173 313	48 838 496
Quota di ammortamento per l'esercizio corrente	2 069 321	3 947 031	6 016 352
Variazioni di cambio	624 169	519 267	1 143 436
Ammortamento cumulativo	<u>29 358 673</u>	<u>26 639 611</u>	<u>55 998 284</u>
Valore contabile netto al 31 marzo 1999	<u>104 529 748</u>	<u>20 163 288</u>	<u>124 693 036</u>

Il costo del terreno della Banca al 31 marzo 1999 era di FO 26 610 450 (1° aprile 1998: FO 19 566 319). Durante l'esercizio la Banca ha acquistato un ulteriore immobile a Basilea, che sarà utilizzato prevalentemente dal Dipartimento bancario.

5. Capitale

Il capitale della Banca è composto da:

	1998	1999
Capitale autorizzato: 600 000 azioni, di 2 500 franchi oro ciascuna	1 500 000 000	1 500 000 000
Capitale emesso: 517 165 azioni liberate per il 25%	1 292 912 500 323 228 125	1 292 912 500 323 228 125

6. Riserve

Le riserve della Banca sono composte da:

	1998	1999
Fondo di riserva legale	32 322 813	32 322 813
Fondo di riserva generale	1 016 326 624	1 156 441 190
Fondo speciale di riserva per i dividendi	62 530 055	65 530 055
Fondo di riserva libero	1 157 345 532	1 351 347 645
	<u>2 268 525 024</u>	<u>2 605 641 703</u>

I trasferimenti annuali ai vari fondi di riserva sono regolati dall'Articolo 51 dello Statuto della Banca. Gli importi trasferiti sono altresì indicati nella tabella relativa all' "Evoluzione dei fondi di riserva".

7. Depositi

I depositi in oro collocati presso la Banca provengono interamente da banche centrali. La composizione dei depositi in valute collocati presso la Banca era la seguente:

	1998	1999
Banche centrali		
A vista	3 323 820 195	2 890 343 276
Fino a 3 mesi	45 283 968 982	48 100 323 078
Oltre 3 mesi	1 860 469 306	3 025 353 687
Altri depositanti		
A vista	64 627 283	115 290 764
Fino a 3 mesi	3 490 403 364	3 574 471 345
Oltre 3 mesi	252 427	—
	<u>54 023 541 557</u>	<u>57 705 782 150</u>

8. 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 valute 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.

Ammontare di capitale nozionale	1998	1999
(in milioni di franchi oro)		
Contratti in cambi:		
Riporti e contratti a termine in cambi	12 040,5	10 470,4
Swaps di valute	2 054,4	2 796,1
Contratti di tasso d'interesse:		
Swaps di tasso d'interesse	5 689,5	7 222,0
Forward rate agreements e futures	4 928,4	5 987,8

L'ammontare di capitale nozionale o negoziato dei vari strumenti derivati riflette la misura in cui la Banca opera sui rispettivi mercati, ma non fornisce alcuna indicazione del rischio di credito o di mercato cui è esposta la Banca stessa. Il costo di sostituzione lordo di tutti i contratti con valore intrinseco positivo ai prezzi correnti di mercato al 31 marzo 1999 ammontava a FO 484,1 milioni (1998: FO 499,7 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.

	1998	1999
(in milioni di franchi oro)		
Valore nominale dei titoli detenuti in custodia	7 660,2	7 167,8
Oro detenuto in custodia	930,8	671,2

c) *Sistema pensionistico e Piano di risparmio del personale*

Negli esercizi precedenti le passività del Sistema pensionistico erano riportate in bilancio sotto la voce “Sistema pensionistico del personale”, mentre quelle del Piano di risparmio erano comprese nelle Partite varie passive. Il 1° ottobre 1998 è entrato in vigore il nuovo Regolamento pensionistico, e le attività e passività di entrambi i sistemi sono state trasferite dal Bilancio della Banca a due fondi separati. Questi cambiamenti sono stati apportati per modernizzare il Sistema pensionistico e facilitare la gestione delle attività dei due sistemi separatamente dalle altre attività della Banca. I due nuovi fondi sono assimilabili a fondi fiduciari e non hanno personalità giuridica propria. Le loro attività sono amministrare dalla Banca nel solo interesse di dipendenti ed ex dipendenti che partecipano al Sistema pensionistico e al Piano di risparmio, e tutte le erogazioni effettuate nell’ambito di questi sistemi sono addebitate al rispettivo fondo. Determinate attività in precedenza destinate specificatamente a coprire le passività del Sistema pensionistico e del Piano di risparmio, per FO 293,2 milioni e FO 24,5 milioni rispettivamente, sono state trasferite ai nuovi fondi il 1° ottobre 1998.

La Banca si impegna a mantenere un coefficiente minimo di copertura del 105% per entrambi i fondi, ed è responsabile in ultima istanza di tutte le prestazioni esigibili nel quadro del Sistema pensionistico e del Piano di risparmio. La quota delle contribuzioni ai fondi a carico della Banca è compresa nei costi di amministrazione.

Al 31 marzo 1999 il valore di mercato delle attività del fondo pensione era di FO 295,5 milioni, pari a un coefficiente di copertura del 127% rispetto al più recente valore attuariale delle obbligazioni del fondo. Il valore di mercato delle attività del Piano di risparmio era di FO 25,8 milioni al 31 marzo 1999, corrispondenti a un coefficiente di copertura del 109% rispetto alle passività del Piano stesso. I primi rendiconti annuali del fondo pensione e del fondo di risparmio si riferiranno all’esercizio terminante il 30 settembre 1999.

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 allo Statuto e ai 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 sono 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 1999, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data, e sono pertanto conformi allo Statuto della Banca.

PricewaterhouseCooper AG

Ralph R. Reinertsen

John K. Fletcher

Basilea, 27 aprile 1999

Sommario della Situazione patrimoniale negli ultimi cinque esercizi (in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1995	1996	1997	1998	1999
Oro					
<i>Detenuto in barre</i>	4 373,4	4 364,2	3 547,3	3 037,1	2 801,5
<i>Depositi vincolati e anticipazioni</i>	541,8	637,3	956,7	1 122,4	1 077,2
	4 915,2	5 001,5	4 504,0	4 159,5	3 878,7
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	9,8	9,8	384,4	7,8	8,3
Buoni del Tesoro	5 483,1	4 105,7	2 813,4	1 863,9	7 314,0
Depositi vincolati e anticipazioni in valute	42 478,7	37 328,1	42 355,1	34 862,2	32 423,0
Titoli acquistati pronti contro termine	2 988,7	1 652,2	884,2	2 781,0	276,0
Titoli di Stato e altri titoli	9 332,8	10 488,1	15 651,1	18 517,1	22 167,9
Terreno, immobili e arredi	–	–	–	–	124,7
Partite varie	19,2	32,8	200,8	258,7	44,5
Totale attivo	65 227,5	58 618,2	66 793,0	62 450,2	66 237,1
Capitale versato	295,7	295,7	323,2	323,2	323,2
Riserve (dopo la ripartizione dell'utile netto di esercizio)					
<i>Fondo di riserva legale</i>	30,1	30,1	32,3	32,3	32,3
<i>Fondo di riserva generale</i>	764,9	803,3	974,9	1 016,3	1 156,4
<i>Fondo speciale di riserva per i dividendi</i>	53,5	56,5	59,5	62,5	65,5
<i>Fondo di riserva libero</i>	807,0	893,6	995,1	1 157,4	1 351,4
	1 655,5	1 783,5	2 061,8	2 268,5	2 605,6
Rettifiche di valore	449,5	373,5	351,1	247,2	265,4
Depositi					
<i>Oro</i>	4 157,0	4 245,0	3 836,4	3 473,7	3 192,6
<i>Valute</i>	56 549,0	49 649,2	57 585,6	54 023,6	57 705,8
	60 706,0	53 894,2	61 422,0	57 497,3	60 898,4
Titoli ceduti pronti contro termine	385,4	376,6	674,8	30,7	121,5
Sistema pensionistico del personale	271,0	283,1	252,6	257,0	–
Partite varie	1 411,0	1 558,3	1 658,7	1 773,7	1 965,6
Dividendo	53,4	53,3	48,8	52,6	57,4
Totale passivo	65 227,5	58 618,2	66 793,0	62 450,2	66 237,1

Sommario del Conto profitti e perdite negli ultimi cinque esercizi (in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1995	1996	1997	1998	1999
Interessi netti e altri proventi di gestione	229,3	254,3	263,8	314,9	370,4
Meno: spese di amministrazione					
<i>Consiglio di amministrazione</i>	1,2	1,5	1,3	1,3	1,3
<i>Direzione e personale</i>	40,2	46,6	42,9	39,4	40,9
<i>Funzionamento degli uffici e altre spese</i>	17,4	18,3	16,3	15,0	18,6
<i>Ammortamenti</i>	–	–	–	–	6,0
	58,8	66,4	60,5	55,7	66,8
Risultato netto di gestione	170,5	187,9	203,3	259,2	303,6
Meno: importi trasferiti alle voci					
<i>Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione</i>	3,4	3,5	3,0	–	–
<i>Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature</i>	4,7	3,1	6,0	–	–
	8,1	6,6	9,0	–	–
Utile netto dell'esercizio finanziario	162,4	181,3	194,3	259,2	303,6
Dividendo	53,4	53,3	48,8	52,6	57,4
	109,0	128,0	145,5	206,6	246,2
Trasferimento al Fondo di riserva generale	32,7	38,4	41,0	41,3	49,2
	76,3	89,6	104,5	165,3	197,0
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	73,3	86,6	101,5	162,3	194,0
Trasferimento al Fondo di riserva libero	73,3	86,6	101,5	162,3	194,0
	–	–	–	–	–

Consiglio di amministrazione

Urban Bäckström, Stoccolma

Presidente del Consiglio di amministrazione,
Presidente della Banca

Lord Kingsdown, Londra

Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Vincenzo Desario, Roma

Antonio Fazio, Roma

Edward A. J. George, Londra

Alan Greenspan, Washington

Hervé Hannoun, Parigi

Masaru Hayami, Tokyo

William J. McDonough, New York

Hans Meyer, Zurigo

Guy Quaden, Bruxelles

Helmut Schlesinger, Francoforte s/M

Gordon G. Thiessen, Ottawa

Hans Tietmeyer, Francoforte s/M

Jean-Claude Trichet, Parigi

Alfons Verplaetse, Bruxelles

Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam

Sostituti

Jean-Pierre Patat, oppure

Marc-Olivier Strauss-Kahn, Parigi

Ian Plenderleith, oppure

Clifford Smout, Londra

Jean-Jacques Rey, oppure

Jan Smets, Bruxelles

Alice M. Rivlin, oppure

Karen H. Johnson, Washington

Carlo Santini, oppure

Stefano Lo Faso, Roma

Jürgen Stark, oppure

Helmut Schieber, Francoforte s/M

Dirigenti della Banca

Andrew Crockett	Direttore Generale
André Icard	Condirettore Generale
Gunter D. Baer	Segretario Generale, Capo di Dipartimento
William R. White	Consigliere Economico, Capo del Dipartimento Monetario ed Economico
Robert D. Sleeper	Capo del Dipartimento Bancario
Marten de Boer	Direttore, Contabilità e Budgeting
Renato Filosa	Direttore, Dipartimento Monetario ed Economico
Mario Giovanoli	Consigliere Giuridico, Direttore
Guy Noppen	Direttore, Segretariato Generale
Günter Pleines	Vice Capo del Dipartimento Bancario

