



BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

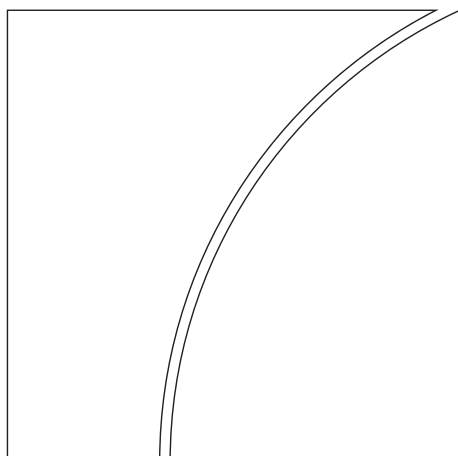
# **71<sup>a</sup> Relazione annuale**

1° aprile 2000–31 marzo 2001

Basilea, 11 giugno 2001



BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



# **71<sup>a</sup> Relazione annuale**

1° aprile 2000 – 31 marzo 2001

Basilea, 11 giugno 2001

Copie della pubblicazione sono disponibili presso:

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

E-mail: [publications@bis.org](mailto:publications@bis.org)

Fax: (+41 61) 280 91 00 e (+41 61) 280 81 00

© *Banca dei Regolamenti Internazionali 2001. 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 92-9131-467-6

Publicata anche in francese, inglese, spagnolo (estate 2001) e tedesco.

Disponibile sul sito Internet della BRI ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

# Indice

	Pagina
Lettera di presentazione .....	1
<b>I. Introduzione: un improvviso cambiamento delle sorti economiche?</b> .....	<b>3</b>
Clima di mercato, prezzi delle attività finanziarie e sviluppi macroeconomici ...	6
Le risposte alla fragilità finanziaria .....	9
<b>II. Gli andamenti nei paesi industriali</b> .....	<b>12</b>
Aspetti salienti .....	12
Sostenuta attività economica nel primo semestre 2000 .....	13
Rallentamento nella seconda metà dell'anno .....	16
Recenti dinamiche dell'inflazione .....	19
Tendenza della produttività e prospettive per l'economia mondiale .....	23
Saldi finanziari, risparmio e debito .....	27
Interscambio mondiale e saldi con l'estero .....	32
<b>III. Gli andamenti nelle economie di mercato emergenti</b> ....	<b>37</b>
Aspetti salienti .....	37
Andamenti dei mercati finanziari e flussi di capitali .....	39
Asia .....	42
<i>Crescita economica ed evoluzione del settore esterno</i> .....	42
<i>Performance e impieghi del settore bancario</i> .....	43
<i>Sfide di politica fiscale</i> .....	45
<i>Dipendenza delle economie asiatiche dalle esportazioni di prodotti ad alta tecnologia</i> .....	47
<i>Le prospettive a breve termine</i> .....	49
America latina .....	49
<i>Crescita economica ed evoluzione del settore esterno</i> .....	49
<i>Cambiamenti nella combinazione delle politiche</i> .....	50
<i>Recessione in Argentina</i> .....	52
<i>Privatizzazioni e ristrutturazioni nel settore bancario</i> .....	52
Africa .....	53
Medio Oriente .....	54
Europa centrale e orientale .....	55
<i>Andamenti della crescita e del settore esterno</i> .....	55
<i>Inflazione, politiche macroeconomiche e disoccupazione</i> .....	56
Crisi in Turchia .....	58
Cambiamenti nel processo inflazionistico nelle economie di mercato emergenti ..	59
<i>Aspetti principali della recente disinflazione</i> .....	59
<i>Cause della disinflazione</i> .....	61
<i>Mantenimento di una bassa inflazione</i> .....	63

IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati .....	67
Aspetti salienti .....	67
Stati Uniti .....	68
Giappone .....	71
Area dell'euro .....	74
Paesi con obiettivi di inflazione espliciti .....	76
Riconsiderazione del quadro operativo della politica monetaria .....	80
<i>La scelta degli indicatori</i> .....	81
<i>La comunicazione con i mercati finanziari</i> .....	83
<i>La tattica degli interventi di politica monetaria</i> .....	85
 V. Gli andamenti nei mercati dei cambi .....	 88
Aspetti salienti .....	88
Dollaro, yen ed euro .....	89
<i>Andamenti principali e prospettive a lungo termine</i> .....	89
<i>Determinanti dei movimenti di cambio</i> .....	92
<i>Interventi valutari sul mercato euro/dollaro</i> .....	97
Andamenti in altri mercati valutari .....	98
<i>Valute europee</i> .....	98
<i>Valute di altri paesi industriali</i> .....	99
<i>Valute dei mercati emergenti</i> .....	100
La liquidità sui mercati valutari .....	105
<i>Cambiamenti strutturali nei mercati valutari</i> .....	106
 VI. I mercati finanziari .....	 109
Aspetti salienti .....	109
Mercati azionari .....	110
<i>Bolle dei prezzi delle attività e grandezze economiche fondamentali</i> .....	110
<i>Informazioni economiche e corsi azionari</i> .....	112
<i>Il mercato borsistico di Tokyo e le banche giapponesi</i> .....	114
<i>Implicazioni per l'economia reale</i> .....	115
Mercati del reddito fisso .....	117
<i>Prezzo del rischio di credito e risposta dei mutuatari</i> .....	117
<i>Cicli creditizi nel 1990 e nel 2000</i> .....	123
Finanziamento esterno delle economie emergenti .....	125
Funzionamento dei mercati .....	129
 VII. I cicli e il sistema finanziario .....	 133
Aspetti salienti .....	133
Cicli finanziari .....	133
<i>Credito e prezzi delle attività</i> .....	136
<i>Comportamento ciclico delle istituzioni e dei mercati</i> .....	139
Meccanismi alla base dell'amplificazione finanziaria .....	141
<i>Valutazione del rischio nel tempo</i> .....	141
<i>Incentivi</i> .....	143
<i>Criteri contabili e quadro regolamentare</i> .....	143
Possibili risposte da parte delle autorità .....	146
<i>Strumenti di vigilanza e regolamentari</i> .....	147
<i>Politica monetaria</i> .....	151

VIII. Conclusioni: il recente passato come prologo? .....	154
Politiche per promuovere la stabilità macroeconomica e la crescita .....	156
Politiche per promuovere la stabilità finanziaria .....	162
Cooperazione nel perseguimento della stabilità finanziaria .....	167
<hr/>	
Attività della Banca .....	171
Contributi diretti della BRI alla cooperazione monetaria e finanziaria internazionale .....	171
<i>Periodiche consultazioni su questioni monetarie e finanziarie</i> .....	171
<i>Promozione della stabilità finanziaria a opera dei comitati permanenti</i> .....	173
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i> .....	173
<i>Comitato sul sistema finanziario globale</i> .....	175
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i> .....	176
<i>Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico</i> .....	177
<i>Istituto per la stabilità finanziaria</i> .....	178
Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata .....	179
<i>Gruppo dei Dieci</i> .....	179
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i> .....	180
<i>International Association of Insurance Supervisors</i> .....	181
Altre aree di cooperazione tra banche centrali .....	182
<i>Cooperazione in ambito statistico</i> .....	182
<i>Cooperazione con gruppi regionali di banche centrali</i> .....	183
<i>Coordinamento dell'assistenza tecnica e della formazione</i> .....	183
<i>Gruppo di esperti di informatica</i> .....	183
Funzioni di Agente e Fiduciario .....	184
<i>Fiduciario per i prestiti governativi internazionali</i> .....	184
<i>Funzioni di Depositario di garanzie</i> .....	184
Operazioni del Dipartimento Bancario .....	184
<i>Passivo</i> .....	185
<i>Attivo</i> .....	185
Utile netto e sua ripartizione .....	186
Emendamento dello Statuto della Banca .....	187
<i>Ritiro di azioni detenute da privati</i> .....	187
<i>Varie</i> .....	189
Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione .....	189
Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite .....	191
Consiglio di amministrazione .....	206
Dirigenti della Banca .....	207

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra il 14 e il 22 maggio 2001.

# Elenco dei grafici (\*) e delle tabelle

Pagina

## Gli andamenti nei paesi industriali

Contributi alla crescita del PIL*	13
Tasso d'interesse reale, saldo di bilancio strutturale e output gap*	14
Debito delle amministrazioni pubbliche*	15
Petrolio: prezzi, produzione e domanda*	16
Inflazione e output gap*	19
Quota del reddito da lavoro e inflazione*	22
Variazioni della produttività del lavoro nel settore delle imprese	23
Contributi alla crescita della produttività del lavoro nel settore delle imprese USA non agricole	25
Tassi d'interesse reali e rapporto utili/prezzo negli Stati Uniti*	26
Saldi finanziari settoriali*	27
Risparmio privato netto*	28
Indebitamento del settore privato negli Stati Uniti*	29
Andamento del risparmio delle famiglie	30
Andamenti comparati in Giappone e negli Stati Uniti	31
Interscambio mondiale e prezzi	33
Quote del commercio estero	33
Bilancia dei pagamenti nelle tre principali aree economiche	34
Relazione stimata fra risparmio e investimento nazionale	34
Tassi d'interesse reali e squilibri delle partite correnti*	35
Saldi delle partite correnti nelle principali aree	36

## Gli andamenti nelle economie di mercato emergenti

Crescita, inflazione e saldi delle bilance correnti	38
Previsioni di crescita del PIL per il 2001*	39
Corsi azionari e spreads obbligazionari*	40
Correlazioni fra le variazioni dell'indice Nasdaq e dei corsi azionari	40
Flussi netti di capitali privati verso le economie di mercato emergenti	41
Domanda interna ed esportazioni nette	42
Credito interno e debito verso l'estero*	44
Saldi di bilancio e debito pubblico	46
Esportazioni di prodotti ad alta tecnologia dalle economie asiatiche	47
Attività del settore ad alta tecnologia nelle economie asiatiche*	48
Interscambio, esportazioni petrolifere e crescita in America latina nel 2000	50
Andamenti dei mercati finanziari in Europa centrale e in Russia*	57
Inflazione e crescita del PIL*	60
Inflazione dei prezzi al consumo e talune determinanti*	61
Saldi di bilancio e crediti delle banche centrali*	62
Inflazione dei prezzi al consumo e talune componenti*	65

## La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

Indicatori economici per gli Stati Uniti*	69
Indicatori economici per il Giappone*	72

Indicatori economici per l'area dell'euro*	75
Inflazione e tassi ufficiali nei paesi con obiettivi di inflazione*	77
Tassi di cambio nei paesi con obiettivi di inflazione*	79
Differenziali di rendimento e recessioni negli Stati Uniti*	82
Indici del mercato azionario e aspettative di tasso d'interesse a tre mesi*	85
Frequenza delle riunioni e modulazione dei tassi d'interesse	86

## Gli andamenti nei mercati dei cambi

Tassi di cambio effettivi nominali di dollaro, yen ed euro*	89
Tassi di cambio, volatilità implicite e "risk reversals" di dollaro, yen ed euro*	90
Posizione patrimoniale netta sull'estero e redditi netti di Stati Uniti, Giappone e area dell'euro*	91
Riserve valutarie ufficiali	92
Differenziali tra le previsioni di crescita per le tre economie maggiori*	93
Flussi cumulativi di portafoglio fra le tre economie maggiori*	94
Operazioni di fusione e acquisizione e tasso di cambio euro/dollaro*	95
Reazioni del cambio euro/dollaro a notizie concernenti l'area dell'euro*	96
Tassi di cambio e differenziali di tasso d'interesse*	96
Distribuzioni di probabilità del cambio dollaro/euro*	97
Tassi di cambio di determinate valute europee rispetto all'euro*	98
Prezzi delle materie prime, differenziali di crescita e di tasso d'interesse e tassi di cambio*	100
Tassi di cambio nei mercati emergenti*	101
Mercati azionari, tassi di cambio ed esportazioni ad alta tecnologia delle economie emergenti	102
Atteggiamento degli investitori verso il rischio e la liquidità*	103
Volume degli scambi e volatilità nei mercati emergenti*	104
Volatilità dei tassi di cambio e d'interesse sui mercati emergenti	105
Volume degli scambi sui mercati valutari	106
Composizione per valute delle operazioni in cambi	106
Volatilità sui principali mercati valutari	107

## I mercati finanziari

Indici dei mercati azionari*	111
Azioni tecnologiche: rapporti prezzo/utigli, variazioni dei prezzi e degli utili	112
Informazioni rese note al pubblico*	113
Emissioni azionarie*	115
Fiducia dei consumatori, disoccupazione e mercato azionario	116
Curve dei rendimenti degli swaps su tassi d'interesse*	117
Spreads su obbligazioni private e pubbliche*	118
Emissioni nette di titoli di debito*	119
Emissioni lorde di titoli di debito internazionali*	120
Finanziamento delle società di telecomunicazione*	121
Spreads della carta commerciale USA*	122
Determinanti del prezzo del rischio di credito*	124
Influsso del Nasdaq sui mercati azionari emergenti*	125
Finanziamento internazionale bancario e mobiliare nei paesi in via di sviluppo*	126
Posizioni esterne delle banche nei confronti dei paesi in via di sviluppo*	127
Attività consolidate delle banche dichiaranti alla BRI verso i paesi in via di sviluppo*	128
Flussi degli hedge funds e liquidità di mercato*	130
Swaps di tasso d'interesse*	131



## I cicli e il sistema finanziario

Cicli del credito e stress finanziario* . . . . .	135
Cicli del credito e dei prezzi delle attività . . . . .	136
Credito e prezzi degli immobili commerciali* . . . . .	137
Spreads creditizi e accesso ai capitali* . . . . .	138
Redditività bancaria e oneri per accantonamenti* . . . . .	139
Redditività delle maggiori banche nel 1999 e 2000 . . . . .	140
Rating creditizi prima e dopo la crisi asiatica* . . . . .	142
Correlazione del capitale e degli accantonamenti con il ciclo economico* . . . . .	144
Coefficienti patrimoniali delle banche* . . . . .	145

## Convenzioni adottate in questa Relazione

s	dato stimato
s.s., s.d.	scala sinistra, scala destra
trilione	mille miliardi
...	dato non disponibile
.	dato non applicabile
–	valore nullo o trascurabile
\$	dollaro USA se non diversamente specificato

Le discrepanze nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

# 71ª Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria  
della Banca dei Regolamenti Internazionali  
tenuta in Basilea l'11 giugno 2001*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la 71ª Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 2001.

L'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 271,7 milioni, a fronte di franchi oro 307,8 milioni del precedente esercizio. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 2000/01 sono riportati nella sezione "Utile netto e sua ripartizione", a pagina 186.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'Articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di franchi oro 48,6 milioni al pagamento di un dividendo di 360 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 44,6 milioni al Fondo di riserva generale, franchi oro 3,0 milioni al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 175,5 milioni al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 2000/01 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 2001.

Basilea, 22 maggio 2001

ANDREW CROCKETT  
Direttore Generale



## I. Introduzione: un improvviso cambiamento delle sorti economiche?

Lo sviluppo più significativo nel periodo sotto rassegna è stato il brusco rallentamento dell'economia statunitense, iniziato nella seconda metà dello scorso anno. Sebbene una decelerazione fosse da tempo prevista, e persino auspicata, la sua repentinità è stata rimarchevole per una serie di ragioni. Essa è parsa segnare la fine, o per lo meno una pausa significativa, della decennale espansione mondiale che ha visto l'economia USA svolgere un ruolo sproporzionato, quantunque benvenuto (Capitolo II). Tale decelerazione è stata accompagnata da una palese interruzione della ripresa in Giappone, nonché da un rallentamento in molte economie emergenti (Capitolo III) e, seppure in misura considerevolmente minore, anche in Europa. Ed essa ha costituito un'amara disillusione per quanti avevano sperato che una "nuova economia" basata sulla tecnologia informatica avrebbe fatto sì che i cicli delle scorte e le marcate fluttuazioni della spesa per investimenti appartenessero ormai al passato.

A spiegazione di questo capovolgimento globale degli eventi sono stati prontamente chiamati in causa i "soliti sospetti". I prezzi del petrolio avevano registrato forti rialzi, con ripercussioni sulla spesa di molte economie emergenti ancor più pronunciate che su quella dei paesi industriali. I tassi d'interesse a breve erano stati innalzati in tutte le maggiori economie industriali sia per fronteggiare incipienti spinte inflazionistiche sia, come nel caso del Giappone, per ripristinare un più normale corso delle politiche in presenza di taluni segnali di ripresa economica. Un certo ruolo è stato attribuito anche ai mercati finanziari, giacché ovunque gli indici azionari della nuova economia avevano subito un calo sostanziale rispetto ai massimi toccati nel marzo 2000. Le condizioni creditizie mondiali si erano a loro volta inasprite, in modo disuguale ma persistente nel corso dell'anno, specie nei confronti dei mutuatari con più basso merito di credito. In siffatte condizioni, un certo rallentamento della spesa era considerato naturale e addirittura opportuno in paesi che operavano a livelli di pieno impiego della capacità produttiva. E lo stesso può dirsi per un'inversione della precedente tendenza all'inasprimento monetario nei paesi maggiormente interessati dal rallentamento. Guardando alla storia economica del dopoguerra, tutto ciò potrebbe essere considerato come un'evoluzione normale.

Eppure, era presente al tempo stesso il timore che fossero in gioco forze meno usuali. A taluni osservatori è parso che la precedente fase espansiva presentasse alcune caratteristiche dei cicli antecedenti la prima guerra mondiale; un raffronto inedito ma forse non inappropriato, se si considera l'ininterrotta avanzata della deregolamentazione finanziaria e della globalizzazione che ha connotato gli ultimi decenni. Così come in occasione di passate rivoluzioni

tecnologiche – canalizzazione, ferrovie, elettrificazione, automobile – vi è stato un netto aumento nella connessa accumulazione di capitale che, nel presente ciclo, ha favorito soprattutto i settori della tecnologia informatica e delle telecomunicazioni. A tale accumulazione si è aggiunta, rafforzandone l'effetto, un'impennata dei corsi azionari che ha stimolato un'abbondante offerta di capitale di rischio a basso costo. Per giunta, con un'inflazione in genere modesta o calante, i tassi d'interesse reali si sono mantenuti a livelli relativamente bassi. Sebbene queste tendenze siano state evidenti soprattutto negli Stati Uniti, altri paesi hanno in varia misura condiviso esperienze analoghe. La conseguente percezione di una vulnerabilità globale, ove i benefici attesi non si fossero concretizzati, ha probabilmente concorso alla disponibilità di molte banche centrali ad abbassare i tassi d'interesse allorché la Riserva federale ha avviato una fase insolitamente aggressiva di allentamento monetario nel gennaio di quest'anno (Capitolo IV).

Un'altra e benefica caratteristica degli ultimi anni di espansione, riscontrabile anche durante tutto il periodo in esame, è la quiescenza dell'inflazione a livello aggregato. In numerosi paesi, sia emergenti sia industriali, le misure dell'inflazione di base hanno reagito in maniera inaspettatamente moderata alle pressioni derivanti dai bassi tassi di disoccupazione, dal deprezzamento del cambio e dai più alti prezzi petroliferi. In parte, ciò è il risultato dell'aumento della capacità produttiva, specie nel settore manifatturiero, generato dal precedente lungo periodo di massicci investimenti. Ma sono intervenuti anche altri fattori, come la deregolamentazione dei mercati dei prodotti, la globalizzazione degli scambi di beni e servizi, la restrizione fiscale e la crescente credibilità degli obiettivi antinflazionistici delle banche centrali. Tutto ciò ha contribuito all'emergere di un "mercato del compratore", che ha agito nel senso di frenare l'inflazione e di mantenerla bassa.

Ovviamente, data la maggiore viscosità dei prezzi in generale, gli shock, come il rincaro del petrolio, dovevano essere assorbiti in altro modo per evitare che venissero intaccati i profitti. Ciò è stato realizzato con successo per gran parte del periodo in esame. Negli Stati Uniti, nella maggior parte dei paesi europei e in Giappone gli incrementi dei salari nominali sono stati sorprendentemente contenuti, rispecchiando il migliorato funzionamento dei mercati del lavoro nei primi due casi, l'incertezza dell'impiego e le condizioni depresse nell'ultimo. Inoltre, a livello dell'intera economia mondiale si è potuto osservare un circolo virtuoso di moderazione salariale conseguente alla moderazione dei prezzi. Infine, negli anni più recenti vi sono stati incrementi significativi della produttività del lavoro, specie negli Stati Uniti, che hanno contribuito a frenare i prezzi senza comprimere i profitti. Nondimeno, in molti paesi le prospettive sul fronte dei profitti si sono deteriorate drasticamente negli ultimi trimestri, e ne hanno risentito in particolare i settori della nuova economia in tutto il mondo. Ciò ha concorso in misura sostanziale al peggioramento delle condizioni nei mercati finanziari, che ha poi cominciato a retroagire sui livelli dell'attività economica globale.

Un altro aspetto recente della globalizzazione in atto è la facilità con cui gli ampi divari nei saggi di risparmio nazionali hanno trovato contropartita nei flussi internazionali di capitali. Lo scorso anno negli Stati Uniti il risparmio

netto del settore privato in rapporto al PIL è sceso al disotto di -6% (con una flessione di 12 punti percentuali dal 1992), mentre in Giappone esso è salito a quasi il 9%. Sebbene una certa compensazione sul piano interno sia provenuta dai bilanci pubblici, gli squilibri dei conti correnti sono rimasti rilevanti e hanno potuto essere finanziati attraverso massicci afflussi di capitali negli Stati Uniti, che hanno assunto sempre più spesso la forma di acquisti azionari e di investimenti diretti esteri. Più in generale, un'analogia divergenza nella dinamica del risparmio è osservabile se si confrontano le economie asiatiche ed europee ad alta propensione al risparmio con quelle dell'emisfero occidentale. Anche in questo caso, gli investimenti diretti esteri hanno svolto un ruolo importante, specie in America latina, nel finanziamento dei disavanzi della bilancia corrente.

I flussi di capitale verso gli Stati Uniti e altri paesi sono stati in parte sospinti da una ricerca di diversificazione e dall'aspettativa di rendimenti superiori alla media. Peraltro, come effetto secondario essi hanno fornito un energico sostegno al dollaro USA (Capitolo V), che è servito a sua volta a tenere a freno le spinte inflazionistiche. Il fatto che il dollaro sia rimasto forte anche dopo la comparsa di chiari segni di rallentamento economico negli Stati Uniti può significare che, a giudizio del mercato, si trattava solo di un'interruzione temporanea prima che si riaffermasse il potenziale di crescita della nuova economia. Un'ulteriore spiegazione potrebbe essere la crescente rilevanza che veniva attribuita al ruolo di bene rifugio della moneta di riserva, specie in presenza di sistemi fiscali e bancari considerati solidi, a mano a mano che aumentavano le incertezze circa le prospettive dell'economia mondiale. Resta da vedere se queste ipotesi e valutazioni troveranno conferma nel tempo.

Non tutti i paesi con esigenze di finanziamento esterno hanno avuto vita altrettanto facile. In aggiunta ad altre cause, i perduranti squilibri della finanza pubblica in Argentina e i problemi di fondo del settore bancario in Turchia hanno innescato forti pressioni sui tassi d'interesse e sul cambio, sfociate nel secondo paese in un brusco deprezzamento della moneta. A fine aprile, gli effetti di contagio prodotti da questi avvenimenti erano relativamente esigui. Non solo il grado di leva finanziaria nel sistema era minore che in occasione di crisi precedenti, ma anche i mercati finanziari internazionali hanno mostrato di saper distinguere sempre meglio fra differenti gradi di rischio creditizio (Capitolo VI). È probabile che abbia influito in certa misura anche il fatto che molti regimi di cambio con ancoraggio aggiustabile siano stati sostituiti da una qualche forma di fluttuazione amministrata.

Nel periodo sotto rassegna sono state intraprese varie iniziative per promuovere sistemi finanziari internazionali più solidi. Si è potuto osservare come molti paesi emergenti abbiano compiuto costanti sforzi, spesso tradottisi nel perseguimento di prassi ottimali concordate a livello internazionale, per migliorare i propri sistemi finanziari e dei pagamenti. Inoltre, la più agguerrita concorrenza e il processo di consolidamento all'interno dei settori finanziari dei paesi industriali hanno focalizzato in misura crescente l'attenzione dei responsabili delle politiche. Vi è stata una maggiore consapevolezza delle molteplici difficoltà che storicamente hanno accompagnato i rapidi cambiamenti finanziari e la connessa espansione del credito (Capitolo VII). La regolare

valutazione di tali vulnerabilità operata dagli organi ufficiali è motivo di soddisfazione, ma ovviamente non garantisce in alcun modo che il problema delle ricorrenti crisi finanziarie sia stato risolto.

## Clima di mercato, prezzi delle attività finanziarie e sviluppi macroeconomici

Sebbene la comunanza di episodi traumatici e le interdipendenze di natura reale e finanziaria abbiano sempre più permeato l'economia mondiale, anche sviluppi specifici correlati a un particolare clima o umore di mercato nelle principali aree geografiche hanno continuato a svolgere un ruolo molto importante. In nessun altro paese gli andamenti economici sono stati più spettacolari che negli Stati Uniti, dove la crescita del PIL si è accelerata fino a toccare quasi il 6% nel primo semestre 2000 sotto l'influsso di una vivace spesa in consumi e di un ulteriore forte aumento degli investimenti fissi delle imprese. Entrambi sono stati favoriti in buona parte dal precedente vigore dei mercati azionari che ha accresciuto la ricchezza delle famiglie, riducendo in pari tempo i costi di finanziamento delle imprese. Un ulteriore contributo è derivato dall'agevole accesso al credito fornito da una crescente varietà di fonti, molte delle quali estere. Alla base di tutto ciò vi era una sensazione di benessere alimentata dal convincimento che la nuova tecnologia informatica e delle telecomunicazioni avesse accelerato su base permanente il ritmo di crescita sia della produttività sia dei profitti.

Purtuttavia, con il procedere dell'anno sono emerse indicazioni che i rischi si stavano accumulando. Il Nasdaq ha ceduto e ha continuato a scendere, così come hanno fatto, in misura più contenuta, altri indici. Di conseguenza, la ricchezza nominale delle famiglie negli Stati Uniti è addirittura diminuita lo scorso anno, per la prima volta nel periodo postbellico. Viceversa, le passività e gli oneri per il servizio del debito delle famiglie, in rapporto al loro reddito disponibile, sono saliti quasi a livelli record, mentre il saggio di risparmio privato è sceso sempre più al di sotto dello zero. Sebbene a livello aggregato il debito del settore societario sia ulteriormente calato rispetto ai massimi storici, la situazione delle imprese minori si è fatta più problematica. Infatti, le banche hanno imposto standard creditizi molto più stringenti, il finanziamento sul mercato obbligazionario è risultato talora quasi inaccessibile a prenditori di qualità non bancaria e anche le condizioni dei crediti di fornitura per le apparecchiature tecnologiche sono divenute più restrittive.

Nel quarto trimestre le vendite finali sul mercato interno degli Stati Uniti hanno registrato un brusco rallentamento che ha interessato tutti i comparti, ed è calata sensibilmente anche la fiducia dei consumatori. I profitti rilevati sono diminuiti, e in rapida successione sono seguiti annunci di risultati scadenti. A ciò si è aggiunto il crescente riconoscimento che l'azione di fattori reversibili poteva aver gonfiato gli utili iscritti a bilancio e annacquato il valore delle azioni: il rialzo dei corsi aveva incoraggiato sospensioni dei contributi pensionistici, il crescente impiego di stock options aveva creato benefici fiscali per le imprese e un potenziale annacquamento del capitale azionario, l'impiego di azioni ordinarie per acquisizioni effettuate a rapporti prezzo/utigli gonfiati

aveva ulteriormente ridotto il valore detenuto dagli azionisti delle imprese acquirenti. Nondimeno, i più favorevoli indicatori economici hanno successivamente rafforzato la convinzione di quanti si aspettavano che il rallentamento dell'economia sarebbe stato solo temporaneo. In particolare, nel primo trimestre 2001 il decumulo delle scorte è stato molto maggiore del previsto. Inoltre, la spesa in consumi ha tenuto sorprendentemente bene, se si considerano gli annunci di dismissioni di manodopera e l'ulteriore deteriorarsi della fiducia dei consumatori.

L'improvviso cambiamento nella situazione congiunturale degli Stati Uniti si è tradotto in una svolta insolitamente rapida nell'indirizzo di politica monetaria. In linea generale, sia la precedente fase restrittiva sia le successive manovre distensive rispondevano all'obiettivo di moderare il ciclo economico, continuando nello stesso tempo a perseguire la stabilità dei prezzi interni. Tuttavia, data la crescente importanza dei prezzi delle attività finanziarie negli Stati Uniti e la loro dipendenza dal clima di fiducia, la Riserva federale si è trovata esposta a vincoli significativi, ancorché impalpabili, nelle sue scelte operative. In particolare, era quanto mai vitale che il taglio dei tassi non venisse giudicato né troppo esiguo né troppo grande: se troppo esiguo, vi era il rischio che la spesa non riprendesse quota; se troppo grande, la conseguenza poteva essere l'euforia dei mercati finanziari, ovvero il panico qualora gli operatori avessero avuto la sensazione che la Riserva federale era a conoscenza di cose ad essi ignote. In definitiva, il primo sostanziale allentamento operato in gennaio ha contribuito a una netta distensione delle condizioni creditizie, che la successiva manovra ha consentito di mantenere. Fortuna ha anche voluto che un altro potenziale fattore vincolante per la volontà della Riserva federale di allentare la politica monetaria, ossia una recrudescenza dell'inflazione interna, non si sia sostanzialmente verificata nella misura in cui ci si poteva attendere, dati i precedenti aumenti dei prezzi dell'energia e la più recente accelerazione dei costi unitari del lavoro.

L'economia giapponese è rimasta nel complesso debole, pur mostrando un profilo trimestrale simile a quello osservato negli Stati Uniti. Mentre in quest'ultimo paese la fede nella nuova tecnologia aveva sorretto un certo ottimismo di fondo nonostante il rallentamento nel secondo semestre dello scorso anno, un diverso clima psicologico è prevalso in Giappone. Il paese ha continuato a risentire degli effetti prodotti dallo scoppio della "bolla" speculativa del decennio precedente: eccesso di capacità nell'industria e bassi profitti, decrescenti valori delle attività e cronica debolezza del settore finanziario. Inoltre, data la perdurante incapacità delle autorità di affrontare in modo risoluto tali problemi, il disappunto dell'opinione pubblica per la situazione presente era alimentato dal convincimento che il futuro non avrebbe apportato nulla di nuovo.

Nel primo semestre 2000 la produzione industriale in Giappone è temporaneamente aumentata, di riflesso ai recuperi segnati negli Stati Uniti e in Asia. Ciò ha generato un rialzo sia dei profitti sia degli investimenti, specie nel settore informatico. Tuttavia, con l'attenuarsi dello stimolo esterno e divenendo più palesi gli effetti del precedente rafforzamento dello yen, questa fonte di speranza è svanita. Per contro, i consumatori hanno mostrato un



atteggiamento esitante durante tutto il periodo. Avendo subito in precedenza cospicue perdite di ricchezza, nutrendo dubbi sulla situazione dei fondi pensionistici non capitalizzati e vedendosi minacciati sia sul fronte dei redditi che su quello dell'occupazione con il graduale procedere delle ristrutturazioni industriali, i consumatori erano più propensi a risparmiare che a spendere. I decrescenti prezzi al dettaglio, in parte dovuti a positivi sviluppi dal lato dell'offerta, possono avere ulteriormente incoraggiato questo atteggiamento di attesa.

I responsabili della politica economica, da parte loro, hanno sfruttato i pur modesti margini di manovra di cui potevano ancora disporre. La politica del tasso d'interesse zero è stata interrotta per breve tempo allorché le condizioni economiche parevano migliorare nel corso dell'estate, per poi essere ripristinata di fatto sotto forma di un obiettivo quantitativo esplicito per le riserve libere delle banche. Nello stesso tempo, la Banca del Giappone ha dichiarato che questa politica sarebbe stata mantenuta finché i prezzi al consumo non avessero cessato di scendere. Ci si attendeva che questo impegno avrebbe contribuito a sostenere il ragguardevole e propizio calo dei tassi a più lungo termine nella seconda metà dell'anno. Un ulteriore stimolo all'economia è provenuto dalla politica fiscale, anche se i suoi effetti sono stati progressivamente indeboliti dalla crescente consapevolezza che gli investimenti in perdita e le garanzie statali si sarebbero infine tradotti in un sostanziale onere per i contribuenti.

Le speranze che la crescita lenta negli Stati Uniti e in Giappone sarebbe stata compensata da un'accelerazione in altre aree non si sono realizzate che in parte. Alla stessa stregua degli Stati Uniti, negli altri principali paesi anglofoni l'espansione è proseguita a velocità preoccupantemente sostenuta nel primo semestre dell'anno, ma la maggior parte di essi ha fatto registrare in seguito una brusca decelerazione, alla quale si sono accompagnati tagli dei tassi d'interesse. Solo il Regno Unito ha tenuto testa alla tendenza cedente, sebbene anche in questo caso i tassi ufficiali siano stati infine ridotti in considerazione dell'evoluzione prospettica.

Né è intervenuta la sperata accelerazione dell'attività economica nell'area dell'euro, benché il rallentamento della crescita sia stato se non altro meno pronunciato che altrove. Beneficiando di una domanda interna relativamente robusta, grazie alla crescente fiducia dei consumatori indotta dall'aumento eccezionalmente rapido dell'occupazione, l'Europa continentale è porsa per un certo tempo schermata dagli andamenti in altre aree. Ciò nonostante, è mancata una decisa inversione nella tendenza calante dell'euro in atto da due anni. Tale debolezza, insieme ai più alti prezzi del petrolio, ha inoltre contribuito a sospingere temporaneamente l'inflazione al consumo al di sopra dell'obiettivo della BCE per la stabilità dei prezzi. Quando, verso la fine del periodo sotto rassegna, gli indicatori hanno segnalato una crescita in rallentamento e prospettive inflazionistiche leggermente migliori, vi è stato infine un cauto allentamento da parte dell'Eurosistema. In effetti, dato il recente passato di austerità di bilancio, è stato persino possibile ad alcuni paesi europei operare riduzioni delle imposte. Benché questi tagli fossero originariamente motivati da considerazioni strutturali, i loro effetti di domanda promettevano un benefico sostegno alle future prospettive di crescita.

Nel 2000 le economie emergenti hanno conseguito un tasso medio di crescita reale del 6%. Inoltre, tutte le principali regioni e quasi tutte le maggiori economie hanno condiviso l'espansione. Tuttavia, sono emersi progressivamente vari segni di tensione, e i corsi azionari hanno subito flessioni ad ampio raggio, sulla scia del cedimento del Nasdaq. Anche le esportazioni hanno mostrato una tendenza al rallentamento, quantunque parzialmente compensata in alcuni paesi da una crescente domanda interna.

Gli ordinativi dall'estero di prodotti elettronici sono diminuiti ovunque, ma in modo particolare nell'Est asiatico. Tuttavia, gli effetti di rimbalzo sui tassi di cambio sono stati molto più contenuti che nel 1997. Hanno contribuito a ciò la tendenza verso la fluttuazione del cambio, le bilance commerciali generalmente in attivo, le abbondanti riserve valutarie e una dipendenza molto minore dagli afflussi di capitali a breve. Cina e India, essendo tuttora economie relativamente chiuse, sono risultate meno esposte a influssi esterni, anche se sul piano interno entrambe hanno continuato a dover fronteggiare difficoltà derivanti da una proprietà statale ancora molto estesa e dai connessi problemi di bilancio. In America latina il perdurante insuccesso dell'Argentina nel porre sotto controllo i disavanzi pubblici ha sollevato interrogativi circa la sua capacità di onorare il servizio del debito e l'eventuale esigenza di una sua ristrutturazione. Di conseguenza, i differenziali sulle obbligazioni argentine hanno superato temporaneamente i 1000 punti base e quelli applicati ad altri mutuatari sovrani hanno parimenti iniziato ad aumentare. In altri paesi della regione un'accelerazione della crescita ha innescato pressioni inflazionistiche che, pur essendo ben lontane dai parametri storici, hanno indotto alcune banche centrali a inasprire la politica monetaria. Inoltre, prescindendo dai paesi produttori di petrolio, hanno destato crescente preoccupazione i ripetuti ampi disavanzi commerciali registrati da taluni paesi dell'America latina e dell'Europa centrale, nonché la loro eventuale esposizione nel caso in cui la fiducia degli investitori esteri dovesse cominciare a vacillare.

## Le risposte alla fragilità finanziaria

Le ricorrenti crisi degli ultimi vent'anni hanno fornito una prova evidente di come i problemi presenti nel sistema finanziario possano generare turbative macroeconomiche e amplificarne grandemente i costi. Alcune carenze riguardano singole istituzioni, altre il funzionamento dei mercati e altre ancora le specificità del sistema finanziario globale. Non sorprende, dati i timori per le possibili disparità di trattamento e gli effetti di contagio, che negli ultimi anni i governi abbiano compiuto notevoli sforzi per individuare i punti deboli nel sistema finanziario e porvi rimedio. Con l'emergere di dubbi sul perdurare dell'espansione economica mondiale, tali sforzi hanno assunto nuova rilevanza.

Alcune delle vulnerabilità finanziarie messe in luce nel periodo sotto rassegna non sono affatto nuove. Prima fra tutte, la mancanza di una sufficiente volontà di risanare a fondo il sistema aziendale e bancario giapponese. In effetti, il consentire la fusione di grandi banche senza richiederne la ristrutturazione è equivalso a preservare lo status quo. Del pari, l'estensione degli schemi di assicurazione dei depositi e i rinnovati tentativi del governo di

sostenere i decrescenti corsi azionari possono avere disincentivato le banche dall'adottare esse stesse decise misure di ristrutturazione. Il fatto che la vigilanza delle istituzioni finanziarie sia migliorata e che siano stati imposti standard contabili nuovi e più stringenti ha compensato solo in parte queste più generali carenze. In altri paesi dell'Est asiatico la ristrutturazione del settore finanziario è generalmente proseguita, ma in molti casi non abbastanza rapidamente e in profondità. Nell'insieme, non è stata ancora ripristinata la redditività dei sistemi bancari, e l'espansione del credito bancario è rimasta debole. Nell'Europa centrale e nell'America latina è continuata la tendenza verso una maggiore presenza delle banche estere. Da un lato, ciò era ben visto in quanto ci si attendeva che il loro apporto di capitale, tecnologia e competenze manageriali avrebbe contribuito a rafforzare la stabilità finanziaria locale. Dall'altro, in alcuni paesi vi era il timore che alle istituzioni estere mancassero la volontà e le conoscenze specifiche necessarie per il finanziamento di imprese locali minori.

Alcune delle altre cause di inquietudine manifestatesi nel periodo in esame erano per loro natura meno concrete. Nonostante gli alti livelli reddituali e patrimoniali, vi era il sospetto che le banche di alcuni dei paesi più avanzati nel ciclo economico avessero involontariamente assunto posizioni creditorie più rischiose. Il fatto che gli accantonamenti per perdite su crediti fossero bassi era uno dei motivi alla base di tale sospetto. Un'ulteriore causa di preoccupazione, specie in Europa, era l'ingente volume di prestiti consorziali a favore di società di telecomunicazione, essendo divenuto meno probabile che tali prestiti sarebbero stati rimborsati in tempi brevi con i proventi della vendita di attività, con offerte pubbliche iniziali e con emissioni obbligazionarie. Preoccupazioni analoghe sono sorte in connessione con le difficoltà incontrate da alcuni emittenti nel rinnovare carta commerciale in scadenza, difficoltà che potevano implicare l'utilizzo di linee standby negoziate in precedenza con le banche. In entrambi i casi l'inquietudine è stata accentuata dalla sorprendente velocità con cui alcune società che beneficiavano in precedenza di rating elevati sono state declassate al rango di prenditori di qualità non bancaria.

Parzialmente in risposta a tali sviluppi, le banche di molti paesi industriali hanno inasprito su vasta scala i loro standard creditizi, e a ciò si è accompagnato un ampliamento generalizzato degli spreads sui mercati degli strumenti negoziati. Tuttavia, contrariamente a episodi precedenti, i timori circa il merito di credito delle istituzioni finanziarie non hanno pregiudicato il funzionamento o la liquidità dei mercati finanziari. In certa misura, ciò è dovuto all'atteggiamento di maggior cautela che le principali società di intermediazione avevano assunto nei confronti di elevate esposizioni di negoziazione.

Le iniziative a più lungo termine volte a promuovere un sistema finanziario più solido sono state portate avanti con determinazione. Particolarmente rilevante e meritevole è il lavoro svolto dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, in stretta collaborazione con le autorità di vigilanza dei mercati emergenti e il settore privato, nell'elaborare un Accordo sui requisiti patrimoniali più sensibile al rischio. Maggiori dettagli su questo lavoro e sui contributi di altri gruppi e comitati con sede a Basilea sono riportati nel capitolo sulle "Attività della Banca". Inoltre, sotto l'egida del Forum per la stabilità finanziaria

sono stati compiuti ulteriori progressi nell'elaborazione di standard che possano contribuire alla stabilità finanziaria e nella diffusione di raccomandazioni attinenti ai problemi connessi con le istituzioni ad alto grado di leva, i centri finanziari offshore e i flussi internazionali di capitali. Tuttavia, è sul piano dell'applicazione di standard internazionali che sono stati fatti i maggiori passi avanti, grazie all'azione del FMI e della Banca mondiale che hanno accresciuto notevolmente l'attenzione per tali questioni prestata in loco sia dai mercati emergenti sia dai paesi industriali. La presa di coscienza dei problemi può sembrare soltanto un passo verso la loro soluzione; si tratta nondimeno di un passo importante.

Alcuni limitati progressi sono stati anche compiuti verso il superamento delle disparità di opinione sulle procedure appropriate da applicare alla gestione e risoluzione delle crisi di liquidità e del debito di mutuatari sovrani. Tali problematiche sono tornate alla ribalta in occasione del recente sostegno fornito dal Fondo all'Argentina e alla Turchia. Vi sono stati inoltre vari esempi nel periodo in esame che indicano come la ristrutturazione del debito sovrano, almeno per quanto riguarda le obbligazioni emesse da paesi minori, potrebbe essere gestita con maggior successo di quanto ci si attendesse in passato se vi fosse la volontà di accogliere clausole di "uscita" e di "azione collettiva" negli esistenti contratti obbligazionari. Poiché sembra essere aumentata la possibilità di pervenire a soluzioni ordinate con una forte partecipazione del settore privato, queste esperienze potrebbero essere servite a loro volta a spostare l'ago della bilancia, anche se solo di poco, in favore di un approccio meno interventista alle crisi debitorie sovrane.

## II. Gli andamenti nei paesi industriali

### Aspetti salienti

Le condizioni macroeconomiche nei paesi industriali sono cambiate nettamente nel corso del 2000. Dopo una forte espansione nel primo semestre, la crescita del prodotto negli Stati Uniti ha subito un brusco rallentamento durante il secondo. La flessione è stata trainata da una correzione delle scorte e dai minori investimenti in attrezzature ad alta tecnologia. Essa si è propagata rapidamente dagli Stati Uniti ad altri paesi e regioni, in particolare alle economie emergenti dell'Asia basate sulle esportazioni elettroniche. In presenza di un ristagno delle vendite all'estero e di una debole domanda interna, il prodotto in Giappone ha registrato un calo. Grazie anche a un settore societario meno indebitato e a un sistema bancario più solido, l'area dell'euro ha dato prova di maggiore resilienza di fronte al rallentamento. Tuttavia, le prospettive a breve per l'economia globale sono al momento particolarmente incerte. Un fattore strutturale, di importanza critica, riguarda la natura dei guadagni di produttività negli Stati Uniti. Se l'impennata nella crescita della produttività del lavoro durante gli ultimi anni è il frutto di miglioramenti strutturali in grado di diffondersi ad altri paesi e di sospingere i profitti futuri, vi è una maggiore probabilità che il rallentamento sia modesto e di breve durata.

Lo scorso anno ha destato una piacevole sorpresa il fatto che l'inflazione sia rimasta moderata nonostante la forte crescita del prodotto nel primo semestre e il rincaro del petrolio. L'inflazione è stata tendenzialmente inferiore al previsto per tutti gli anni novanta, malgrado le maggiori pressioni della domanda e il calo dei tassi di disoccupazione. Mentre le politiche monetarie orientate alla stabilità hanno svolto un ruolo importante nell'ancorare le aspettative inflazionistiche, sulla dinamica dei prezzi hanno influito anche altri fattori temporanei e forse reversibili.

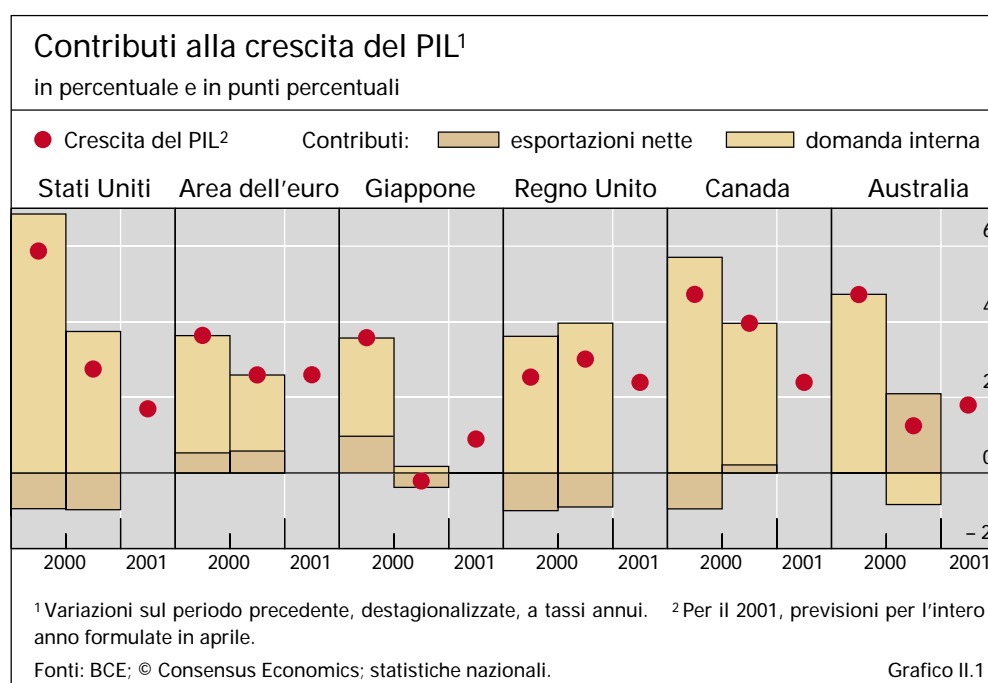
L'ulteriore ampliamento di taluni squilibri finanziari nelle principali economie solleva diversi interrogativi. Negli Stati Uniti il risparmio negativo del settore privato è aumentato a oltre il 6% del PIL, dilatando il disavanzo esterno corrente e suscitando dubbi in merito alla sostenibilità del conseguente accumulo di debito di questo settore. In Giappone i timori di non sostenibilità si sono incentrati sul settore pubblico, il cui debito – dopo svariati anni di disavanzi sempre più elevati – ha superato il 120% del PIL; al tempo stesso, il persistere delle incertezze circa la solidità del sistema bancario e la crescente eccedenza di risparmio privato spiegano in parte la perdurante debolezza nella crescita della domanda interna. Nell'area dell'euro, viceversa, lo scorso anno si è assistito a una graduale convergenza verso lo zero dei saldi finanziari dei settori pubblico e privato.

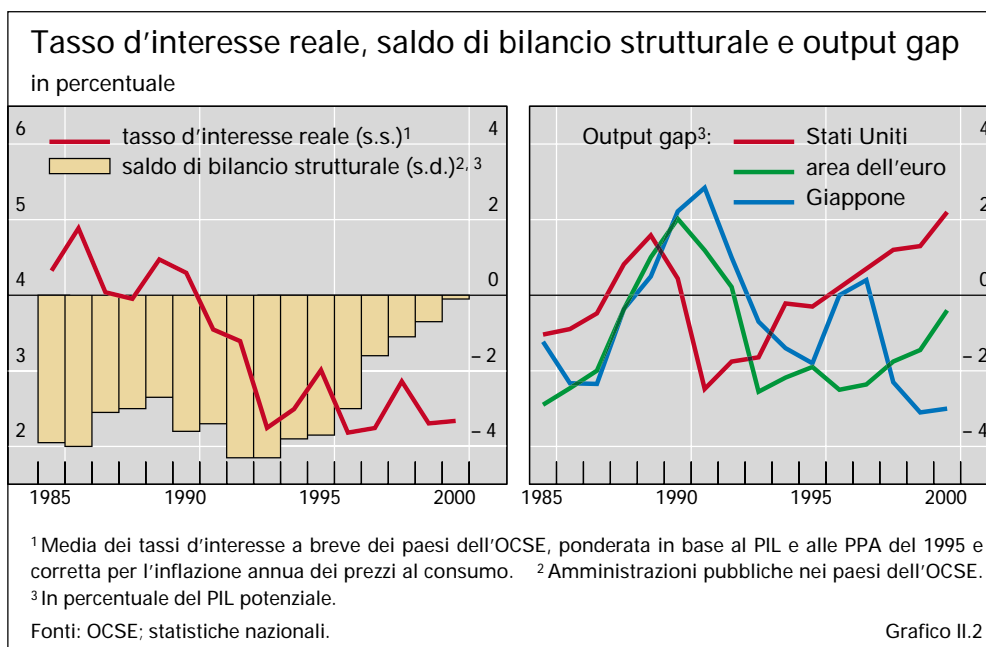
È inoltre degno di nota il fatto che l'investimento nazionale pare essere divenuto sempre più indipendente dal risparmio nazionale, specie in Europa. Ciò potrebbe indurre a ritenere che i mercati finanziari internazionali abbiano allentato l'attenzione sugli squilibri esterni in quanto tali, propendendo per un'allocazione del capitale maggiormente incentrata sui paesi con migliori prospettive di rendimento.

### Sostenuta attività economica nel primo semestre 2000

Forte crescita trainata dalla domanda USA

Sospinta da una forte domanda interna, segnatamente negli Stati Uniti e in altri paesi anglofoni, la crescita annua del prodotto nelle economie industriali è aumentata nel primo semestre 2000 a quasi il 5% (grafico II.1), il ritmo di espansione più rapido dalla fine degli anni ottanta. Analogamente agli anni precedenti, la crescita della domanda USA è stata indotta principalmente dai consumi, alimentati dai considerevoli incrementi del reddito derivanti da una situazione favorevole del mercato del lavoro e da cospicui guadagni di ricchezza. Di riflesso al basso costo del capitale e all'elevata redditività attesa, anche la crescita degli investimenti è stata consistente. Questi ultimi sono aumentati rapidamente pure in Canada, mentre in Australia la spesa per consumi e per l'edilizia residenziale è accelerata nettamente in previsione di una nuova struttura di imposizione indiretta in vigore dal 1° luglio. La crescita del prodotto nel Regno Unito è stata più moderata, benché ancora sufficientemente elevata da ampliare l'output gap positivo stimato. La spesa delle famiglie, favorita da miglioramenti sul versante dell'occupazione, è stata la componente della domanda in più rapida espansione. Per contro, gli investimenti delle imprese sono rallentati dopo il sensibile incremento dell'anno precedente.





Anche l'area dell'euro ha registrato una forte espansione nella prima metà del 2000. Quantunque il tasso medio annuo di crescita, pari al 3½%, si sia collocato ben al disotto di quello degli Stati Uniti, esso rappresenta nondimeno un netto miglioramento rispetto agli anni novanta. Sostenute da un cambio competitivo e dalla situazione mondiale favorevole, le esportazioni nette hanno non solo fornito un contributo positivo alla crescita, ma anche stimolato la spesa per investimenti. Oltre a ciò, con un aumento dell'occupazione di oltre il 2% su base annua e un calo nel numero dei disoccupati, i consumi privati hanno costituito un ulteriore fattore propulsivo. Altri paesi europei hanno parimenti registrato una robusta espansione nel semestre in esame. Il prodotto si è incrementato di quasi il 4% in Svizzera, dove gli investimenti delle imprese sono stati particolarmente vivaci. Il tasso di crescita è stato elevato anche in Svezia, grazie allo stimolo fiscale e alle favorevoli condizioni del mercato del lavoro. In Norvegia è continuato il rilancio della crescita in atto dalla metà del 1999, dovuto principalmente alle esportazioni nette e al recupero di ragioni di scambio conseguito grazie ai più alti prezzi petroliferi; tuttavia, di fronte a un'economia che stava raggiungendo (o addirittura superando) il pieno impiego, si è reso necessario inasprire la politica monetaria per frenare le pressioni inflazionistiche.

Il Giappone è tornato a tassi positivi di crescita dopo la recessione del 1998 e il ristagno del 1999. Propiziate dal boom negli Stati Uniti e dalla forte ripresa delle economie emergenti dell'Asia, le esportazioni nette hanno contribuito al PIL totale per l'1%. Inoltre, i migliori profitti hanno stimolato gli investimenti fissi delle imprese, in particolare attrezzature e impianti high-tech. Anche gli investimenti pubblici sono aumentati, per effetto della manovra di bilancio adottata verso la fine del 1999. Nonostante gli schemi di finanziamento con garanzia governativa a favore di piccole e medie imprese, il credito al settore privato ha continuato a ridursi. In aggiunta, la persistente incertezza circa le prospettive occupazionali, nonché i timori a riguardo delle future

Crescita sostenuta anche nell'Europa continentale

Ritorno a una crescita positiva in Giappone

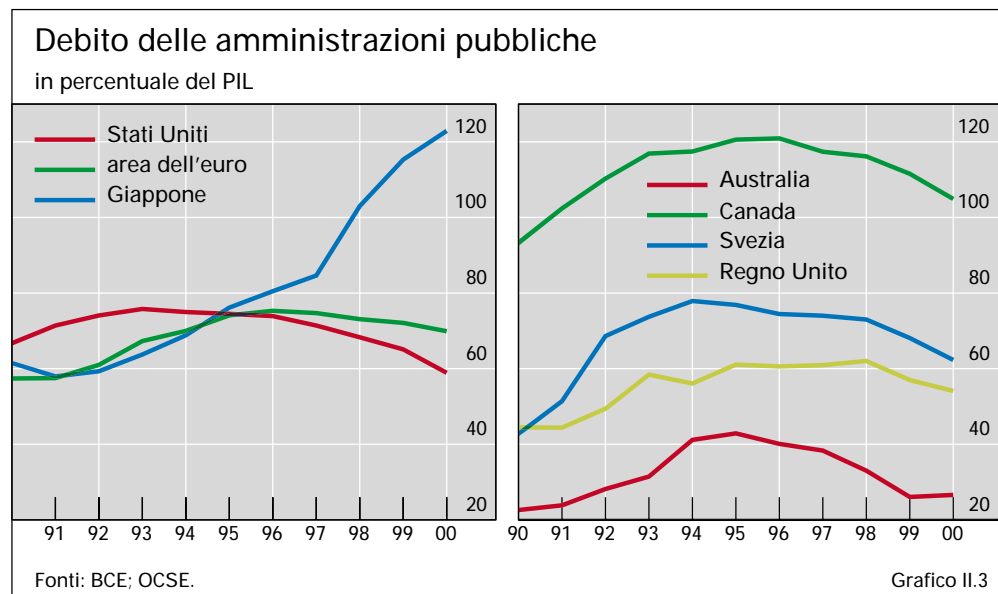
prestazioni previdenziali, sociali e sanitarie hanno frenato la crescita della spesa delle famiglie.

Crescita favorita dalla combinazione delle politiche ...

Nella maggior parte dei paesi industriali la crescita è stata favorita da una combinazione di più solidi conti pubblici e tassi d'interesse reali relativamente contenuti (grafico II.2). Malgrado l'inasprimento monetario nelle tre aree economiche principali, i tassi d'interesse reali a breve sono rimasti bassi, specie se raffrontati al vigore della domanda. Quelli a lungo termine sono stati soltanto di poco superiori e hanno persino subito un calo in corso d'anno. Il consolidamento fiscale e la risultante minore incidenza del debito pubblico hanno indubbiamente contribuito a questo risultato, ridando spazio agli investimenti privati. Negli Stati Uniti un progressivo miglioramento del saldo di bilancio ha determinato una diminuzione del rapporto debito pubblico/PIL (grafico II.3). Le entrate pubbliche nell'area dell'euro hanno tratto beneficio sia dal rafforzamento della crescita sia da proventi straordinari (come la vendita delle licenze UMTS). Ciò ha determinato un sostanziale equilibrio nei conti pubblici, i quali – dato il colmarsi dell'output gap – sono risultati in linea con il Patto di stabilità e crescita, consentendo così ad alcuni dei principali paesi di proseguire sul cammino delle riforme fiscali e di abbassare le imposte. La riduzione del debito è stata una caratteristica preminente dell'evoluzione della finanza pubblica anche in Regno Unito, Canada, Australia e Svezia. In Giappone, per converso, l'incidenza del debito è aumentata ulteriormente; il basso livello dei tassi d'interesse può quindi ricondursi essenzialmente all'ampio risparmio privato e a una politica monetaria accomodante.

... e dalle favorevoli condizioni dei mercati finanziari

Nell'evoluzione positiva della crescita sono intervenute anche le favorevoli condizioni dei mercati delle attività e del credito. Tale fenomeno è stato evidente negli Stati Uniti, ma si è altresì osservato in paesi come Canada, Australia, Paesi Bassi e Svezia. In tutti questi casi i guadagni di ricchezza, congiunti ai bassi tassi d'interesse nominali, hanno fornito alle famiglie il mezzo e l'incentivo per indebitarsi ulteriormente allo scopo di finanziare l'acquisto di beni durevoli e di abitazioni.





## Rallentamento nella seconda metà dell'anno

Nella seconda metà del 2000 sono emersi segnali di un significativo rallentamento (grafico II.1). La crescita dell'economia statunitense è calata nettamente, scendendo ad appena l'1% nel quarto trimestre. Diversi fattori hanno contribuito a tale inversione. In primo luogo, i prezzi petroliferi si sono triplicati dal minimo del 1998, il che ha rappresentato un "prelievo fiscale" equivalente all'1½% del PIL. Non sono del tutto chiare le ragioni per cui i prezzi del greggio siano cresciuti fino a tali vette. Come si può osservare dal grafico II. 4, nel 2000 la domanda mondiale di petrolio è diminuita in relazione all'offerta mondiale in seguito all'aumento delle quote di produzione da parte dei paesi dell'OPEC. Una spiegazione potrebbe essere che, dopo un decennio di investimenti bassi o calanti nel settore dell'energia, la ridotta capacità di raffinazione degli Stati Uniti abbia provocato carenze di idrocarburi leggeri sul mercato nordamericano. Inoltre, le esigue scorte di petrolio e il limitato eccesso di capacità al di fuori dell'Arabia Saudita, unitamente ai forti rincari del gas naturale e alle attese del protrarsi di una crescita sostenuta negli Stati Uniti, potrebbero aver aggiunto una componente speculativa al prezzo di mercato del greggio.

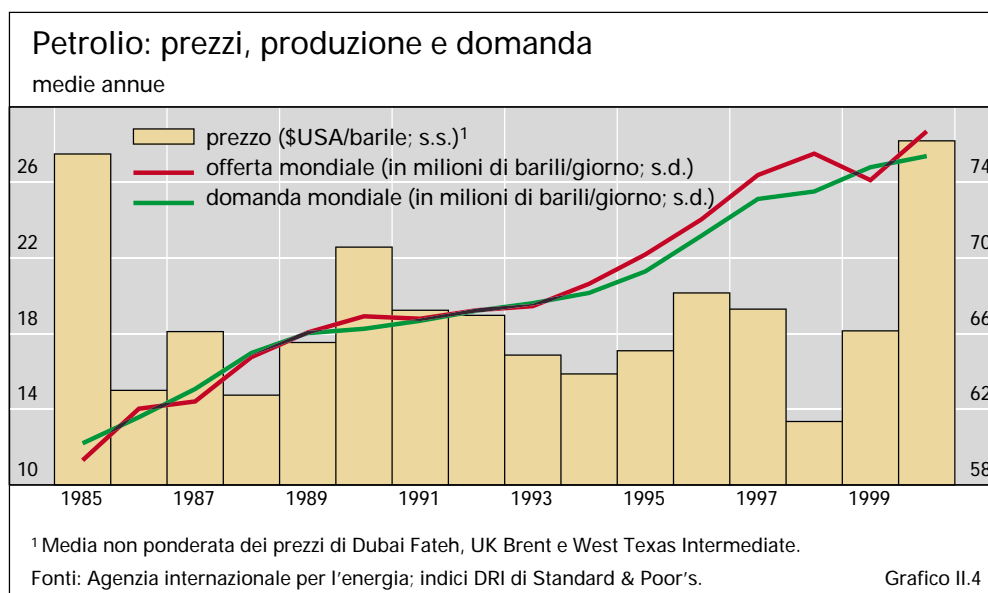
In secondo luogo, il progressivo inasprimento della politica monetaria dalla metà del 1999, insieme alla crescente percezione che gli Stati Uniti fossero prossimi al massimo ciclico, ha causato un sensibile deterioramento dei mercati finanziari e nelle condizioni del credito alle imprese. Come si vedrà nel Capitolo VI, i corsi delle azioni USA sono diminuiti notevolmente dal picco del marzo 2000, provocando perdite di ricchezza per le famiglie e un netto aumento dei costi del finanziamento azionario. Inoltre, un sensibile irrigidimento degli standard creditizi delle banche si è sommato agli effetti dei più ampi spreads sul mercato delle obbligazioni societarie.

In terzo luogo, aspetto forse ancor più importante, vari effetti di acceleratore hanno rinforzato la contrazione dopo che l'economia USA aveva raggiunto il punto di svolta. La domanda di autoveicoli ha subito una

Brusco rallentamento negli Stati Uniti a causa dei rincari petroliferi ...

... delle più stringenti condizioni del credito ...

... e di effetti di acceleratore negativi



netta flessione e i costruttori con un eccesso di giacenze hanno ridotto drasticamente gli ordinativi. Inoltre, allorché le prospettive di profitto sono peggiorate e sono emerse indicazioni di un eccesso di capacità, i piani di investimento aziendale sono stati ridimensionati, specie per quanto riguarda computer e altre attrezzature ad alta tecnologia. In effetti, dopo nove anni di espansione ininterrotta, nel quarto trimestre gli investimenti in questo comparto sono addirittura calati. Per di più, alle perdite di ricchezza si sono associati annunci di ulteriori rilevanti tagli di posti di lavoro, provocando una brusca caduta nella fiducia dei consumatori e frenando la crescita della spesa delle famiglie.

La contrazione si è propagata ad altri paesi ...

Gli osservatori sono stati colti di sorpresa tanto dalla rapidità con cui si sono deteriorate le condizioni economiche negli Stati Uniti, quanto dalla portata e dalla concomitanza del rallentamento in altri paesi. In alcuni casi, il calo potrebbe essere riconducibile a specifici fattori interni (ad esempio, il crollo degli investimenti residenziali in Australia, seguito all'introduzione di una nuova imposta sui beni e servizi) o ai forti legami commerciali con un settore tecnologico USA in fase recessiva (come per le economie emergenti dell'Asia: si veda il Capitolo III). Negli altri casi, tuttavia, gli sviluppi del secondo semestre 2000 hanno per lo più dimostrato come i canali di trasmissione fra i vari paesi non si limitassero alle relazioni commerciali dirette.

... fra cui il Canada ...

Un esempio rilevante a questo riguardo è il Canada. La decelerazione del prodotto nella seconda metà dell'anno sembra senz'altro imputabile a un rallentamento della domanda interna, di fatto diminuita nel quarto trimestre allorché le imprese hanno ridotto drasticamente le scorte e la spesa in conto capitale. Nondimeno, oltre a quelli diretti hanno operato anche canali di trasmissione meno visibili. Infatti, l'aumento delle esportazioni nette è stato soprattutto il risultato delle minori importazioni. Inoltre, i cali degli ordinativi e della produzione sono stati più pronunciati per le società specializzate nell'offerta di componenti ai settori USA maggiormente colpiti dal rallentamento (autoveicoli e telecomunicazioni).

... il Giappone ...

Il Giappone, dove il PIL è diminuito nel secondo semestre, ha presentato una situazione analoga. Le più basse vendite ad altri paesi asiatici e agli Stati Uniti spiegano in parte il calo delle esportazioni nette, ma in misura ancor maggiore vi ha contribuito l'aumento dei volumi delle importazioni in un contesto di rallentamento della domanda interna. La più debole crescita della spesa delle famiglie ha anch'essa avuto un certo ruolo; tuttavia, la principale fonte di deterioramento nelle condizioni della domanda interna è stata la contrazione degli investimenti pubblici. Sebbene gli investimenti delle imprese abbiano continuato a crescere sino a fine anno, l'ultima indagine *Tankan* della Banca del Giappone segnala un significativo peggioramento nel clima di fiducia e nelle aspettative riguardanti la domanda, oltre a sostanziali riduzioni dei programmi d'investimento. Tali riduzioni potrebbero essere acuite da una minore capacità o disponibilità delle banche a concedere prestiti. In presenza di un netto incremento dei fallimenti, lo stock di sofferenze ha ripreso ad aumentare, mentre le banche hanno visto assottigliarsi il loro margine di manovra per stralciare tali poste dal bilancio nel momento in cui le plusvalenze azionarie non realizzate si sono trasformate in perdite. Per ripristinare la

capacità di credito delle banche, le autorità hanno proposto uno schema che le incoraggerebbe a cedere i prestiti verso società in fallimento o quasi. Le autorità hanno inoltre proposto l'istituzione di un nuovo ente con il compito di rilevare fino a un quarto delle partecipazioni possedute dalle banche.

Anche l'area dell'euro ha subito un rallentamento significativo nella seconda metà dell'anno. Tuttavia, esso è stato meno pronunciato che negli Stati Uniti e in Giappone e ha differito notevolmente da paese a paese. Di riflesso all'incidenza delle esportazioni di manufatti e a un calo assoluto dei consumi privati, la crescita del PIL in Germania è diminuita dal 4% nel primo semestre al 2% nel secondo, e anche la fiducia delle imprese si è indebolita. In Francia, per contro, l'attività economica è rinvigorita con il procedere dell'anno, poiché la fiducia dei consumatori è rimasta elevata e le imprese hanno investito a ritmo crescente. In entrambi i paesi i produttori hanno dovuto far fronte a un peggioramento delle prospettive di crescita e a più stringenti condizioni del credito dopo il generale rallentamento del settore tecnologico, che ha visto le azioni telecom europee seguire il calo dei titoli IT statunitensi. Tuttavia le imprese tedesche, che avevano avuto una strategia più aggressiva nell'acquisizione di società USA, sono risultate maggiormente esposte a potenziali perdite di fatturato delle loro affiliate.

Diversi fattori spiegano la resilienza dell'area dell'euro rispetto a Stati Uniti e Giappone. Anzitutto, la robusta domanda interna, un settore societario non oltremodo indebitato e la solidità del settore finanziario hanno permesso all'area dell'euro di fronteggiare meglio del Giappone gli sfavorevoli shock esterni. In secondo luogo, l'interscambio commerciale dell'area dell'euro con gli Stati Uniti e i paesi asiatici emergenti è inferiore a quello nipponico e ha probabilmente beneficiato dell'ulteriore crescita dei flussi commerciali e finanziari infra-area. In terzo luogo, benché l'inflessione degli indici azionari nell'area dell'euro sia stata persino più pronunciata che negli Stati Uniti, l'impatto sulla spesa delle famiglie e sugli investimenti è stato moderato sia perché la quota di azioni nei portafogli delle famiglie è molto più contenuta, sia perché le imprese si avvalgono in misura maggiore degli utili non distribuiti e dei prestiti bancari per finanziare i loro investimenti. Questa differenza negli effetti di ricchezza spiega in parte le ragioni per cui nell'area dell'euro la fiducia dei consumatori sia rimasta elevata. Infine, nella maggior parte dei paesi dell'area la produzione di attrezzature high-tech ha meno rilevanza che negli Stati Uniti e nelle economie emergenti dell'Asia, e la crescita dei loro investimenti in questo comparto è stata solo modesta. Di conseguenza, se si escludono impianti e servizi di telecomunicazione, per l'area dell'euro il rischio di potenziali ridimensionamenti dello stock di capitale e del livello di indebitamento delle imprese è stato minore.

Anche in altri paesi europei il calo è stato contenuto. Nonostante un certo indebolimento verso la fine del 2000 e un interscambio commerciale relativamente elevato con gli Stati Uniti, la crescita nel Regno Unito è addirittura aumentata nella seconda metà dell'anno, grazie principalmente al vigore della domanda di consumi e a una politica fiscale espansiva. Anche in Svizzera la robusta spesa delle famiglie, insieme a una dinamica eccezionalmente positiva del mercato del lavoro, ha limitato il rallentamento indotto dall'estero. La

... e l'area dell'euro

Resilienza dell'area dell'euro

Andamenti in altri paesi

crescita è calata più sensibilmente in Svezia, per effetto di un settore tecnologico relativamente ampio e della maggiore incidenza delle esportazioni verso gli Stati Uniti; per giunta, con oltre la metà delle famiglie che investe in titoli azionari, il paese presenta un'esposizione alle oscillazioni di borsa fra le più elevate d'Europa.

## Recenti dinamiche dell'inflazione

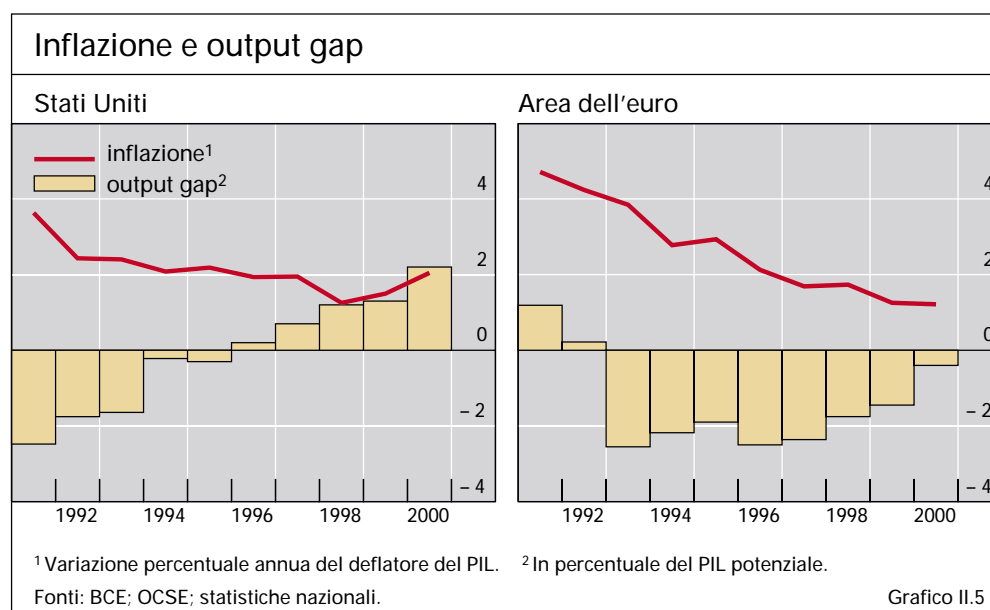
Soltanto moderate pressioni inflazionistiche nel 2000

I paesi industriali hanno subito solo un moderato incremento delle pressioni inflazionistiche nel 2000, nonostante la rapida crescita del prodotto e le più alte quotazioni del petrolio. Se l'inflazione misurata dall'indice generale dei prezzi (IPC) è salita al 2¼%, quella di base è variata solo di poco, e l'aumento del deflatore del PIL – la più ampia misura dell'inflazione – è stato di appena l'1¼%. Questo valore supera leggermente il dato per il 1999 ma è ben al disotto della media degli anni novanta. Gli Stati Uniti hanno registrato aumenti dei prezzi lievemente superiori alla media, mentre nell'area dell'euro il deprezzamento del cambio ha acuito l'impatto dei rincari petroliferi. In alcuni altri paesi le imposte indirette hanno determinato forti aumenti una tantum del livello dei prezzi. Per contro, l'inflazione nel Regno Unito si è situata al disotto dell'obiettivo per quasi tutto l'anno. In Giappone i prezzi hanno seguito a calare, contribuendo alla divergenza dei tassi d'inflazione fra i paesi industriali in atto dal 1997.

La bassa inflazione degli anni novanta può essere riconducibile ...

Il favorevole andamento dell'inflazione nell'anno passato ha confermato nuovamente la tendenza a sovrastimare le future variazioni dei prezzi osservata per tutti gli anni novanta. Infatti, un'insolita caratteristica dell'evoluzione economica è stata la misura in cui i prezzi hanno continuato a rallentare in un contesto di attività per lo più crescente e di condizioni più tese sui mercati del lavoro (grafico II.5).

Oltre che alle politiche monetarie aventi la stabilità dei prezzi come obiettivo preminente, le spiegazioni della recente performance dell'inflazione possono



essere ricondotte a tre categorie di massima. Secondo la prima categoria, taluni fattori incidenti sul processo inflazionistico sono cambiati *permanentemente*. Di conseguenza, i modelli tradizionalmente impiegati dagli economisti per prevedere l'inflazione non sarebbero più applicabili. Speculare a questa vi è la teoria secondo cui i modelli tradizionali conservano la loro validità fintantoché tengono conto dei vari shock *temporanei*, ed eventualmente reversibili, dal lato dell'offerta. Le spiegazioni della terza categoria, essenzialmente un ibrido delle prime due, presumono che i modelli tradizionali valgano ancora, ma alcune delle determinanti fondamentali si sono modificate, producendo spostamenti duraturi, ancorché non permanenti, nel comportamento dell'inflazione.

Nella prima categoria rientra la tesi secondo cui il maggiore influsso delle forze di mercato ha migliorato e continua a migliorare il trade-off fra crescita e inflazione. Nei mercati meno regolamentati dei prodotti le imprese sono probabilmente confrontate con curve della domanda più elastiche, che le incentivano o le costringono sia ad abbassare i margini sia a intensificare gli sforzi per ridurre i costi. Analogamente, si potrebbe asserire che i progressi nel commercio elettronico e nella diffusione dei dati vadano modificando le modalità di funzionamento dei mercati competitivi. Di fatto, anche le funzioni di offerta sono divenute più sensibili ai movimenti dei prezzi, con implicazioni durevoli sulle politiche di pricing delle imprese. Oltre a ciò, vi sono crescenti indicazioni che i vari cambiamenti strutturali hanno contribuito a ridurre l'inflazione e che tali cambiamenti perdureranno. In Europa si sono osservate drastiche riduzioni di prezzo nelle imprese di pubblica utilità (specie nei settori delle telecomunicazioni e dell'energia) in seguito alla deregolamentazione e alla privatizzazione. Inoltre, la creazione di un mercato unico con una valuta comune ha progressivamente rafforzato le forze concorrenziali nell'intera area dell'euro. Anche in Giappone l'inflazione negativa viene spesso ascritta agli effetti delle ristrutturazioni e della liberalizzazione, oltre che ai progressi tecnologici e a una maggiore apertura alle importazioni.

Passando alla seconda categoria di spiegazioni, taluni hanno affermato che il modello tradizionale della curva di Phillips ricalca abbastanza bene l'inflazione purché si tenga conto del sensibile calo dei prezzi delle materie prime durante gli anni novanta. Altri hanno sottolineato l'esigenza di considerare anche ulteriori shock di prezzo o di offerta, pur se temporanei, come ad esempio la forte diminuzione dei prezzi dei computer e, nel caso degli Stati Uniti per gran parte dello scorso decennio, il modesto aumento dei costi per l'assistenza sanitaria e la correzione degli errori per eccesso nel tasso d'inflazione misurato. Prescindendo dalle incertezze circa l'esatta portata di questi fattori, un'implicazione è che gli shock che determinano andamenti favorevoli dell'inflazione sono solo transitori e possono senz'altro subire un'inversione. In effetti, l'aumento dei prezzi petroliferi a partire dal 1998 dimostra come i benefici derivanti da favorevoli ma temporanei shock di offerta possano essere vanificati. Parimenti, alcuni dei cambiamenti nel comportamento dei salari, di cui si tratterà più avanti, potrebbero rivelarsi soltanto provvisori e reversibili. Ciò contrasta nettamente con l'antitetica visione della nuova economia, secondo cui la bassa inflazione rappresenta un mutamento più fondamentale e duraturo nel processo di formazione dei salari e dei prezzi.

... al migliore  
funzionamento dei  
mercati dei beni ...

... e all'influsso  
di fattori  
più temporanei

Fra le altre spiegazioni figurano un calo del NAIRU ...

Nella sua formulazione più semplice, le spiegazioni della terza categoria attribuirebbero la bassa inflazione degli anni novanta al calo del tasso strutturale di disoccupazione (non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU) osservato in diversi paesi. La principale differenza rispetto alla categoria precedente è che la variazione del NAIRU è permanente anziché temporanea. Il modello tradizionale resta comunque valido, e la riduzione dell'inflazione è osservabile solo fintantoché il tasso effettivo di disoccupazione non ha raggiunto il nuovo e più basso livello del tasso strutturale. I cali del NAIRU sono spesso attribuiti a un maggiore influsso delle forze di mercato. Il funzionamento dei mercati del lavoro è migliorato notevolmente nei paesi anglofoni e, più di recente, anche in alcune economie dell'Europa continentale. Sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito il tasso di disoccupazione è sceso al disotto dei livelli che venivano in passato associati a un aumento della pressione salariale. Del pari, gli spettacolari progressi sul fronte occupazionale e il calo della disoccupazione nei paesi dell'Europa continentale si sono finora accompagnati solo a un lieve aumento delle pressioni salariali.

... la più forte crescita della produttività ...

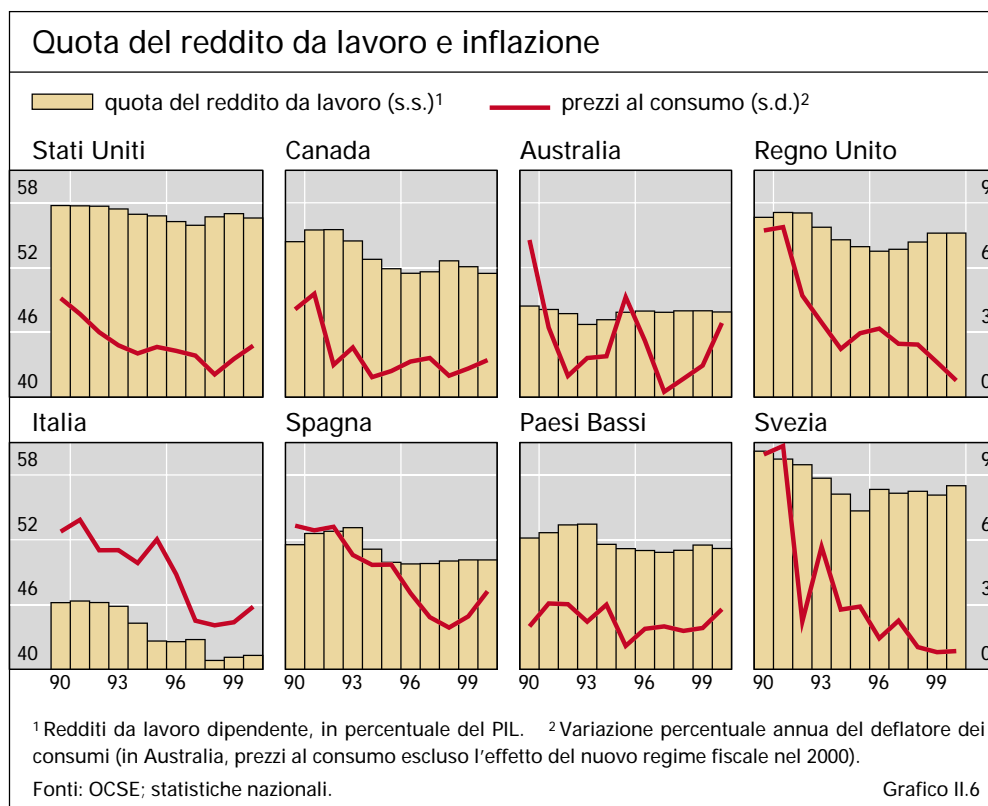
Altre spiegazioni di come le determinanti dell'inflazione possano essere cambiate si basano sul modo in cui la tecnologia dell'informazione ha modificato le tradizionali relazioni fra operatori economici. Il cambiamento di questo tipo citato forse più di frequente è l'accelerazione della crescita della produttività negli Stati Uniti e in alcuni altri paesi nel corso degli anni novanta (si veda oltre). In simmetria con il NAIRU, una durevole maggiore crescita della produttività determina una riduzione dell'inflazione solo fino a quando la domanda non ha raggiunto il nuovo e più elevato livello di prodotto potenziale. Tale spiegazione presume inoltre che gli utili attesi non aumentino in modo tale che l'espansione della domanda sopravanzi quella del prodotto, come accaduto negli Stati Uniti agli inizi del 2000.

... e un regime di bassa inflazione

Un'ulteriore serie di ipotesi postula che il comportamento dell'inflazione dipende dal livello effettivo dell'inflazione stessa. In particolare, in un regime di bassa inflazione con politiche monetarie orientate alla stabilità dei prezzi, le aspettative tendono a essere meglio ancorate e l'inflazione, quindi, più viscosa. Secondo tale opinione, l'erosione della capacità delle imprese di aumentare i prezzi oltre il tasso atteso d'inflazione e la più bassa traslazione dei costi sui prezzi sono principalmente il frutto di una minore persistenza dell'inflazione effettiva. Pertanto, in periodi di bassa inflazione lavoratori e imprese ignorano in parte le pressioni al rialzo sull'inflazione corrente nel determinare salari e prezzi futuri. Analogamente, sempre in un contesto di bassa inflazione, è più probabile che le variazioni del tasso di cambio siano considerate temporanee e reversibili, con il risultato che i prezzi interni divengono meno sensibili agli shock valutari. Le esperienze del Canada fra il 1991 e il 1993, di Italia, Regno Unito e Svezia in seguito alla crisi degli AEC nel 1992 e dell'Australia all'indomani della crisi asiatica e nuovamente lo scorso anno indicano che la traslazione delle variazioni del cambio è effettivamente diminuita nel corso dell'ultimo decennio circa.

Molteplici fattori alla base della dinamica inflazionistica

Alla luce di ciò, non è possibile attribuire il favorevole andamento dell'inflazione negli anni novanta a un singolo fattore. Esso sembra piuttosto la risultante di molteplici fattori e del modo in cui questi hanno interagito.



Molti osservatori hanno focalizzato l'attenzione sulla perdita di potere delle imprese nel determinare i prezzi (e sui minori margini) in mercati nazionali e internazionali sempre più competitivi. Se però questo fosse l'unico cambiamento, un'inflazione bassa e stabile avrebbe dovuto accompagnarsi a un aumento della quota del reddito da lavoro; invece, quest'ultima è stata costante o tendenzialmente decrescente per gran parte dello scorso decennio (grafico II.6). Di fatto, un'osservazione degna di nota è che, in tutti i paesi raffigurati nel diagramma, i tassi d'inflazione e la quota dei salari mostrano una forte correlazione positiva.

Una spiegazione plausibile del calo tendenziale nella quota del reddito da lavoro potrebbe consistere in una variazione del potere contrattuale relativo sui mercati dei prodotti e del lavoro. A differenza di quanto accadeva negli anni settanta e ottanta, oggi non sono più i venditori a predominare su entrambi questi mercati. Come già notato, infatti, le imprese (in quanto venditrici) hanno perso il loro potere di fissazione dei prezzi sui mercati dei prodotti; al tempo stesso, i lavoratori hanno perso gran parte di tale potere sui mercati del lavoro a causa dell'abolizione o dell'allentamento di talune regolamentazioni e restrizioni, della minore sindacalizzazione delle forze di lavoro e, in alcuni casi, anche dell'elevata disoccupazione. In tale contesto, gli shock sfavorevoli (ad esempio, più alti prezzi all'importazione) hanno probabilmente un impatto soltanto modesto sull'inflazione, poiché le imprese da un lato non possono traslare i maggiori costi sui prezzi, e dall'altro hanno il potere di opporsi a richieste salariali compensative. Analogamente, un incremento autonomo della crescita della produttività determinerà essenzialmente una

I cambiamenti nel potere di mercato relativo modificano la reazione agli shock

riduzione dei prezzi e un connesso aumento dei salari reali, senza aggiustamenti nella dinamica di quelli nominali.

## Tendenza della produttività e prospettive per l'economia mondiale

Questioni connesse alla crescita della produttività

Se l'andamento soddisfacente dell'inflazione negli Stati Uniti e in altri paesi industriali ha ampliato il margine disponibile per politiche economiche espansive, un altro fattore che può influire sulla gravità e sulla durata della decelerazione in atto è la natura della dinamica recente della produttività. Vi sono tre interrogativi fondamentali. La più rapida crescita della produttività negli Stati Uniti è riscontrabile anche in altri paesi? In che misura tale accelerazione è stata causata dagli investimenti in capitale informatico e dagli sviluppi nel settore dell'alta tecnologia? Qual è l'entità della componente ciclica del recente forte miglioramento della produttività del lavoro?

Guadagni di produttività negli Stati Uniti e in Australia

Per quanto riguarda la dinamica della produttività in altre economie industriali, nella seconda metà degli anni novanta l'Australia è l'unico paese ad aver registrato un incremento della produttività del lavoro maggiore di quello statunitense (tabella II.1). È inoltre l'unico, all'infuori degli Stati Uniti, in cui la produttività del lavoro ha segnato un'accelerazione rispetto alla prima metà degli anni novanta e al decennio precedente. Va altresì notato che in entrambi questi paesi l'accelerazione misurata dall'incremento della produttività multifattoriale (ossia dell'espansione della produzione che non può essere attribuita ad aumenti degli input lavoro e capitale) è da ricondurre al più forte tasso di progresso tecnologico, e potrebbe perciò risultare più duratura. Il contributo dell'intensità di capitale (ossia dell'incremento di capitale per occupato),

Variazioni della produttività del lavoro nel settore delle imprese									
	Produzione oraria	di cui:		Produzione oraria	di cui:		Produzione oraria	di cui:	
		capitale <sup>1</sup>	pmf <sup>2</sup>		capitale <sup>1</sup>	pmf <sup>2</sup>		capitale <sup>1</sup>	pmf <sup>2</sup>
	1996-99			1990-95			1981-89		
tassi annui, in percentuale e punti percentuali									
Australia	3,1	1,0	2,1	1,8	0,6	1,2	1,5	0,5	1,0
Stati Uniti	2,3	0,5	1,8	1,0	0,2	0,8	1,3	0,2	1,1
Germania	2,1	1,0	1,1	2,2	1,2	1,0	...	...	...
Giappone	2,1	1,2	0,9	2,9	1,6	1,3	3,1	1,1	2,0
Svizzera	1,9	1,0	0,9	0,7	1,2	-0,5	...	...	...
Svezia	1,7	0,6	1,1	2,1	0,9	1,2	1,5	0,6	0,9
Francia	1,6	0,5	1,1	2,3	1,4	0,9	3,4	1,1	2,3
Regno Unito	1,5	0,5	1,0	1,8	0,6	1,2	3,4	0,5	2,9
Norvegia	1,4	0,3	1,1	3,2	0,7	2,5	1,4	0,9	0,5
Canada	0,9	0,6	0,3	1,4	1,1	0,3	1,4	1,3	0,1
Danimarca	0,9	0,6	0,3	3,7	1,3	2,4	2,5	...	...
Italia	0,7	0,8	-0,1	2,7	1,4	1,3	2,3	0,9	1,4
Paesi Bassi	0,4	-0,2	0,6	2,9	0,9	2,0	3,4	...	...
Spagna	0,4	0,3	0,1	2,6	2,0	0,5	3,9	...	...

<sup>1</sup> Intensità di capitale. <sup>2</sup> Produttività multifattoriale.  
 Fonte: US Federal Reserve Bulletin, ottobre 2000 (sulla base di dati OCSE). Tabella II.1



sebbene dipenda in parte dai dati utilizzati (si veda oltre), pare essere stato più modesto.

In tutti i paesi dell'area dell'euro compresi nella tabella la crescita della produttività del lavoro è rallentata nella seconda metà degli anni novanta. La flessione è stata più pronunciata nei paesi (Francia, Italia, Paesi Bassi e Spagna) che hanno conseguito i maggiori risultati nel migliorare il funzionamento dei mercati del lavoro e nel promuovere la crescita dell'occupazione. In Francia, la creazione di posti di lavoro sembra essere stata favorita dalla riduzione dei contributi previdenziali per la manodopera poco specializzata. L'Italia, la Spagna e i Paesi Bassi hanno abbassato i proibitivi costi di licenziamento e facilitato l'impiego di personale a tempo determinato e a tempo parziale. Il successo di tali provvedimenti è un fatto positivo, ma l'altra faccia della medaglia è stato un netto aumento dell'intensità del lavoro con un corrispondente calo del tasso di crescita della produttività di questo fattore. Anche i paesi nordici possono essere inclusi in questo gruppo di economie, mentre gli andamenti in Svizzera sono di più difficile interpretazione. Questo paese è infatti riuscito nell'arco di appena tre anni a ridurre il tasso di disoccupazione da oltre il 5% a meno del 2%; ciò nonostante, diversamente da quanto avvenuto nell'area dell'euro, la crescita della produttività è di fatto aumentata rispetto alla prima metà degli anni novanta.

Alla minore crescita della produttività fanno riscontro mercati del lavoro più efficienti in Europa

Oltre agli effetti delle riforme del mercato del lavoro, il più lento ritmo di crescita della produttività multifattoriale e del lavoro nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti può essere dovuto al diverso impatto della rivoluzione informatica. Gli Stati Uniti hanno beneficiato in misura ben superiore della produzione e dell'utilizzo di apparecchiature ad alta tecnologia. Inoltre, le condizioni fortemente competitive sul mercato statunitense hanno indubbiamente accresciuto i vantaggi derivanti dall'innovazione tecnologica. L'Europa invece, oltre ad avere mercati meno competitivi, è anche meno avanzata sul piano della produzione informatica e dell'utilizzo di apparecchiature high-tech. Tuttavia, è ancora possibile attendersi che i paesi europei conseguano una più rapida crescita della produttività nel medio termine, a condizione che continuino a liberalizzare i mercati dei prodotti e del lavoro e che imitino il processo di innovazione degli Stati Uniti.

La rivoluzione informatica

Nel Regno Unito e in Canada il tasso di crescita della produttività del lavoro è diminuito, probabilmente a causa del fatto che gli effetti della deregolamentazione del mercato del lavoro hanno più che compensato quelli generati dall'aumento della spesa in conto capitale. Anche in Giappone i guadagni di produttività sono rallentati, sia nel corso degli anni novanta che rispetto al decennio precedente. Ciò era forse prevedibile dato il basso tasso di crescita del prodotto negli ultimi dieci anni. Ma gran parte del rallentamento della produttività del lavoro è riconducibile a un tasso di progresso tecnologico apparentemente più basso (ovvero un aumento della produttività multifattoriale) e potrebbe perciò risultare di più lunga durata. Per converso, il contributo dell'intensificazione del capitale si è invece mantenuto relativamente stabile.

Crescita della produttività in altri paesi

Il punto centrale della seconda questione (il ruolo del settore informatico e degli investimenti di questo tipo negli Stati Uniti) è che il maggiore contributo fornito dall'intensità di capitale durante la seconda metà degli anni novanta

Ruolo del settore e degli investimenti IT negli USA

può essere interamente spiegato dagli investimenti in tecnologie informatiche (tabella II.2). Il contributo degli altri investimenti nel settore delle imprese (impianti e strutture non informatiche) si è mantenuto su un livello ben inferiore a quello del periodo 1974–1990. Il maggiore contributo fornito dal progresso tecnologico pare essersi diviso in ugual misura fra i produttori e gli utilizzatori di apparecchiature informatiche. Fra questi ultimi, guadagni di produttività particolarmente ingenti sono stati registrati dal commercio all'ingrosso e al dettaglio e dal settore finanziario. Per contro, la crescita della produttività è diminuita nei comparti dei trasporti e delle telecomunicazioni, nonché in quello della produzione di manufatti non durevoli.

La terza questione (l'entità della componente ciclica della crescita della produttività) è forse la più importante per quanto riguarda le prospettive a breve dell'economia statunitense. Sfortunatamente, è anche quella cui è più difficile rispondere. Molti osservatori stimano che il tasso di crescita potenziale negli Stati Uniti sia salito a circa il 3,5–4%, a fronte del 2–2,5% degli anni ottanta e della prima metà dei novanta. Con un incremento annuo delle forze di lavoro appena superiore all'1%, ciò implicherebbe una crescita costante della produttività del lavoro del 2,5–3%. Tuttavia, questo tasso è stato raggiunto unicamente verso la fine del periodo 1995–2000. Inoltre, per mantenerlo sarebbe necessario che la spesa in conto capitale continuasse a crescere al ritmo rapido registrato fino a metà dello scorso anno. Qualora il tasso di crescita potenziale fosse effettivamente aumentato al 4% circa, i profitti e i corsi azionari poggerebbero su basi più solide. Se di conseguenza la spesa in consumi si ravvivasse, la decelerazione in corso negli Stati Uniti avrebbe durata più breve, comportando forse essenzialmente una correzione delle scorte. Viceversa, se la suddetta stima della crescita di lungo periodo del prodotto e della produttività è errata per eccesso, è probabile che lo siano anche le attuali aspettative di crescita degli utili. In questo tipo di scenario, sia i consumi che gli investimenti rimarrebbero presumibilmente stagnanti e potrebbero addirittura subire un'ulteriore flessione.

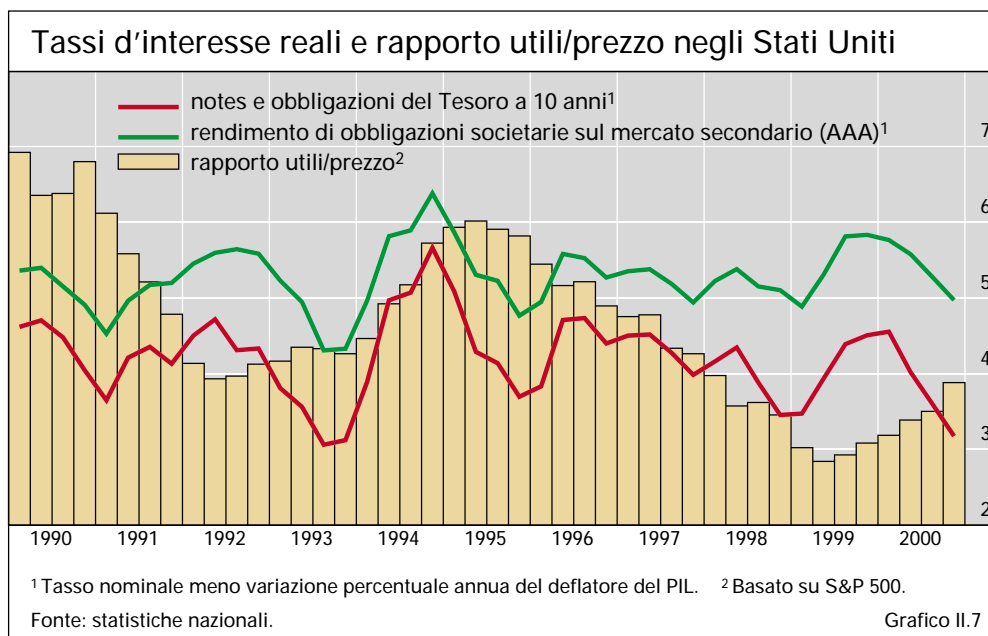
Interrogativi circa il tasso potenziale di crescita negli Stati Uniti

Contributi alla crescita della produttività del lavoro nel settore delle imprese USA non agricole			
	1996–99	1991–95	1974–1990
	tassi annui, in percentuale e punti percentuali		
Produttività del lavoro	2,6	1,5	1,4
Intensità di capitale	1,1	0,6	0,8
Tecnologia informatica <sup>1</sup>	1,0	0,5	0,4
Altri investimenti	0,1	0,1	0,4
Qualità del lavoro	0,3	0,4	0,2
Produttività multifattoriale	1,2	0,5	0,3
Settori ad alta tecnologia <sup>2</sup>	0,7	0,3	0,2
Altri settori	0,5	0,2	0,1

Nota: elaborazioni degli autori sulla base di dati del Bureau of Labor Statistics e del Bureau of Economic Analysis.

<sup>1</sup> Hardware, software e apparecchiature di comunicazione. <sup>2</sup> Computer e semiconduttori.

Fonte: S.D. Oliner e D.E. Sichel, "The resurgence of growth in the late 1990s: Is information technology the story?", *Journal of Economic Perspectives*, autunno 2000. Tabella II.2



Una valutazione della componente permanente o di trend della crescita della produttività del lavoro basata sulle recenti esperienze presenta un altro problema. È possibile infatti che gli elevati livelli della domanda legati al ciclo abbiano stimolato la produttività del lavoro in via solo temporanea. Questo problema è chiaramente manifesto nelle attuali stime, che differiscono ampiamente a seconda delle ipotesi assunte e delle metodologie impiegate. Stando alle stime elaborate dal Council of Economic Advisors statunitense, il miglioramento della produttività del lavoro nel periodo 1995–2000 è quasi interamente strutturale, il che convaliderebbe le ipotesi di una più elevata crescita potenziale del prodotto. Per contro, taluni analisti del settore privato attribuiscono il miglioramento, in una misura compresa fra un terzo e metà, a fattori ciclici. Gli indicatori economici correnti indicherebbero una componente ciclica relativamente importante. L'andamento del grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria corrobora in certa misura la tesi secondo cui l'attività di investimento (specie in apparecchiature ad alta tecnologia) potrebbe ridursi, facendo venir meno un fattore di sostegno al tasso di crescita della produttività del lavoro finora osservato. Nell'ultimo triennio, durante il quale la produzione industriale è cresciuta a un ritmo annuo del 5–6%, il livello di utilizzo della capacità è rimasto al disotto della media di lungo periodo e si è drasticamente ridotto nella seconda metà del 2000 contestualmente al rallentamento della crescita. Inoltre, a causa dei problemi di finanziamento incontrati di recente da numerose società tecnologiche di nuova costituzione, la produttività del lavoro potrebbe risentire negativamente del diminuito tasso di progresso tecnologico, oltre che del minore contributo dell'intensità di capitale. Infine, i più recenti dati sulla crescita della produttività del lavoro danno motivo di preoccupazione. Sebbene la produttività oraria crescesse ancora intorno al 4½% allorché l'economia ha iniziato a rallentare nel 2000, essa è in effetti diminuita nel primo trimestre di quest'anno. Nondimeno, in considerazione della velocità con cui è decelerato il prodotto, nonché dei

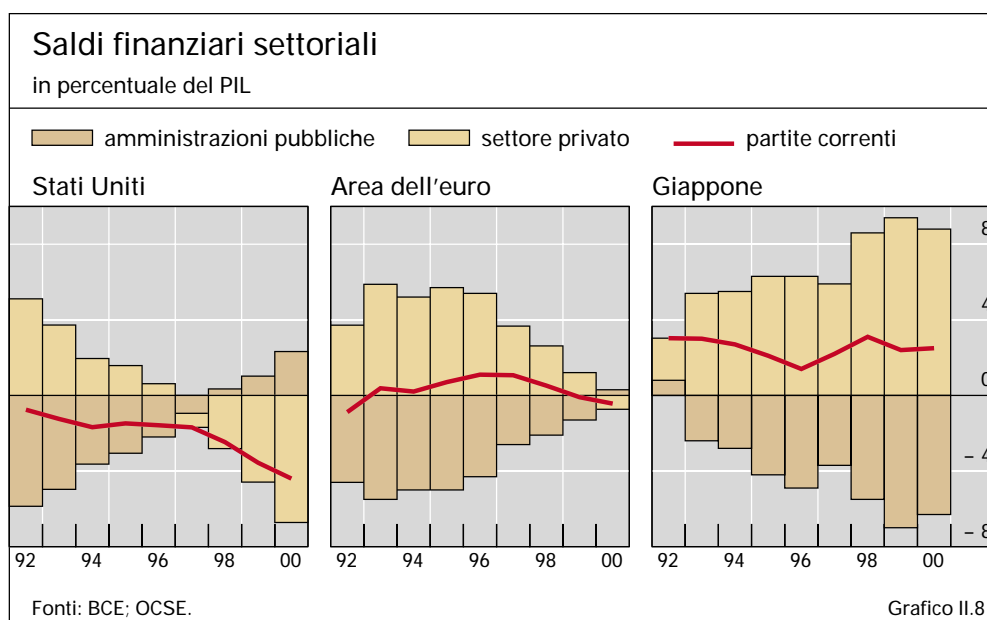
Stime della  
componente ciclica

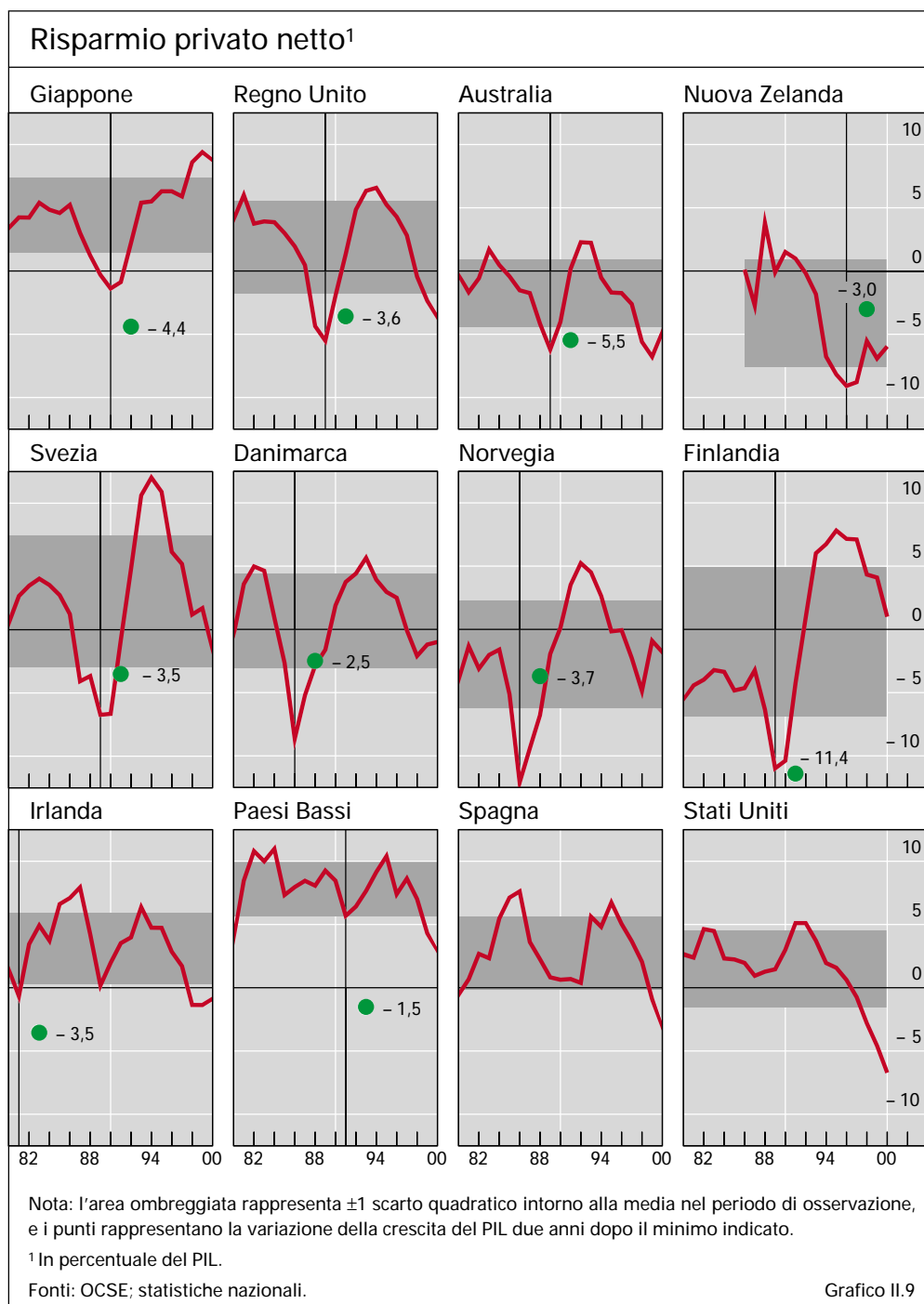
vincoli posti all'aggiustamento dell'occupazione anche in un'economia con un mercato del lavoro flessibile, le ultime cifre forniscono un'indicazione soltanto parziale e imperfetta della crescita della produttività a lungo termine.

Dagli indicatori correnti del mercato finanziario degli Stati Uniti parrebbe che gli investitori, a torto o a ragione, abbiano fatto propria l'ipotesi di una crescita potenziale prossima al 4% (grafico II.7). A seguito della correzione verso il basso dei rapporti prezzo/utigli dall'inizio dello scorso anno, i rendimenti impliciti dei titoli azionari indicherebbero un tasso di crescita di lungo periodo di circa il 3½%, non lontano dalla stima prevalente. Ciò implicherebbe che gli investitori del comparto azionario considerano che il recente ridimensionamento degli utili attesi sia solo temporaneo. L'utilizzo dei tassi obbligazionari reali a lunga come parametro per un'approssimazione della crescita di lungo periodo si rivela più problematico. Il risultato dipende non solo dal tasso nominale applicato, ma anche dalla misurazione delle aspettative di inflazione.

### Saldi finanziari, risparmio e debito

Il rallentamento dell'attività negli Stati Uniti nel secondo semestre 2000 ha fatto sorgere l'interrogativo circa il possibile palesarsi di eccessi e fragilità finora celati dalla rapida espansione degli ultimi anni. Tale problematica va affrontata da diverse angolature. La prima inizia dalla constatazione che, dopo aver segnato una persistente eccedenza negli anni ottanta e nei primi anni novanta, il risparmio netto (ossia, il risparmio al netto degli investimenti) del settore privato è calato nel 2000 a -6½% del PIL (grafici II.8 e II.9). Sebbene tale disavanzo sia stato facilmente finanziato mediante il risparmio dei settori pubblico ed estero, non è escluso che possano comunque emergere problemi. Storicamente, gli anni in cui il risparmio privato netto è sceso a livelli sensibilmente inferiori alla media di lungo periodo (e l'espansione del credito a questo settore è stata particolarmente elevata; si veda il Capitolo VII) sono stati solitamente seguiti da un marcato rallentamento della crescita del PIL





(grafico II.9). Così è avvenuto in Danimarca e Norvegia dopo il 1986, nel Regno Unito, in Australia e in Finlandia verso la fine degli anni ottanta e in Giappone dopo il 1990. Inoltre, anche in altri paesi industriali che lo scorso anno hanno registrato un livello di risparmio privato netto notevolmente inferiore alla media di lungo periodo (Irlanda, Paesi Bassi e Spagna) si sono progressivamente acuiti i timori di surriscaldamento e di squilibri finanziari.

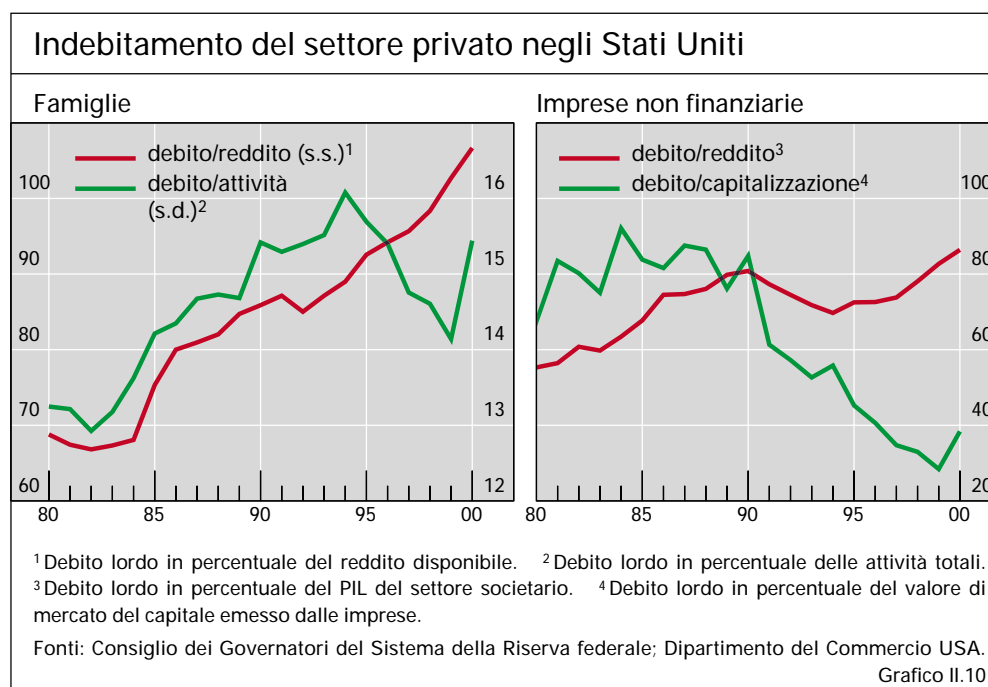
Il disavanzo finanziario del settore privato statunitense si distingue anche per il suo ritmo di crescita, quasi il 12% del PIL dal 1992. Il connesso aumento del debito (grafico II.10) e i timori che una dinamica più lenta del reddito nominale e del cash flow ne potessero rendere problematico il servizio sono

Condizioni di credito più stringenti

stati tra i fattori sia all'origine dell'inasprimento delle condizioni sul mercato del credito sia dei più stringenti standard creditizi imposti dalle banche. Nel 2000 la quota delle banche che hanno inasprito tali standard è stata la più elevata dalla recessione del biennio 1990-91. Inoltre, alla fine dello scorso anno gli spreads sulle obbligazioni societarie risultavano più ampi che al culmine della crisi del 1998 (Capitolo VI). Oltre che dai crescenti livelli di indebitamento, i timori dei detentori di obbligazioni circa il merito di credito di mutuatari un tempo altamente affidabili possono essere stati alimentati dalle più rapide trasformazioni tecnologiche connesse con la nuova economia. Le società che hanno investito massicciamente in apparecchiature high-tech hanno dinanzi a sé incerte prospettive di profitto ed è probabile che non siano in grado di generare flussi di cassa stabili. A ciò si aggiunge il fatto che inizialmente i loro costi di ammortamento aumenteranno di molto, e addirittura in misura esponenziale, qualora le nuove tecnologie rendano di fatto obsoleto il loro stock di capitale.

Andamenti del risparmio nazionale

Ovviamente le tendenze del risparmio netto e del debito privato nelle economie maggiori vanno considerate alla luce delle variazioni intervenute nel risparmio e nell'investimento totale, nonché nella composizione settoriale. In primo luogo, negli Stati Uniti il risparmio nazionale in percentuale del PIL si è mantenuto relativamente stabile durante gli anni novanta. In considerazione dell'andamento tradizionalmente prociclico del risparmio e della rapida espansione del reddito, questa stabilità potrebbe celare un deterioramento del saggio di risparmio sottostante. Pare tuttavia che il più ampio deficit di risparmio aggregato vada per lo più imputato all'esuberanza della spesa per investimenti. Ciò è in netto contrasto con gli andamenti in Giappone, dove l'incertezza riguardo al futuro ha mantenuto il risparmio privato su tassi relativamente elevati, impedendo che a livello aggregato esso calasse altrettanto fortemente quanto gli investimenti. Ancora diverso è il quadro presentato dall'area



Andamento del risparmio delle famiglie								
	in percentuale e punti percentuali							
	Canada	Svezia	Finlandia	Stati Uniti	Italia	Nuova Zelanda	Danimarca	Regno Unito
Massimo anni '90 (anno)	13,2 (1991)	11,5 (1993)	10,0 (1992)	8,7 (1992)	18,7 (1991)	5,5 (1991)	11,2 (1990)	11,4 (1992)
2000	3,2	2,0	0,7	-0,1	10,4	-1,9	4,2	4,4
Variazione <sup>1</sup>	-10,0	-9,5	- 9,3	-8,8	-8,3	-7,4	-7,0	-7,0
<i>Debito/PIL</i> <sup>2</sup>	16,2	-4,7	-15,8	18,2	14,3	...	8,2	16,4
	Australia	Paesi Bassi	Giappone	Belgio	Germania	Spagna	Svizzera	Francia
Massimo anni '90 (anno)	9,3 (1990)	14,9 (1995)	15,4 (1991)	18,4 (1992)	13,1 (1991)	14,4 (1993)	10,8 (1993)	16,2 (1997)
2000	3,1	9,4	11,1	14,3	9,8	11,6	8,1	15,8
Variazione <sup>1</sup>	- 6,2	-5,5	- 4,3	-4,1	-3,3	-2,8	-2,7	-0,4
<i>Debito/PIL</i> <sup>2</sup>	30,0	22,4	12,6	13,5	18,8	16,0	...	-0,2

<sup>1</sup> Dal massimo degli anni '90 al 2000. <sup>2</sup> Variazione nel rapporto debito/PIL, 1981-1990 (per la Finlandia, 1992; per la Danimarca e i Paesi Bassi, 1995; per il Regno Unito, 1987; per l'Australia, 1988; per la Germania, 1991) fino all'osservazione più recente.  
 Fonti: OCSE; statistiche nazionali. Tabella II.3

dell'euro, dove i tassi di risparmio e di investimento in termini aggregati sono risultati sostanzialmente stabili nello scorso decennio.

In secondo luogo, la flessione del risparmio privato (con il connesso aumento degli squilibri finanziari e del debito) è stata generalmente più pronunciata nel settore delle famiglie (tabella II.3). Rispetto al massimo del 1992, il tasso di risparmio delle famiglie USA si è contratto di circa 9 punti percentuali; in Canada, Finlandia e Svezia il calo è stato ancor più marcato. L'indebitamento delle famiglie statunitensi in rapporto al PIL è cresciuto più di quello del settore societario. Andamenti analoghi sono stati osservati nei Paesi Bassi, in Australia e, in misura minore, in Italia e in Canada. Tuttavia, la riduzione dei tassi ipotecari ha contribuito in numerosi paesi a contenere gli esborsi per interessi, malgrado la crescita del debito. Infine, l'indebitamento delle famiglie è risultato stabile o decrescente se misurato in rapporto alla ricchezza, benché il recente drastico ribasso dei corsi azionari potrebbe in alcuni casi aver modificato questo dato.

Flessione generalizzata del risparmio delle famiglie

In terzo luogo, mentre il rapporto fra il debito e il valore aggiunto delle imprese USA ha segnato di fatto un massimo storico, quello fra il debito e il capitale proprio si è significativamente ridotto nel corso dell'ultimo decennio, nonostante gli ingenti riacquisti di azioni proprie finanziati con il ricorso al credito (grafico II.10). Se gli investimenti sono stati eccessivi e i prezzi azionari sono andati oltre le prospettive future di profitto, questo rapporto debito/capitale fornirebbe ovviamente un'immagine distorta. Tuttavia, anche sostituendo i valori contabili a quelli di mercato, lo scorso anno il rapporto si sarebbe comunque situato al disotto della media di lungo periodo. Per giunta, gli interessi passivi netti in rapporto al cash flow e alle attività correnti hanno mostrato una sostanziale stabilità negli anni novanta. Se però le misure del debito e della liquidità vengono disaggregate in base alla dimensione aziendale,

Accresciuto indebitamento delle imprese USA

vi sono indicazioni di crescenti vulnerabilità per le piccole imprese. Queste ultime hanno maggiori probabilità di essere “schiacciate” nei mercati finanziari, soprattutto se non hanno un passato consolidato di risultati reddituali.

Il confronto con il Giappone della fine degli anni ottanta mette in luce analogie ...

È interessante raffrontare gli andamenti degli Stati Uniti a partire dalla metà degli anni novanta con quelli del Giappone durante la seconda parte degli anni ottanta. Come mostra la tabella II.4, vi sono varie analogie ma anche divergenze significative. In entrambi i casi è aumentata la crescita media del PIL rispetto al quinquennio precedente, così come la crescita della produttività del lavoro e il tasso di progresso tecnologico. In ambedue i paesi anche la quota degli investimenti in macchinari e apparecchiature sul PIL si è accresciuta e l'intensificazione di capitale ha contribuito in misura significativa all'incremento della produttività del lavoro. Nell'uno e nell'altro caso, la forte crescita degli investimenti va probabilmente ricondotta alla più elevata redditività attesa in un contesto di basso costo del capitale. I tassi d'interesse reali a lungo termine sono rimasti stabili o sono scesi durante la fase espansiva e, se si tiene conto anche dell'aumento dei rapporti prezzo/utigli (ovvero dell'implicito calo del premio sul capitale di rischio), il costo complessivo del capitale è stato verosimilmente molto basso. Nonostante la più rapida crescita del prodotto, l'inflazione è diminuita nei due paesi poiché i maggiori guadagni di produttività e l'apprezzamento della valuta hanno concorso a smorzare le pressioni dei costi. Infine, ambedue le economie

Andamenti comparati in Giappone e negli Stati Uniti					
	Giappone			Stati Uniti	
	1981-85	1986-1990	1991-95	1991-95	1996-2000
PIL reale <sup>1</sup>	3,3	4,9	1,4	2,4	4,3
Produttività del lavoro <sup>1</sup>	2,3	3,4	0,8	1,4	2,7
Prezzi al consumo <sup>1</sup>	2,8	1,3	1,4	3,1	2,5
Investimenti non residenziali/PIL <sup>2</sup>	15,7	17,9	16,7	10,4	12,5
Tasso d'interesse reale <sup>3</sup>	4,8	4,2	3,6	4,2	4,1
Rapporto prezzo/utigli <sup>4</sup>	35,2	69,5 <sup>5</sup>	86,5	17,5	32,4 <sup>5</sup>
Importazioni/PIL <sup>2</sup>	12,5	8,1	7,5	11,1	13,2
Prezzi immobili residenziali <sup>6</sup>	131	190	172	113	147
Quotazioni azionarie <sup>6</sup>	211	563 <sup>5</sup>	314	187	452 <sup>5</sup>
Tasso di cambio nominale effettivo <sup>6</sup>	129	154	208	99	122
Risparmio privato netto/PIL <sup>2</sup>	4,7	1,6	3,7	3,5	-2,8
Saldo di bilancio/PIL <sup>2</sup>	-2,8	1,3	-1,1	-4,5	0,1
Partite correnti/PIL <sup>2</sup>	1,8	2,8	2,6	-1,0	-2,7
Afflussi netti di capitale/PIL <sup>2,7</sup>	-1,3	-3,6	-0,9	0,1	3,3
Risparmio famiglie/reddito disponibile <sup>2</sup>	22,0	17,6	14,0	7,2	3,1
Debito delle famiglie/PIL <sup>8</sup>	47	61	63	67	74
Debito delle imprese/PIL <sup>8</sup>	99	131	132	69	73
Moneta in senso ampio <sup>1</sup>	8,3	10,4	2,1	1,8	8,7

<sup>1</sup> Variazione annua media in percentuale. <sup>2</sup> Percentuali; media del periodo. <sup>3</sup> Tasso nominale a dieci anni meno tasso annuo d'inflazione (deflatore dei consumi); media del periodo. <sup>4</sup> Fine periodo. <sup>5</sup> Massimo nell'ultimo anno del periodo. <sup>6</sup> Indice (1980 = 100 per il Giappone; 1990 = 100 per gli Stati Uniti); fine periodo. <sup>7</sup> Investimenti netti diretti e di portafoglio. <sup>8</sup> Percentuali; fine periodo.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali; BRI.

Tabella II.4



hanno registrato un miglioramento dei saldi di bilancio e una flessione del risparmio privato netto.

Considerando ora le differenze, negli anni del boom la crescita media annua della moneta in senso ampio rispetto a quella del PIL nominale è stata alquanto più sostenuta in Giappone (4,1 punti percentuali) che negli Stati Uniti (2,6 punti percentuali). In Giappone, inoltre, la liquidità aggiuntiva ha avuto un maggiore impatto al rialzo sui prezzi delle attività, in particolare gli immobili, ma anche i titoli azionari. In questo paese anche l'aumento della leva finanziaria del settore privato è stato più accentuato che negli Stati Uniti e, poiché la maggior parte della corrispondente espansione del credito negli anni 1986–1990 è di origine bancaria, le banche nipponiche hanno accresciuto la loro esposizione al rischio più di quanto abbiano fatto quelle statunitensi negli anni 1996–2000. Ciò vale in particolare per quanto riguarda la distribuzione settoriale dei prestiti, in quanto il credito bancario in Giappone è stato altamente correlato all'aumento speculativo dei prezzi immobiliari. Per contro, negli Stati Uniti il finanziamento di imprese produttrici di beni e servizi ha rappresentato gran parte dell'espansione del credito bancario.

... nonché  
differenze ...

Un'altra differenza fondamentale concerne l'andamento del saldo con l'estero. Mentre nel periodo 1986–1990 il Giappone ha registrato un aumento dell'eccedenza corrente e dei deflussi netti di capitale, la crescita economica negli Stati Uniti si è accompagnata a un deterioramento del disavanzo corrente e a un crescente fabbisogno di capitali esteri. Lo squilibrio esterno statunitense, sebbene probabilmente non sostenibile nel lungo periodo, può aver prodotto un effetto benefico, in quanto le imprese USA sono state costantemente sollecitate – sul piano sia interno che internazionale – a migliorare profitti e tassi di redditività. Anche le imprese giapponesi sono state esposte a pressioni competitive, provenienti in particolare da altri paesi asiatici. Ciò nondimeno, il loro principale obiettivo è stato quello di trovare favorevoli opportunità di investimento all'estero.

... in particolare  
per quanto  
riguarda il saldo  
esterno

Il calo del saggio di investimento in Giappone negli anni 1991–95 potrebbe indicare che il boom degli investimenti, che ha riguardato sia macchinari che strutture, è proceduto a dismisura e che il ridimensionamento di uno stock di capitale con vita economica relativamente lunga è protratto nel tempo e doloroso. Invece, negli Stati Uniti l'espansione degli investimenti si è per lo più limitata ad apparecchiature ad alta tecnologia con vita economica relativamente breve. Gli eventuali eccessi sono pertanto più rapidamente correggibili, anche se le perdite potenziali per creditori e investitori possono comunque essere ingenti.

Correzione dello  
stock di capitale

## Interscambio mondiale e saldi con l'estero

Con la ripresa della crescita globale, al livello più alto da oltre quindici anni, il commercio mondiale in termini di volumi è cresciuto del 13½% rispetto al 1999 (tabella II.5). Lo scorso anno il commercio estero in rapporto al prodotto globale è pertanto ulteriormente aumentato, proseguendo la tendenza che ha caratterizzato tutto il periodo postbellico. In larga misura, tale tendenza è dovuta a cambiamenti nei processi produttivi delle imprese (tabella II.6).

Netto aumento  
dell'interscambio  
mondiale e delle  
quote del  
commercio estero  
sul prodotto

Interscambio mondiale e prezzi				
	1991-97	1998	1999	2000
	variazioni percentuali annue			
Volumi dell'interscambio	7,1	4,6	5,6	13,4
Prezzi dell'interscambio (in dollari USA)	0,2	- 6,1	-1,5	-0,3
Manufatti	0,1	- 1,7	-2,0	-6,2
Petrolio	-2,5	-32,1	37,5	56,9
Altre merci	1,8	-14,7	-7,1	1,8
Ragioni di scambio				
Paesi industriali	0,3	1,7	0,1	-3,4
Economie emergenti	-0,7	- 7,1	5,0	6,4

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Tabella II.5

Questi ultimi sono diventati sempre più disaggregati sia orizzontalmente che verticalmente, sotto la pressione della più intensa concorrenza sui mercati mondiali dei beni e per effetto degli sforzi delle aziende tesi a sfruttare i vantaggi dei crescenti rendimenti di scala a livello di stabilimento. Rispetto al passato, ogni processo si articola ora in un maggior numero di fasi intermedie che, essendo ripartite fra diversi paesi, contribuiscono ad ampliare la quota dell'interscambio nelle varie economie. A ciò ha contribuito anche il fatto che, grazie al progresso tecnologico e ai più bassi costi delle comunicazioni, si è altresì ampliato il novero dei servizi scambiabili internazionalmente. Ciò nonostante, l'incidenza rilevata dei servizi nel commercio mondiale ha mostrato, alquanto sorprendentemente, una notevole stabilità.

Ulteriore ribasso  
dei prezzi dei beni

Malgrado l'accelerazione dei volumi dell'interscambio, nel 2000 è proseguito il calo dei prezzi internazionali (in dollari e in DSP) dei manufatti osservato per tutti gli anni novanta, fornendo un ulteriore riscontro della perdita di potere delle imprese nella determinazione dei prezzi sui mercati globali dei beni. A

Quote del commercio estero <sup>1</sup>				
	1981-1990	1995	1999	2000
	in percentuale del PIL			
Stati Uniti	7,9	11,6	13,9	14,8
Area dell'euro	11,9	14,3	17,6	19,0
Giappone	7,1	8,4	9,1	9,9
Regno Unito	22,9	28,5	33,9	35,9
Canada	23,7	35,9	43,7	46,3
Australia	13,3	18,4	20,5	21,6
Svezia	28,4	37,1	45,0	47,7
Svizzera	28,8	33,1	39,2	41,4
<i>Servizi/Totale</i>	<i>21,5</i>	<i>20,4</i>	<i>21,2</i>	<i>19,9</i>

<sup>1</sup> Media delle esportazioni e importazioni di beni e servizi; definizione di contabilità nazionale (in termini reali).  
Fonti: OCSE; statistiche nazionali. Tabella II.6

Bilancia dei pagamenti nelle tre principali aree economiche									
	Conto corrente			Conto finanziario			Saldo complessivo <sup>1</sup>		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
	in miliardi di dollari USA								
Stati Uniti	-217	-331	-435	174	338	487	- 43	7	52
Area dell'euro	35	- 7	- 32	-218	-166	-144	-183	-173	-176
Giappone	120	109	118	- 63	- 36	- 60	57	73	58

<sup>1</sup> Sommatorie delle due serie di colonne precedenti.  
 Fonti: BCE; statistiche nazionali.

Tabella II.7

seguito del netto rincaro del petrolio e del recupero dei prezzi di altre materie prime, le ragioni di scambio dei paesi industriali si sono deteriorate. Per contro, l'evoluzione dei prezzi del commercio estero ha impresso un considerevole impulso alla dinamica del reddito reale nei paesi petroliferi nonché in quelli che si basano sull'esportazione di metalli.

Per quanto concerne le variazioni dei conti con l'estero, uno degli sviluppi più sorprendenti degli ultimi anni è stato il deterioramento della bilancia delle partite correnti dell'area dell'euro, che da un avanzo di circa \$70 miliardi nel 1997 è passata a un disavanzo di oltre \$30 miliardi lo scorso anno (tabella II.7). Negli anni 1997-99, periodo in cui la crescita della domanda nell'area dell'euro è stata relativamente lenta, l'aumento nelle importazioni (in termini sia nominali che reali) ha di gran lunga sopravanzato quello delle esportazioni. L'anno scorso poi, allorché il deprezzamento dell'euro ha contribuito notevolmente ad accelerare la dinamica delle esportazioni, le importazioni sono aumentate a un ritmo ancor più rapido per l'effetto combinato del rialzo dei corsi petroliferi e dell'indebolimento del cambio. All'Italia va attribuito circa un terzo del deterioramento intervenuto dal 1997, di riflesso alle consistenti perdite di quote di mercato e alla dipendenza relativamente elevata dalle importazioni di greggio. Germania e Spagna hanno contribuito ciascuna nella misura del 20% circa. Nel caso della Germania, il peggioramento va principalmente ricondotto ai crescenti disavanzi delle bilance dei servizi e degli investimenti netti, mentre il più ampio deficit commerciale della Spagna è imputabile alla crescita insolitamente robusta delle importazioni.

Peggioramento del saldo esterno dell'area dell'euro

Anche il Regno Unito ha visto deteriorarsi fortemente il proprio saldo corrente (2¼% in rapporto al PIL dal 1997), per lo più a causa del crescente

Relazione stimata fra risparmio e investimento nazionale <sup>1</sup>				
	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>	$\Sigma Bop/Y$
1980-1989	10,5**	0,58**	0,62	2,3
1990-1995	9,3**	0,56**	0,68	2,0
1996-2000	17,2**	0,19*	0,08	3,6
2000	21,9**	0,01	-0,05	4,9

<sup>1</sup> L'equazione, stimata per 22 paesi industriali, è  $I/Y = \alpha + \beta(S/Y)$  dove  $I/Y$  e  $S/Y$  rappresentano rispettivamente l'investimento e il risparmio aggregati in rapporto al PIL nella media dei periodi indicati nella prima colonna.  $\Sigma Bop/Y$  è il rapporto medio bilancia dei pagamenti/PIL, calcolato senza tener conto del segno; \* e \*\* indicano i livelli di confidenza rispettivamente del 90 e del 99%.

Tabella II.8

disavanzo commerciale. Il Canada e la Norvegia hanno invece fatto segnare un miglioramento pari rispettivamente al 3½ e all'8¼% del PIL. Nel caso della Norvegia ciò è dovuto soprattutto al rincaro del petrolio, mentre il Canada ha tratto vantaggio dal vigore della domanda statunitense, da ragioni di scambio più favorevoli e dai minori esborsi netti per interessi.

Un altro sviluppo interessante e di non facile interpretazione è che la relazione storica fra saggio di investimento e di risparmio nazionali pare essere mutata negli anni recenti. Come indicato dal calo dei coefficienti di regressione stimati, scesi da circa 0,6 per tutti gli anni ottanta e l'inizio dei novanta a solo 0,2 nella seconda parte degli anni novanta (tabella II.8), i saggi di investimento paiono essere divenuti progressivamente più indipendenti da quelli di risparmio. Tale andamento ha avuto come contropartita un aumento senza precedenti degli squilibri di parte corrente, il che solleva interrogativi sulla natura dei fattori che ne sono stati all'origine.

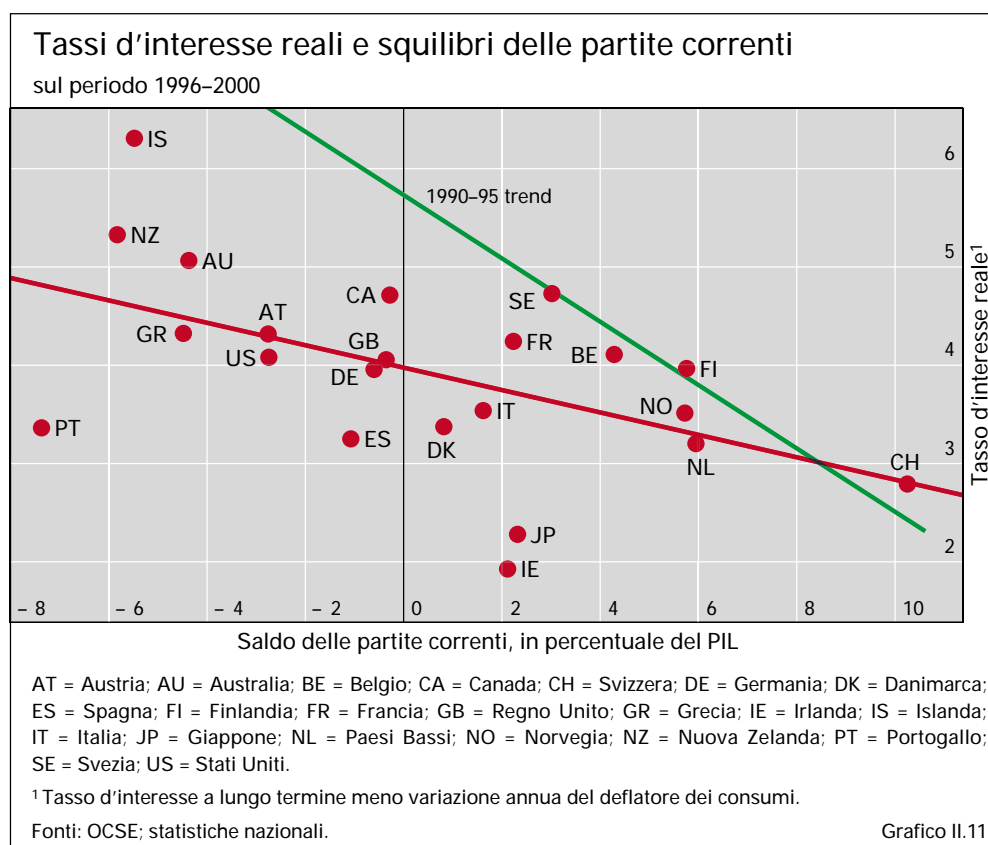
Una possibile spiegazione è che, essendosi ridotti i disavanzi pubblici, i mercati hanno prestato meno attenzione agli squilibri esterni. In secondo luogo, sebbene il passaggio all'unione monetaria in Europa abbia accresciuto significativamente gli scambi all'interno dell'area, esso è stato accompagnato da un netto ampliamento dei disavanzi correnti dei paesi partecipanti. Di fatto, questi cambiamenti hanno contribuito per circa la metà all'aumento degli squilibri aggregati nei periodi 1990-95 e 1996-2000.

Una terza e connessa spiegazione è che gli squilibri esterni correnti siano stati "indotti" o facilitati dal forte aumento dei flussi transfrontalieri di investimento e di portafoglio. Ciò vale soprattutto per i movimenti di capitale

La minore correlazione fra risparmio e investimento ...

... può rispecchiare gli effetti dell'unione monetaria ...

... mercati dei capitali più accomodanti ...



Salidi delle partite correnti nelle principali aree					
	1997	1998	1999	2000	Variazione 1997-2000
	in miliardi di dollari USA				
Paesi industriali	78	-33	-198	-298	-376
Paesi emergenti dell'Asia	26	114	112	88	62
America latina	-67	-90	- 56	- 48	19
Medio Oriente e Africa	- 2	-49	- 9	58	60
Economie in transizione	-24	-28	- 2	27	51
Totale	11	-86	-153	-173	-184

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Tabella II.9

all'interno dell'area dell'euro, ma anche per i flussi fra le tre maggiori regioni economiche mondiali. Come mostra la tabella II.7, gli afflussi netti per investimenti esteri diretti e di portafoglio a lungo termine negli Stati Uniti si sono accresciuti di pari passo con l'ampliamento del deficit corrente nel corso degli ultimi tre anni. In Giappone il saldo complessivo è risultato relativamente stabile, mentre nell'area dell'euro il disavanzo è gradatamente diminuito nonostante il deteriorarsi della bilancia corrente. Un'osservazione a sostegno dell'ipotesi secondo cui i mercati internazionali dei capitali sono divenuti più accomodanti nei confronti degli squilibri risparmio/investimento è che la reattività dei tassi d'interesse reali agli squilibri di parte corrente sembra essere diminuita nel corso degli anni novanta (grafico II.11). In altre parole, i differenziali di tasso d'interesse reale o di rendimento atteso necessari per convogliare il risparmio eccedente verso i paesi con favorevoli opportunità di investimento e deficit correnti paiono essersi assottigliati rispetto ai periodi precedenti.

Tuttavia, una quarta possibilità è che il cambiamento osservato nella relazione fra risparmio e investimento sia principalmente dovuto a errori di misurazione nelle statistiche della bilancia dei pagamenti mondiale. L'emergere di un'ampia discrepanza nella bilancia corrente mondiale risale per lo meno ai primi anni ottanta. Dal 1997 essa è stata particolarmente grande e solo la metà circa del deterioramento del saldo aggregato dei paesi industriali ha trovato contropartita in miglioramenti in altre aree (tabella II.9). Tuttavia, l'esperienza insegna che la discrepanza tende a ridursi rispetto alle previsioni e alle stime iniziali man mano che si rendono disponibili serie statistiche più complete e un numero crescente di paesi segnala le proprie transazioni con l'estero. Di conseguenza, la discrepanza crescente evidenziata nella tabella potrebbe rivelarsi sovrastimata. Ciò implicherebbe non solo che la posizione esterna aggregata dei paesi industriali possa essere più solida di quanto indicato dai dati attuali, ma anche che la recente relazione fra risparmio e investimento aggregato sia stata maggiormente in linea con il suo andamento storico.

... o l'ampliarsi  
della discrepanza  
mondiale

### III. Gli andamenti nelle economie di mercato emergenti

#### Aspetti salienti

Nel 2000 la maggior parte delle economie emergenti ha conseguito rilevanti risultati macroeconomici, anche se con il procedere dell'anno esse hanno condiviso il rallentamento in atto nei paesi industriali. La crescita media del prodotto ha toccato il valore più alto degli ultimi quattro anni, con incrementi particolarmente forti in America latina e nell'Europa centrale e orientale (tabella III.1). L'accelerazione in termini di media si è accompagnata a una convergenza dei ritmi di sviluppo. Ciò è stato particolarmente evidente nell'Europa centrale e orientale dove, per la prima volta dal cambiamento di regime, tutti i paesi hanno fatto registrare tassi di crescita positivi.

Per contro, vi sono state notevoli differenze fra i paesi quanto al ritmo con cui sono procedute le riforme strutturali. Nell'America latina il settore bancario è stato ulteriormente rafforzato grazie a fusioni e privatizzazioni e alla crescente presenza di istituzioni estere. Al fine di migliorare la sostenibilità delle finanze pubbliche sono stati inoltre posti in essere nuovi quadri normativi, che tuttavia non hanno ancora potuto essere sperimentati nella pratica. Nell'Europa centrale e orientale solo pochi paesi sono riusciti a ridurre la disoccupazione strutturale, mentre la recente crisi in Turchia ha nuovamente mostrato come un settore bancario fragile possa pregiudicare la fiducia nelle politiche macroeconomiche. In Asia sono state affrontate alcune delle debolezze strutturali messe a nudo dalla crisi del 1997-98, ma resta da vedere se le misure adottate sapranno superare la prova del rallentamento globale ora in corso.

L'eccedenza corrente aggregata delle economie emergenti è cresciuta lo scorso anno, pur con ampie differenze fra le varie aree. In Africa il miglioramento è principalmente attribuibile ai più elevati prezzi del petrolio, oltre che a un certo aumento dei corsi di altre materie prime. Il rincaro del greggio ha parimenti favorito i paesi petroliferi dell'America latina, nascondendo un ampliamento di fondo del disavanzo corrente dell'area, dovuto alla forte espansione della domanda interna. La vigorosa crescita delle esportazioni verso l'Europa occidentale ha ridotto i deficit esterni nella maggior parte dei paesi dell'Europa centrale, malgrado i maggiori esborsi per l'importazione di petrolio. Per converso, quasi tutte le economie asiatiche hanno visto diminuire la propria eccedenza verso l'estero, di riflesso non soltanto a un consumo relativamente elevato di energia, ma anche alla più lenta crescita dei proventi delle esportazioni nell'ultima parte dell'anno.

Nonostante l'accelerazione economica e il rincaro del petrolio, l'inflazione è scesa nella media a poco più del 6%. Con un tasso inferiore al 2%, in Asia essa è risultata ancor più bassa che nei paesi industriali, mentre in America

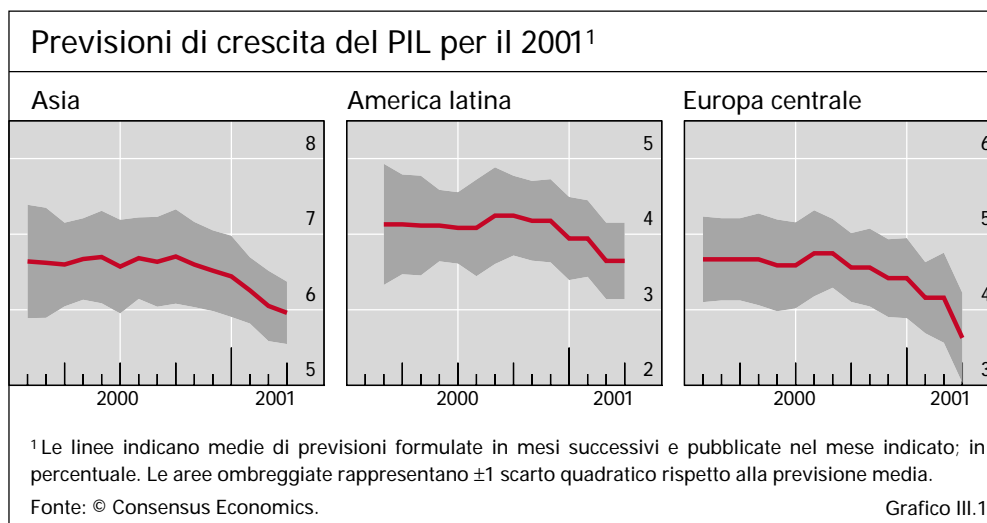
latina sono stati consolidati gli straordinari progressi compiuti durante la seconda metà degli anni novanta. Come si dirà nella sezione finale del capitolo, il contenimento dell'inflazione è stato uno dei successi più vistosi realizzati dai paesi emergenti negli ultimi anni. Vi hanno contribuito congiuntamente una gestione più rigorosa delle finanze pubbliche, l'adozione di politiche monetarie finalizzate all'obiettivo prioritario della stabilità dei prezzi e misure strutturali volte a rafforzare la concorrenza sia all'interno che verso l'estero. Inoltre, una

Crescita, inflazione e saldi delle bilance correnti									
	PIL reale			Prezzi al consumo			Saldo della bilancia corrente		
	1993-98	1999	2000	1993-98	1999	2000	Media 1993-98	1999	2000
	variazioni percentuali annue						in percentuale del PIL		
Asia <sup>1</sup>	7,5	6,1	7,0	9,6	2,2	1,9	0,5	4,1	2,9
Cina	10,5	7,1	8,0	11,9	-1,4	0,3	1,6	1,6	1,5
Hong Kong	3,2	3,1	10,5	6,7	-4,0	-3,6	-0,4 <sup>2</sup>	5,2 <sup>2</sup>	4,7 <sup>2</sup>
India	6,4	6,6	6,0	7,6 <sup>3</sup>	3,5 <sup>3</sup>	5,3 <sup>3</sup>	-1,1	-0,6	-1,0
Corea	4,7	10,9	8,8	5,4	0,8	2,3	-0,1	6,0	2,4
Singapore	8,0	5,4	10,0	1,7	0,5	1,5	17,1	25,3	23,6
Taiwan	6,0	5,6	6,0	2,7	0,2	1,3	2,7	2,9	3,0
Filippine	3,6	3,4	4,0	8,0	6,7	4,3	-3,5	10,3	12,4
Indonesia	3,2	-0,1	4,8	15,4	20,5	3,7	-1,8	4,1	7,2
Malaysia	6,3	5,8	8,5	3,7	2,7	1,5	-3,4	15,9	9,2
Thailandia	3,2	4,2	4,3	5,6	0,3	1,5	-3,6	10,2	7,6
America latina <sup>1</sup>	3,6	0,2	4,4	73,4	9,1	6,7	-3,1	-3,1	-2,1
Argentina	4,5	-3,0	-0,5	3,2	-1,2	-0,9	-3,6	-4,4	-3,3
Brasile	3,5	0,8	4,5	213,4	4,9	6,0	-2,6	-4,7	-4,2
Cile	6,9	-1,1	5,4	8,5	3,4	3,8	-4,5	-0,1	-1,4
Colombia	3,7	-4,3	2,8	21,1	11,2	9,5	-5,0	-0,0	0,2
Messico	2,7	3,7	6,9	19,9	16,6	7,9	-3,5	-2,9	-3,1
Perù	5,9	1,4	3,6	17,7	3,5	3,8	-6,2	-3,5	-3,0
Venezuela	1,1	-6,8	2,8	56,1	23,6	16,2	2,6	3,6	11,1
Europa centrale <sup>1</sup>	4,2	3,1	4,0	20,6	6,5	8,7	-2,6	-5,9	-5,4
Polonia	5,6	4,1	4,1	24,1	7,3	10,1	-1,2	-7,5	-6,2
Repubblica ceca	1,6	-0,8	3,1	11,2	2,1	3,9	-3,6	-3,0	-4,8
Ungheria	2,4	4,5	5,2	20,9	10,0	9,8	-5,6	-4,3	-3,3
Russia	-5,6	5,4	8,3	151,9	85,7	20,8	2,2	13,5	19,0
Turchia	4,7	-5,0	6,1	84,8	64,9	54,9	-0,9	-0,7	-4,8
Arabia Saudita	1,0	0,4	4,1	1,2	-1,6	-0,8	-5,8	0,3	10,1
Africa	3,0	2,5	3,0	19,7	5,7	4,2	-11,1 <sup>4</sup>	-12,1 <sup>4</sup>	0,8 <sup>4</sup>
Sudafrica	2,5	1,9	3,2	8,3	5,2	5,3	-0,8	-0,5	-0,4
Zona del franco CFA	3,4	2,4	2,6	9,2	1,4	1,8	-6,0	-5,3	-4,5
<i>Per memoria:</i>									
<i>paesidel G7</i>	2,6	2,9	3,8	2,1	1,3	2,3	-0,0	-1,1	-1,6

<sup>1</sup> Media dei paesi indicati, ponderata in base al PIL e alle PPA del 1995. <sup>2</sup> Bilancia dei beni e dei servizi non dei fattori. <sup>3</sup> Prezzi all'ingrosso. <sup>4</sup> In percentuale delle esportazioni di beni e servizi.

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

Tabella III.1



volta iniziato il processo disinflazionistico, sono state liberate forze che hanno contribuito sia a consolidare i progressi conseguiti sia a frenare ulteriormente la dinamica dei prezzi. Ciò nondimeno, molti paesi incontrano ancora serie difficoltà nel mantenere bassa l'inflazione.

Con l'avanzare dell'anno, le economie emergenti hanno risentito in misura crescente del rallentamento produttivo nei paesi industriali. A posteriori, la brusca caduta dei corsi azionari agli inizi dell'anno può essere vista come un segnale premonitore di una svolta nel ciclo globale dell'elettronica. Verso la fine del 2000 la crescita economica è rallentata fortemente nei paesi più dipendenti dalle esportazioni di tali prodotti, e le previsioni a breve termine per la maggior parte delle economie emergenti sono state corrette al ribasso (grafico III.1). Il quadro appare particolarmente incerto in quei paesi, come Argentina, Indonesia e Turchia, dove è venuta meno la fiducia nelle politiche adottate. Le prospettive di crescita nel breve periodo dipendono anche dalla misura in cui i paesi sono esposti all'evoluzione del commercio mondiale e delle condizioni finanziarie internazionali. Gli effetti dell'inversione di tendenza nel ciclo dell'informatica si sono fatti sentire soprattutto nelle economie emergenti dell'Asia. Per contro, dati gli ampi disavanzi correnti e il connesso fabbisogno di finanziamento esterno, i paesi latino-americani sono maggiormente esposti agli andamenti del mercato internazionale dei capitali. Infine, nei paesi dell'Africa e dell'Europa centrale e orientale la minore dipendenza dagli afflussi di capitali e la destinazione geografica di larga parte delle loro esportazioni fanno sì che le prospettive siano principalmente legate alla crescita economica nell'Europa occidentale.

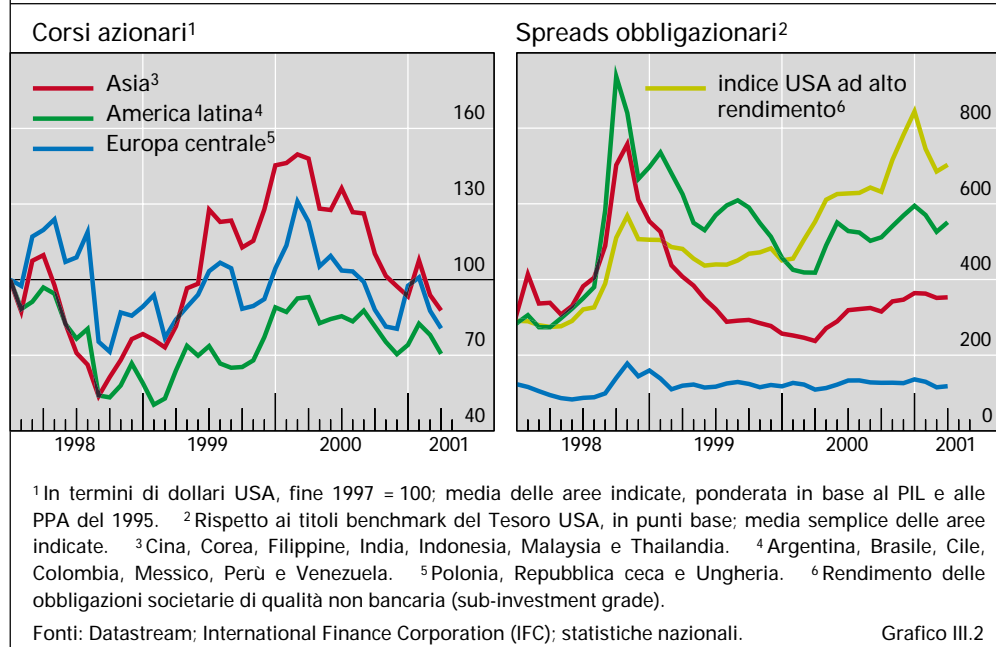
### Andamenti dei mercati finanziari e flussi di capitali

I risultati macroeconomici generalmente favorevoli realizzati lo scorso anno dalle economie emergenti vanno considerati nel contesto di condizioni finanziarie periodicamente instabili e avverse. La correzione al ribasso dei corsi intervenuta sui principali mercati azionari nel marzo 2000 si è ripercossa prontamente sulle borse dei paesi emergenti (grafico III.2). Con la principale

Le condizioni finanziarie peggiorano in corso d'anno ...



## Corsi azionari e spreads obbligazionari



eccezione della Cina, sono stati i mercati asiatici a subire l'impatto più duro, in quanto la caduta dell'indice Nasdaq è stata generalmente interpretata come sintomo di un calo della domanda nel comparto elettronico e quindi dei proventi delle esportazioni nei paesi specializzati in tali prodotti (tabella III.2). In alcuni casi la discesa delle quotazioni è stata acuita dai timori per il lento progresso delle riforme nei settori finanziario e delle imprese. Ciò è stato particolarmente evidente verso la fine dell'anno, allorché diversi paesi hanno subito deflussi netti di investimenti azionari di portafoglio.

Sulle condizioni di finanziamento delle economie emergenti ha influito anche l'evoluzione del mercato creditizio nei paesi industriali. Sia nella primavera che verso la fine dell'anno gli spreads sulle obbligazioni di emittenti sovrani si sono fortemente ampliati, specie per i paesi con un elevato debito esterno, problemi di bilancio pubblico o un settore bancario debole (si veda anche il Capitolo VI). In generale, essi sono comunque rimasti inferiori a quelli sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento, dato l'assai minore rischio di insolvenza loro attribuito dagli investitori. Il mutamento del clima di mercato

	Corea	Hong Kong	Malaysia	Singapore	Taiwan	Thailandia
1995-96	0,16	0,32	0,05	0,11	0,05	0,19
1999-2000	0,45	0,55	0,25	0,40	0,27	0,32
	Argentina	Brasile	Cile	Messico	Polonia	Sudafrica
1995-96	0,06	0,01	-0,08	0,07	0,18	0,02
1999-2000	0,23	0,44	0,23	0,38	0,34	0,36

<sup>1</sup> In valuta nazionale; calcolate per i bienni indicati utilizzando osservazioni settimanali.

Fonti: IFC; statistiche nazionali. Tabella III.2

... e gli afflussi netti di capitali restano inferiori ai livelli precisi ...

... con flussi creditizi netti particolarmente deboli

La distribuzione per aree rimane stabile

ha parimenti influenzato i flussi netti di capitali (tabella III.3). A causa delle più difficili condizioni finanziarie presenti nell'ultimo trimestre dello scorso anno, le emissioni obbligazionarie hanno segnato il passo, e sono fortemente calati anche gli afflussi netti azionari. Inoltre, essendosi pure ridotti gli investimenti diretti esteri (IDE), nel 2000 gli afflussi netti privati di capitali sono scesi a una frazione soltanto del volume registrato appena prima della crisi asiatica.

Alcuni osservatori hanno interpretato questa contrazione del debito in essere delle economie emergenti come una deliberata reazione dei prestatori alle varie crisi degli anni novanta. È tuttavia possibile anche un'interpretazione più positiva. Negli ultimi due anni i tassi d'interesse interni sono calati, un maggior numero di paesi ha lasciato fluttuare la propria valuta e le riforme hanno progressivamente accresciuto l'offerta di fondi sul mercato interno. In tale situazione, i mutuatari dei paesi emergenti hanno mostrato una crescente preferenza per le fonti di finanziamento interne e in moneta nazionale, rispetto ai capitali raccolti sui mercati internazionali. A ciò si sono aggiunti i cambiamenti strutturali intervenuti nell'offerta di credito. Soprattutto, le banche hanno rafforzato la loro presenza nelle economie emergenti con l'acquisizione di istituzioni locali, riducendo corrispondentemente l'erogazione di prestiti transfrontalieri. Infine, in Asia l'accumulo di notevoli eccedenze correnti ha permesso di ricostituire le riserve valutarie, nonché di ridurre le passività esterne a breve.

La ripartizione per aree dei flussi netti di capitali privati è cambiata relativamente poco lo scorso anno. Essi sono rimasti quasi negativi per l'insieme dell'Asia, soprattutto in seguito ai maggiori rimborsi di debiti esterni. Anche gli afflussi di IDE sono diminuiti, poiché il calo degli investimenti nel Sud-Est asiatico ha sopravanzato l'aumento di quelli effettuati in Cina (in vista della sua adesione all'OMC) e in Corea (grazie alla liberalizzazione dei movimenti di capitali). I flussi privati netti sono rimasti stazionari in America latina, mentre

Flussi netti di capitali privati verso le economie di mercato emergenti				
	1997	1998	1999	2000
	in miliardi di dollari USA			
Per tipologia				
Investimenti diretti esteri	145	151	150	144
Investimenti di portafoglio	43	1	22	25
Altri	-68	-99	-102	-136
Per regione				
Asia	13	-47	1	- 2
America latina	68	62	40	39
Africa	17	11	13	9
Europa centrale e orientale	3	19	13	3
Altre	19	8	4	- 16
Flussi totali	120	53	70	33
<i>Per memoria: variazione delle riserve<sup>1</sup></i>	-62	-35	- 86	-120

<sup>1</sup> Un segno negativo indica un incremento.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella III.3

non hanno raggiunto il livello dell'anno prima nell'Europa centrale e orientale e in Africa. Nonostante il modesto calo registrato lo scorso anno, gli IDE hanno continuato a essere la fonte di finanziamento estero più stabile per le economie emergenti. Anche la loro distribuzione si è mantenuta stabile e fortemente concentrata. Cinque paesi (Argentina, Brasile, Cina – compresa Hong Kong – Messico e Corea) hanno ricevuto i due terzi degli IDE complessivamente affluiti alle economie emergenti. L'Africa, con 50 paesi, ha ottenuto meno del 5%.

## Asia

### *Crescita economica ed evoluzione del settore esterno*

Nel 2000 il prodotto ha segnato un forte aumento, generalmente superiore alle attese. Sebbene il rincaro del petrolio possa aver ridotto dello 0,5-1% il reddito reale nei paesi importatori, la crescita dell'area è salita nella media al 7%, con valori particolarmente elevati in Corea, a Hong Kong e a Singapore. Anche le Filippine e l'Indonesia sono riuscite a espandere sensibilmente il prodotto, malgrado le incertezze politiche e le agitazioni sociali. Le determinanti della crescita hanno differito a seconda dei paesi (tabella III.4). Nelle economie di grandi dimensioni e relativamente chiuse di Cina e India il fattore principale ha continuato a essere la domanda interna. In *Cina* il rafforzamento della crescita è stato sorretto da stimoli fiscali e da una politica monetaria accomodante. Oltre a incrementare gli investimenti pubblici, le autorità hanno introdotto varie misure (miglioramenti salariali nel settore pubblico e un'imposta sui redditi da interessi) per incoraggiare i consumi. Tuttavia, data la diffusa aspettativa che le imprese statali avrebbero ridotto sia il numero di dipendenti sia le prestazioni sociali erogate al rimanente personale, le famiglie hanno avuto la tendenza ad aumentare il risparmio precauzionale. Anche la crescita degli investimenti privati è stata moderata, nonostante l'aumento degli IDE.

La ripresa supera le aspettative ...

... anche in Cina

In *India* la crescita è leggermente rallentata lo scorso anno, per l'effetto congiunto delle avverse condizioni atmosferiche sulla produzione agricola e di una decelerazione nel settore terziario. Il forte aumento dei prezzi del petrolio

Più lenta crescita in India

Domanda interna ed esportazioni nette										
	Contributi alla crescita del PIL, in percentuale									
	Cina		Corea		Filippine		Hong Kong		India	
	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN
1994-98	8,6	1,3	0,5	3,9	5,0	-1,4	3,5	-1,1	7,2	-0,4
1999	7,4	-0,3	11,9	-1,0	0,3	3,0	-5,0	8,1	6,1	0,3
2000	7,5	0,5	5,3	3,5	-1,7	5,6	9,3	1,2	5,1	0,6
	Indonesia		Malaysia		Singapore		Taiwan		Thailandia	
	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN
	1994-98	3,1	-0,5	1,9	3,9	4,5	3,0	6,3	-0,2	-2,0
1999	-2,7	3,0	1,7	4,1	4,3	1,6	1,9	3,5	2,9	1,3
2000	4,7	0,1	12,6	-4,0	8,9	0,9	4,3	1,7	3,8	0,5

DI = domanda interna; EN = esportazioni nette.  
 Fonti: J.P. Morgan, *World Financial Markets*; statistiche nazionali.

Tabella III.4

e un disastroso terremoto hanno anch'essi condizionato negativamente la crescita. L'esuberanza delle esportazioni (il più alto tasso di aumento dal 1997) ha parzialmente compensato la minore domanda interna e dato sostegno alla rupia, soggetta a pressioni in seguito alla più pesante fattura petrolifera. Le autorità hanno cercato di arginare il deprezzamento della moneta indiana innalzando i tassi d'interesse e smobilizzando i depositi speciali dei cittadini indiani non residenti. In aggiunta, il governo ha inasprito la politica fiscale e accelerato i tempi dei programmi di privatizzazione, fra cui la riduzione della partecipazione pubblica nelle banche a controllo statale.

In altri paesi la domanda interna si sostituisce alle esportazioni nette ...

Con il rallentare delle esportazioni, nelle economie asiatiche più aperte la domanda interna è divenuta progressivamente la principale determinante della crescita. Lo spostamento è stato particolarmente evidente nei paesi che si basano sulle esportazioni di apparecchiature elettroniche (Malaysia e Singapore), ma si è potuto osservare anche a Hong Kong, in Indonesia e in Thailandia. *Taiwan*, che era stata pressoché risparmiata dalla crisi del 1997-98, ha mostrato un cambiamento particolarmente netto sia nell'entità che nella composizione della crescita. Sulla scia del Nasdaq, i corsi azionari hanno subito una brusca caduta, acuita da controversie politiche. Dato l'ampio volume di crediti erogati dalle banche a fronte di garanzie in azioni, l'attenzione si è ben presto appuntata sul settore bancario, dove la quota delle sofferenze aveva raggiunto un massimo storico e i profitti si erano assottigliati a causa dell'eccesso di capacità. Allorché la domanda di prodotti elettronici si è alquanto ridotta nell'ultimo scorcio dell'anno, la crescita reale è rallentata bruscamente.

... non però in Corea e nelle Filippine

Nonostante l'importanza delle vendite all'estero di prodotti elettronici, sia in Corea che nelle Filippine è aumentato il contributo relativo delle esportazioni nette. Nel caso della *Corea*, ciò è tuttavia attribuibile a uno spostamento nella composizione della domanda interna verso beni a minore contenuto di importazioni piuttosto che a una più rapida crescita delle esportazioni. Nelle *Filippine* una contrazione degli investimenti delle imprese, imputabile alla carenza di fiducia sul piano interno, e la diminuzione degli investimenti esteri di portafoglio sono state le cause principali della flessione della domanda interna.

Politica monetaria accomodante

In generale, lo scorso anno il rafforzamento della domanda interna è stato sostenuto da politiche monetarie accomodanti. Inoltre, poiché molte monete sono ora soggette a un regime di fluttuazione amministrata, l'inasprimento dei tassi d'interesse nei paesi industriali ha avuto un impatto relativamente modesto su quelli asiatici. Cina, Malaysia, Singapore e Thailandia hanno mantenuto i tassi su livelli modesti data l'assenza di pressioni inflazionistiche. Sebbene la rapida crescita e l'accelerazione dell'inflazione abbiano indotto taluni aumenti dei tassi d'interesse in Corea, questi sono stati mantenuti entro limiti contenuti a causa dei timori per la fragilità del settore delle imprese. Gli incrementi sono stati maggiori nelle Filippine, in India e Indonesia in considerazione delle pressioni al ribasso sulle rispettive monete.

#### *Performance e impieghi del settore bancario*

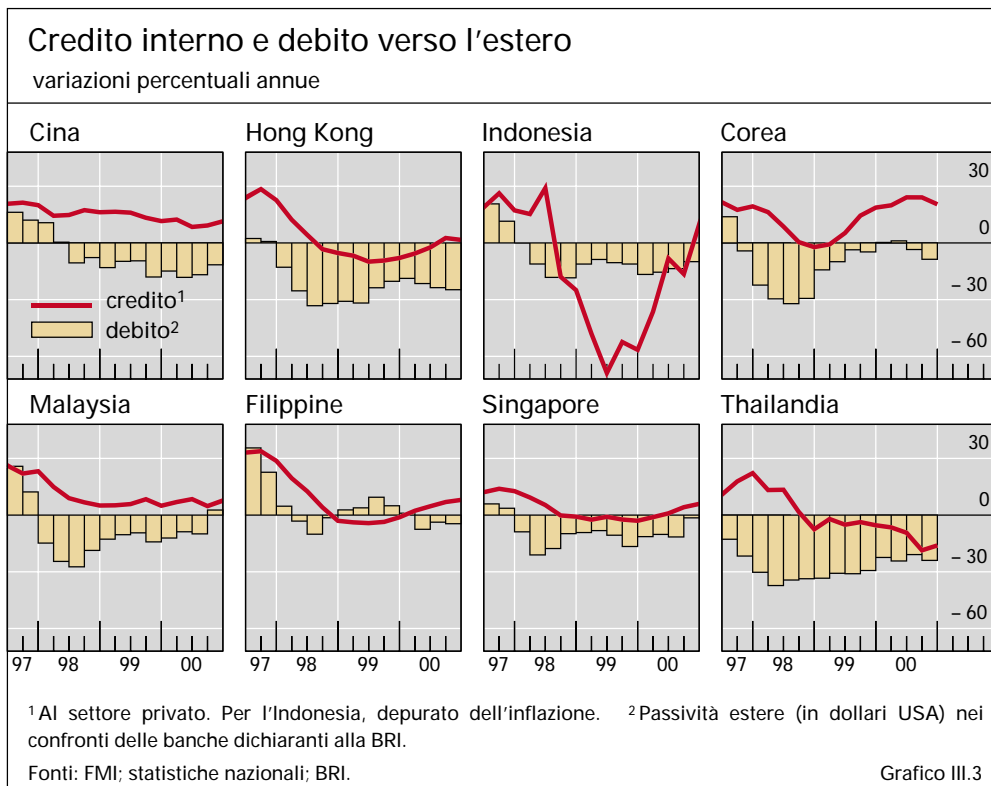
Nonostante le politiche monetarie accomodanti, lo scorso anno l'espansione del credito bancario si è mantenuta su valori bassi o negativi. Di fatto, durante

tutta la ripresa postcrisi gli impieghi bancari sono stati deboli ovunque fuorché in Corea (grafico III.3). In questo paese l'andamento si spiega in parte con il livello relativamente elevato degli investimenti e con il minore ricorso (a partire da metà 1999) ai mercati della commercial paper e delle obbligazioni societarie, in favore del finanziamento bancario. Tuttavia, l'espansione del credito è stata anche il risultato di interventi ufficiali, fra cui l'ampliamento delle garanzie governative per i prestiti contratti da imprese medio-piccole e la rapida ricapitalizzazione delle banche coreane. I recenti dati relativi a vari altri paesi fanno ritenere che il credito bancario alle imprese abbia nuovamente iniziato a crescere.

L'espansione del credito rimane modesta fuorché in Corea

È sempre difficile stabilire se un'espansione del credito debole o negativa sia dovuta a un fenomeno di "credit crunch" (ossia, una situazione in cui crediti normalmente giudicati proficui non sono erogati poiché le banche non dispongono di sufficienti risorse), a mediocri prospettive di impiego oppure a una mancanza di domanda. In Asia la ristrutturazione del settore bancario è proceduta in modo lento, ma costante. Numerosi istituti sono stati liquidati, fusi, temporaneamente nazionalizzati o ceduti ad acquirenti stranieri. I sistemi bancari appaiono ora più sani che anteriormente alla crisi, benché soltanto in Corea e Malaysia ciò si sia tradotto in un netto miglioramento dei rating. Sebbene la ripresa economica abbia permesso ad alcuni mutuatari di riprendere il servizio dei prestiti, un ruolo importante nel ridurre le sofferenze è stato svolto dalle cosiddette "asset management companies" finanziate con denaro pubblico. Tali enti si sono accollati larga parte delle sofferenze in Corea, Indonesia e Malaysia. Al fine di consentire alle banche di riprendere l'erogazione di credito, anche la Thailandia ha di recente adottato un approccio

Progredisce la riforma del settore bancario ...



analogo. In tutti i paesi asiatici le autorità hanno inoltre varato misure per rafforzare la vigilanza bancaria e introdotto nuove regole che vietano la concessione di crediti a soggetti interni e collegati.

... ma rimangono talune debolezze

D'altra parte, vari fattori hanno ostacolato una ristrutturazione di fondo delle banche. La caduta dei corsi azionari ha ridotto la capacità di raccogliere nuovo capitale. Il fatto che alcuni prestiti ristrutturati siano tornati in sofferenza, e rappresentino pertanto un potenziale fattore di drenaggio delle risorse, è anch'esso un segno che induce a cautela in un momento in cui le economie stanno rallentando. Infine, nonostante i progressi compiuti, permangono molte istituzioni deboli e, in alcuni casi, le banche non hanno attuato i cambiamenti operativi necessari per ricostituire la redditività nel più lungo periodo. Questo stato di cose potrebbe spiegare perché in alcuni paesi il settore bancario non sia stato in grado di espandere gli impieghi creditizi.

Più acuta consapevolezza dei rischi

Ma vi sono pure indicazioni secondo cui sarebbe la valutazione da parte delle banche dei rischi creditizi e dei redditi attesi, piuttosto che la loro capacità di concedere prestiti, a spiegare la debole crescita del credito. Una di queste indicazioni è che la ripresa dei finanziamenti alle imprese è stata esitante anche a Hong Kong e Singapore, dove le istituzioni sono relativamente robuste. Il fatto che le banche asiatiche stiano attivamente commercializzando i mutui ipotecari e che si siano ridotti gli spreads sui prestiti sindacati di qualità fornisce un'ulteriore conferma che, quantomeno per alcune banche, le risorse di capitale non costituiscono un vincolo quando i rendimenti sono commisurati ai rischi.

Minore domanda di credito

Diversi fattori fanno anche ritenere che la domanda di credito sia stata scarsa. In primo luogo, molte imprese hanno deliberatamente cercato di ridurre il grado di indebitamento, mentre altre non hanno semplicemente avuto la necessità di finanziarsi. Alla vigilia della crisi, in vari paesi si registrava un rapporto investimenti/PIL nell'ordine del 40%, con una spesa in beni di capitale delle imprese di gran lunga superiore agli utili. Dopo la crisi, si è fatto fronte alle crescenti vendite impiegando capacità esistente inutilizzata, cosicché gli investimenti sono rimasti bassi nonostante la ripresa del cash flow. Di conseguenza, il settore delle imprese ha registrato un saldo finanziario attivo e ha quindi avuto scarso bisogno di finanziamento esterno. In secondo luogo, la domanda di credito è stata limitata dalla composizione settoriale della crescita, poiché i comparti ad alta intensità di capitale di prestito sono rimasti in recessione. In particolare, la sovrabbondanza di locali per uffici e l'elevata quota degli stabili inoccupati nei maggiori centri hanno depresso il comparto delle costruzioni. Per converso, sono cresciuti fortemente i settori di esportazione, meno dipendenti dal credito.

### *Sfide di politica fiscale*

Il crescente debito è diventato un problema ...

Prima della crisi del 1997 i bilanci pubblici nelle economie asiatiche erano stati in generale attivi o solo leggermente in passivo. Tuttavia, in conseguenza della crisi, i provvedimenti per stimolare la spesa interna, gli ingenti fondi erogati per la ricapitalizzazione dei sistemi bancari e gli effetti della recessione sul gettito fiscale hanno comportato nella maggior parte di esse cospicui disavanzi e un forte aumento del debito pubblico nel 2000 (tabella III.5). Dato anche

l'ingente volume degli impegni assunti e la quota già significativa degli interessi passivi sul totale delle uscite di bilancio, i disavanzi accumulati negli ultimi anni hanno fatto sì che le dinamiche del debito siano divenute un crescente fattore di vulnerabilità nell'area.

Negli ultimi tre anni la Cina ha fatto ampio ricorso allo stimolo fiscale per sostenere la crescita. Ne è conseguito un aumento costante del disavanzo di bilancio, salito da meno dell'1% del PIL nel 1996 a quasi il 3% l'anno scorso. Sebbene il debito pubblico sia rimasto moderato secondo parametri internazionali, l'onere finanziario di fatto si è aggravato a causa delle operazioni extra-bilancio e delle passività effettive e potenziali derivanti dalla risoluzione delle sofferenze bancarie. Anche gli impegni a fronte del sistema previdenziale sono verosimilmente elevati.

... in Cina ...

La vulnerabilità dell'India sul piano fiscale è evidenziata dal disavanzo di bilancio, rimasto prossimo al 5% del PIL. Poiché anche le amministrazioni degli Stati federali presentano ampi deficit, lo scorso anno il fabbisogno complessivo si è avvicinato al 10%, facendo salire il livello del debito delle amministrazioni pubbliche a oltre il 60% del PIL, percentuale che sale ulteriormente se si considerano le passività potenziali del settore finanziario e delle imprese a controllo statale. Sebbene il governo abbia progressivamente rinunciato alla monetizzazione dei disavanzi, l'ingente debito ha condotto a tassi reali relativamente elevati, facendo lievitare gli esborsi per il servizio e "spiazzando" gli

... e ancor più  
in India ...

Saldi di bilancio e debito pubblico									
	Saldo nominale			Esborsi per interessi			Debito pubblico		
	1996	1999	2000	1996	1999	2000	1996	1999	2000
	in percentuale del PIL								
Asia									
Cina	-0,9	- 2,2	-2,9	0,7	0,8	0,8	7,3	12,7	14,6
Hong Kong	2,2	0,8	-0,9	-	-	-	-	-	-
India	-4,9	- 5,4	-5,1	4,3	4,6	4,6	49,4	52,2	53,0
Corea	0,1	- 4,6	1,0	0,5	2,3	2,4	11,9	22,3	23,1
Singapore	14,7	10,3	11,4	-	-	-	74,0	88,5	84,5
Taiwan	-1,8	1,0	-0,3	1,4	1,5	2,0	26,4	27,5	29,8
Filippine	0,3	- 3,5	-3,9	3,4	3,4	4,0	53,2	59,2	64,9
Indonesia	1,1	- 1,6	-3,2	2,0	3,8	5,7	27,3	105,7	106,9
Malaysia	0,7	- 3,2	-5,8	2,7	2,6	2,7	35,3	37,3	37,0
Thailandia	0,7	- 2,6	-2,2	0,2	1,2	1,2	16,3	42,4	54,4
America latina									
Argentina	-2,2	- 2,6	-2,4	1,7	2,9	3,4	35,7	43,0	46,0
Brasile	-5,9	-10,3	-4,5	5,8	13,6	8,1	33,3	49,4	49,5
Cile	2,3	- 1,5	0,2	0,6	0,4	0,5	28,1	29,4	31,1
Colombia	-3,7	- 5,8	-6,9	1,9	3,3	4,5	14,4	29,4	36,8
Messico	-0,2	- 1,6	-1,3	3,7	3,2	3,3	31,1	25,7	23,5
Perù	-1,3	- 3,2	-3,2	2,4	2,1	2,2	45,2	37,5	35,6
Venezuela	0,7	- 2,3	-1,8	5,0	2,6	2,5	33,8	29,8	...
Nota: nel raffrontare i dati dei vari paesi va tenuto conto del fatto che le definizioni nazionali del settore pubblico non sono omogenee; per Hong Kong e Indonesia esercizio finanziario; per l'India, unicamente governo federale.									
Fonti: FMI; Institute of International Finance; statistiche nazionali; stime BRI.									
									Tabella III.5

investimenti privati. Conscio dell'importanza cruciale della sostenibilità delle finanze pubbliche, il governo ha varato una legge di responsabilizzazione fiscale che mira ad abbassare il disavanzo federale al 2% del PIL nell'arco dei prossimi cinque anni e il debito pubblico a meno del 50% del PIL entro dieci anni.

... nelle Filippine e in Indonesia

Il disequilibrio dei conti pubblici è diventato un problema anche in altri paesi asiatici. Le Filippine hanno un retaggio di scarsa disciplina fiscale, e il rapporto fra debito pubblico e PIL, pari a quasi il 65% a fine 2000, è fra i più elevati dell'area. Già lo scorso anno il raddoppio del disavanzo previsto è stato un fattore determinante del calo di fiducia degli investitori e delle pressioni sul tasso di cambio. L'Indonesia si è avvicinata ancor più al limite di sostenibilità del debito, stante la rapidità con cui questo è aumentato e il fatto che esso è in larga parte denominato in valuta estera. In effetti, negli ultimi due anni il governo si è avvalso degli afflussi di capitali ufficiali e delle vendite di cespiti patrimoniali per finanziare il pagamento degli interessi e i rimborsi. Con una quota di circa il 55% del PIL, il debito pubblico della Thailandia appariva ancora gestibile. Tuttavia, considerati i recenti programmi di rivitalizzazione del settore finanziario, il rapporto potrebbe salire rapidamente, a meno che non siano adottate misure per migliorare il saldo primario.

#### *Dipendenza delle economie asiatiche dalle esportazioni di prodotti ad alta tecnologia*

Minore domanda e prezzi in calo

Il settore delle tecnologie avanzate ha assunto una posizione sempre più preminente nelle esportazioni di molte economie asiatiche (tabella III.6). Le vendite di questi beni negli Stati Uniti sono quadruplicate nel corso dell'ultimo decennio. Secondo taluni indicatori, negli ultimi anni l'elettronica ha contribuito per due terzi alla ripresa della produzione industriale nell'area. Tuttavia, lo scorso anno molte economie dell'Asia hanno risentito sia della minore domanda mondiale di tali prodotti (grafico III.4) sia del più basso prezzo dei componenti (ad esempio, il prezzo di riferimento del semiconduttore DRAM è calato di quasi due terzi in corso d'anno). La caduta della domanda di vari

Esportazioni di prodotti ad alta tecnologia dalle economie asiatiche											
	Quota sulle esportazioni totali del paese verso l'area OCSE									Variazione % importazioni USA nei 12 mesi a	
	CN	HK	ID	KR	MY	PH	SG	TH	TW	giu. 00	feb. 01
Computer <sup>1</sup>	6	7	2	13	19	22	54	16	28	8	-6
Telecomunicazioni <sup>2</sup>	7	4	5	6	15	6	5	7	4	43	1
Componenti <sup>3</sup>	8	18	2	23	24	33	17	11	17	22	-2
<b>Totale</b>	<b>20</b>	<b>30</b>	<b>9</b>	<b>41</b>	<b>58</b>	<b>60</b>	<b>77</b>	<b>34</b>	<b>50</b>	<b>19</b>	<b>0</b>

CN = Cina; HK = Hong Kong; ID = Indonesia; KR = Corea; MY = Malaysia; PH = Filippine; SG = Singapore; TH = Thailandia; TW = Taiwan.

<sup>1</sup> Classificazione SITC 75: macchine per ufficio e per l'elaborazione automatica dei dati. <sup>2</sup> Classificazione SITC 76: apparecchi per le telecomunicazioni, dispositivi di registrazione e riproduzione audio. <sup>3</sup> Classificazione SITC 77: macchinari elettrici, dispositivi e apparecchiature non classificate alle voci precedenti e relative componenti elettriche.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali.

Tabella III.6



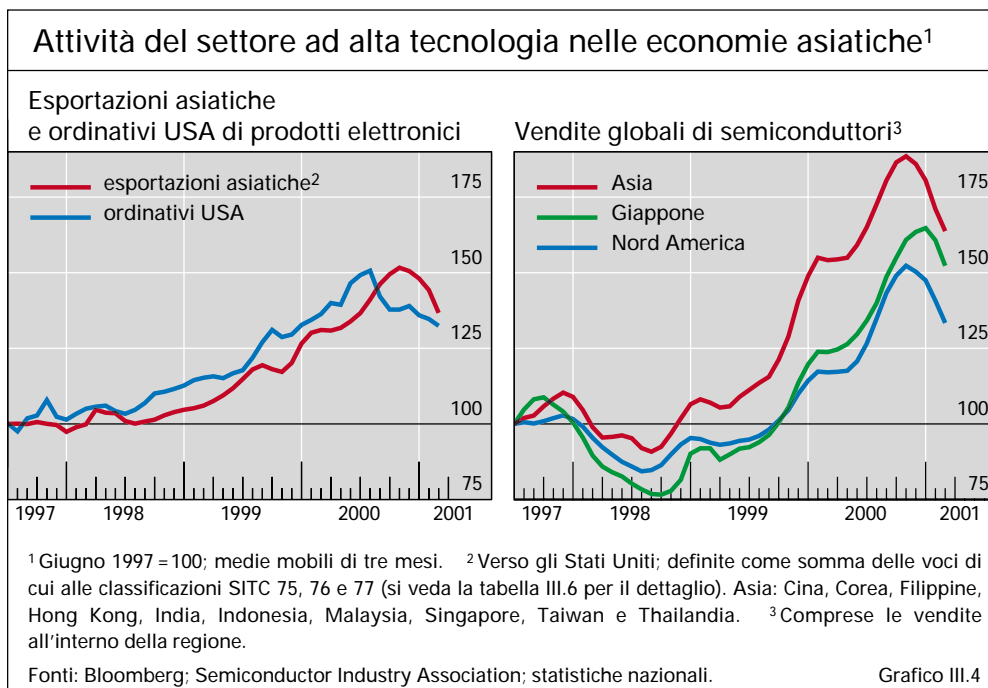
tipi di esportazioni high-tech è proseguita nei primi mesi del 2001, e sia le informazioni sugli ordinativi che i commenti delle associazioni di produttori fanno prevedere ulteriori forti diminuzioni.

Nondimeno, i dati della tabella possono fornire un quadro fuorviante dell'incidenza complessiva delle esportazioni di alta tecnologia in Asia e della misura in cui i singoli paesi sono esposti al rallentamento economico in corso. In primo luogo, in alcuni paesi le industrie del settore sono quasi interamente di proprietà straniera. Di conseguenza, prescindendo dalla pressione al ribasso sui salari, il calo dei prezzi potrebbe avere un impatto relativamente modesto sulle economie locali. In secondo luogo, a causa dei centri di produzione collegati, buona parte del commercio infraregionale consiste in forniture di componenti. Oltre ad accrescere il rischio di effetti di contagio per il tramite del commercio, ciò implica che la quota locale di valore aggiunto delle esportazioni, e quindi l'impatto sulla domanda finale, differisca sensibilmente da paese a paese. Ad esempio, nel 1999 le importazioni della Corea di prodotti high-tech sono equivalse a oltre il 60% delle sue esportazioni, e un terzo di tali importazioni – principalmente componenti – è provenuto da altre economie asiatiche emergenti. Nel caso delle Filippine la quota locale di valore aggiunto potrebbe non superare il 20%. Essa è parimenti bassa in Malaysia e Thailandia, mentre risulta relativamente alta a Singapore e Taiwan.

Nonostante ciò, è probabile che l'elevato e crescente contenuto tecnologico delle economie asiatiche abbia innalzato il loro tasso di crescita tendenziale e al tempo stesso accentuato le fluttuazioni congiunturali. Il ciclo produttivo dell'elettronica e degli altri prodotti ad alta tecnologia è molto più variabile di quello dei manufatti tradizionali. Di conseguenza, nel caso di un sensibile rallentamento dell'economia mondiale, la domanda di beni collegati all'informatica potrebbe calare ulteriormente in quanto le imprese differiscono il rinnovo delle apparecchiature. Negli Stati Uniti si è potuta

L'impatto sulla domanda finale dipende dal valore aggiunto locale

Conseguenze per il ciclo economico in Asia



osservare una forte e crescente correlazione fra il cash flow delle aziende e la spesa in computer.

### *Le prospettive a breve termine*

Clima globale  
meno favorevole

Fatta eccezione per Cina e India, le economie asiatiche appaiono più vulnerabili all'attuale indebolimento della crescita mondiale rispetto alla maggior parte degli altri paesi emergenti. Come si è detto, molte di esse sono fortemente esposte alla minore domanda di prodotti elettronici. Le esportazioni complessive risentiranno anche della crescita generalmente più lenta negli Stati Uniti e delle mediocri prospettive economiche in Giappone. Infine, nonostante le riforme, resta da verificare la resilienza delle strutture e dei bilanci nei settori finanziario e delle imprese di fronte a una contrazione ciclica.

Misure per  
stimolare la  
domanda interna

In risposta al deterioramento delle prospettive, al calo dei tassi d'interesse nei paesi industriali e, in taluni casi, all'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche, agli inizi di quest'anno diversi paesi hanno allentato la politica monetaria. In aggiunta agli stimoli di bilancio addizionali, le autorità cinesi hanno avviato un programma di liberalizzazione dei tassi d'interesse e dei mercati finanziari, annunciando altresì l'intento di passare gradualmente a un regime di cambio più flessibile. Malaysia e Taiwan hanno programmato importanti incrementi della spesa pubblica, mentre l'ultima legge di bilancio presentata in India prevedeva un'ulteriore deregolamentazione degli investimenti, nonché nuove riforme per accelerare la crescita.

## America latina

### *Crescita economica ed evoluzione del settore esterno*

Ripresa della  
crescita nel 2000 ...

Dopo la grave recessione del 1998-99, lo scorso anno le economie latino-americane hanno avuto una vigorosa ripresa. Il PIL reale è aumentato di oltre il 4% e, nella maggior parte dei casi, l'inflazione si è stabilizzata al di sotto del 10%. Quasi tutti i paesi dell'area hanno conseguito tassi di crescita positivi, con in testa le due economie maggiori, Brasile e Messico. La più importante eccezione a questa favorevole tendenza è costituita dall'Argentina, dove il prodotto è nuovamente diminuito. I progressi nelle bilance correnti sono stati invece modesti. L'espansione è stata in genere più rapida nella prima metà dell'anno, mentre nel secondo semestre il rallentamento dell'economia USA ha iniziato a pesare sulle esportazioni. Inoltre, l'accentuata volatilità sui mercati finanziari mondiali, insieme ai rinnovati timori per le restanti vulnerabilità fiscali hanno raffrenato i flussi di capitali verso la regione. Nell'ultima parte dell'anno è anche emerso il timore che fattori politici potessero influire negativamente sugli andamenti economici in Argentina, Colombia, Perù e Venezuela.

... grazie  
soprattutto alla  
domanda interna e  
alle esportazioni  
petrolifere

Sebbene nel 2000 le esportazioni totali dell'area siano aumentate di oltre il 20% in termini di valore, nella maggioranza dei paesi la crescita del prodotto è stata trainata dalla domanda interna (tabella III.7). Le variazioni delle ragioni di scambio hanno in genere favorito gli esportatori di petrolio, poiché i corsi della maggior parte delle derrate agricole hanno ristagnato o sono addirittura calati, e soltanto i metalli (specie il rame) hanno fatto segnare un rincaro

Interscambio, esportazioni petrolifere e crescita in America latina nel 2000						
	Saldo della bilancia corrente <sup>1</sup>	Esportazioni nette di petrolio <sup>1</sup>	Contributi alla crescita <sup>2</sup>		Ragioni di scambio <sup>3</sup>	Grado di apertura <sup>4</sup>
			Esportazioni nette di petrolio	Esportazioni nette non petrolifere		
Argentina	- 9,4	3,6	0,5	0,7	6	22
Brasile	-24,6	-6,0	-0,5	0,6	-7	24
Cile	- 1,0	-1,9	-1,3	1,0	2	61
Colombia	0,1	4,3	1,0	-0,3	16	35
Ecuador	1,4	2,4	6,7	-5,3	14	77
Messico	-17,7	16,4	1,3	-1,9	3	64
Perù	- 1,6	-0,7	-0,6	0,9	-1	34
Venezuela	13,4	26,4	9,8	2,6	44	47
Totale	-39,7	44,5	1,0	-0,1	3	41

<sup>1</sup>In miliardi di dollari USA. <sup>2</sup>Del PIL nominale, in punti percentuali. <sup>3</sup>Dell'interscambio mercantile, variazione percentuale annua. <sup>4</sup>Somma delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi, in percentuale del PIL.

Fonti: Commissione economica per l'America latina e i Caraibi; J.P. Morgan; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella III.7

significativo. Le vendite all'estero di petrolio hanno contribuito in misura determinante a ridurre il disavanzo corrente esterno dell'area in rapporto al PIL, sceso al 2% rispetto al 3% nel 1999.

Poiché le economie latino-americane continuano a essere piuttosto chiuse (con le eccezioni di Cile, Ecuador e Messico), è stata necessariamente la domanda interna ad avere il ruolo principale nel riattivare la crescita. Tuttavia, nel 2000 le determinanti della crescita della domanda sono state squilibrate: gli investimenti sono aumentati soltanto in Messico e, partendo da un basso livello, in Colombia. Negli altri paesi dell'area i consumi privati hanno sopravanzato la crescita del PIL reale, causando una forte accelerazione delle importazioni. Alla debolezza degli investimenti interni si è inoltre accompagnata una contrazione degli afflussi di IDE, soprattutto in Argentina e Cile. Vista in tale contesto, l'esuberanza dei consumi e delle importazioni, congiunta al recente indebolimento della domanda estera, suscita timori circa la sostenibilità della crescita nell'America latina, anche ipotizzando che rimangano favorevoli le condizioni finanziarie esterne.

Gli investimenti rimangono deboli

#### *Cambiamenti nella combinazione delle politiche*

Le economie dell'America latina avevano reagito al rallentamento dell'attività e alle turbolenze dei mercati finanziari nel 1998-99 con una combinazione di politiche monetarie e fiscali più restrittive e, in alcuni casi, di un regime di cambio più flessibile. Allorché è migliorato il contesto esterno, agli inizi del 2000, l'azione è stata orientata a ridurre ulteriormente i disavanzi di bilancio, allentando nel contempo le condizioni monetarie. Inoltre, diversi paesi hanno cercato di migliorare la competitività attraverso riforme strutturali.

Nuova combinazione delle politiche nel 2000

Lo scorso anno i paesi dell'America latina hanno beneficiato di condizioni per lo più favorevoli sui mercati finanziari internazionali. Gli afflussi netti

Condizioni favorevoli sui mercati finanziari

stimati di capitali privati nell'area sono rimasti pressoché stazionari a circa \$40 miliardi, coprendo gran parte del disavanzo corrente. Tuttavia, gli afflussi hanno mostrato una forte variabilità e si sono concentrati in Brasile e Messico. Inoltre, le emissioni obbligazionarie sono servite in larga parte a rimpiazzare passività preesistenti con nuovi titoli a più lunga scadenza. Gli spreads sui titoli di Stato a lungo termine sono mediamente aumentati in corso d'anno, di riflesso a timori specifici a livello di singoli paesi.

Le condizioni monetarie si fanno più distese ...

L'allentamento del vincolo di liquidità esterna ha permesso a molti paesi dell'area di rendere più distese le condizioni monetarie. In *Brasile* la banca centrale ha abbassato il tasso di riferimento, portandolo dal 19% a fine 1999 al 16½% nel luglio 2000 e quindi al 15¾% in dicembre. Ciò ha determinato una forte espansione del credito al settore privato, all'interno del quale è migliorata la posizione finanziaria delle famiglie grazie alla ripresa economica e al sensibile aumento dell'occupazione. Agli inizi del 2001 la banca centrale brasiliana ha ridotto il tasso guida di altri 50 punti base, per poi rialzarlo di complessivi 100 punti tra fine marzo e metà aprile, allorché il real si è indebolito e sono emerse pressioni dal lato della domanda. I tassi d'interesse sono stati parimenti abbassati in *Colombia* e, nella seconda parte del 2000, in *Cile*, mentre le autorità del *Perù* hanno ridotto gli obblighi di riserva. Per contro, il *Messico* ha dovuto inasprire la politica monetaria durante l'anno al fine di prevenire un surriscaldamento della domanda interna.

... e i conti pubblici migliorano

Nel 2000 la situazione delle finanze pubbliche nei paesi latino-americani è migliorata in generale, con l'importante eccezione dell'Argentina. Le entrate sono cresciute grazie alla ripresa congiunturale e, nei paesi esportatori di petrolio, al forte aumento dei proventi petroliferi. Numerosi governi hanno anche beneficiato di più bassi costi per il servizio del debito (il Brasile, ad esempio, nella misura del 5% del PIL). Mediamente i disavanzi di bilancio sono scesi al 2,8% del PIL, da quasi il 4% nel 1999. I miglioramenti maggiori si sono avuti in Brasile e Cile.

Introdotte leggi di disciplina fiscale ...

Nonostante tali progressi, in molti paesi la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche continua a essere fonte di preoccupazione. In *Brasile* il problema è stato affrontato varando una legge di disciplina fiscale che prescrive alle amministrazioni di ogni livello di bilanciare le uscite e le entrate correnti, di limitare la spesa per il personale e di mantenere entro limiti prestabiliti il rapporto fra indebitamento ed entrate correnti. In *Argentina* e in *Perù* è stata approvata una normativa che dispone incrementi di spesa in linea con la crescita economica e l'istituzione di un fondo di stabilizzazione fiscale. Mediante l'imposizione di tali vincoli le leggi mirano ad accrescere la credibilità della politica fiscale, così come la ratificazione dell'autonomia della banca centrale e l'adozione di obiettivi di inflazione (o di ancoraggi molto stringenti) intendono rafforzare la credibilità in ambito monetario.

... cui deve però seguire un'applicazione rigorosa

In Brasile lo scorso anno la nuova legislazione finanziaria è stata affiancata da programmi di politica fiscale coerenti e da una solida crescita economica, dstando così un'impressione favorevole presso gli investitori. In Argentina, per contro, l'attuazione della legge sulla solvibilità fiscale è stata rimandata al 2005, togliendo credibilità alla disciplina di bilancio (si veda oltre). Gli investitori non sono stati impressionati positivamente

neppure dall'adozione in Cile di misure di bilancio discrezionali nella seconda metà del 2000.

### *Recessione in Argentina*

La mancata ripresa in Argentina ha costituito la principale eccezione ai favorevoli andamenti macroeconomici della regione. Anche se il paese ha subito una serie di shock esogeni negli ultimi anni, l'instabilità politica interna ha senza dubbio contribuito a rinviare le decisioni d'investimento e a deprimere la fiducia dei consumatori. In particolare, il livello eccessivamente elevato della spesa pubblica ha esercitato una costante spinta verso l'alto sui tassi d'interesse. Ciò non solo ha fatto lievitare i costi per il servizio del debito, ma ha avuto anche contraccolpi sul gettito. Inoltre, la revisione degli obiettivi fiscali a breve termine ha ritardato l'attuazione della clausola di pareggio del bilancio prevista dalla legge sulla solvibilità fiscale, essenziale per ridurre la pressione tributaria e ripristinare la competitività di industrie locali operanti entro il vincolo posto dal regime di "currency board".

In Argentina è necessaria una riforma fiscale ...

In assenza di un impegno politico, specie a livello provinciale, ad affrontare decisamente il problema fiscale, l'accordo con il FMI del dicembre 2000 non è riuscito a migliorare la fiducia del mercato. Nel marzo 2001 gli spreads obbligazionari si sono nuovamente ampliati e i tassi d'interesse interni sono aumentati sensibilmente, di riflesso alla percezione di un accresciuto rischio di credito da parte degli operatori. In aprile i requisiti di liquidità delle banche sono stati modificati, allentando in tal modo la pressione immediata sul fabbisogno di finanziamento pubblico in valuta. A più lungo termine, tuttavia, le valutazioni del rischio di credito dipenderanno dal più ampio contesto di politica economica, comprendente disciplina di bilancio, prospettive di crescita reale e solidità del sistema bancario.

... ma manca il sostegno politico

### *Privatizzazioni e ristrutturazioni nel settore bancario*

Notevoli progressi sono stati compiuti nella privatizzazione di aziende statali, che nel 2000 ha fruttato alla regione proventi stimati in circa \$15 miliardi. Al Brasile va attribuita la quota maggiore di tali introiti, mentre il primato nell'acquisizione di attività latino-americane spetta a società e banche spagnole. Maggiore rilievo è stato inoltre posto sulla deregolamentazione e sulla promozione della concorrenza nei settori dell'energia e dei servizi di pubblica utilità, di telecomunicazione e di trasporto, compreso l'utilizzo di concessioni al settore privato per soddisfare le esigenze infrastrutturali. Benché sia prevedibile un rallentamento nel ritmo delle privatizzazioni nel corso degli anni, il volume di attività pubbliche destinabili alla vendita resta cospicuo.

Progressi nelle privatizzazioni

Un annoso ostacolo agli investimenti privati in America latina è stata l'inefficienza dell'intermediazione finanziaria. Per risolvere tale problema, Argentina e Perù hanno incoraggiato il consolidamento del settore bancario, mentre Brasile e Messico hanno varato importanti programmi di privatizzazione. Inoltre, la regione si è aperta alle banche estere, la cui quota sulle attività totali dei sistemi bancari latino-americani è salita fino al 40% nel 2000, dal 10% circa della metà degli anni novanta. Con il loro apporto di capitali,

Si accresce il ruolo delle banche estere ...

know-how e tecnologia, le banche estere hanno rafforzato la solidità e la stabilità dei sistemi bancari della regione.

... ma il credito bancario continua a diminuire in termini reali

Nonostante l'accresciuta presenza di banche estere e l'allentamento delle condizioni monetarie, nel 2000 il credito bancario ha subito una flessione in termini reali, fuorché in Brasile, Cile e Venezuela. Una spiegazione di tale fenomeno è stata la riluttanza mostrata dalle banche estere a finanziare aziende pubbliche, nonché imprese medio-piccole ritenute rischiose e sprovviste di adeguate garanzie. Inoltre, a seguito delle privatizzazioni sono stati chiusi numerosi sportelli i cui gestori avevano una buona conoscenza della clientela locale. La politica creditizia delle banche interne potrebbe essere divenuta più prudente anche a causa della necessità di ristrutturare l'operatività in un contesto di accresciuta concorrenza. In *Messico*, ad esempio, il credito bancario al settore privato in rapporto al PIL si è dimezzato dal 1994, anche se \$76 miliardi circa di fondi pubblici sono stati impiegati nella ristrutturazione di bilanci bancari. Viceversa, è cresciuto fortemente il credito accordato da fornitori e altre fonti non bancarie, cosicché produzione, esportazioni e acquisti di beni durevoli da parte delle famiglie non ne hanno risentito. Anche le banche medio-piccole della regione si sono mostrate vulnerabili (Argentina, Brasile e Messico ne annoverano complessivamente circa 300). In Perù varie istituzioni di questo tipo sono fallite lo scorso anno; date le crescenti pressioni competitive, la sopravvivenza delle altre potrebbe dipendere dalla loro capacità di riorientare le strategie aziendali verso nicchie di mercato.

## Africa

Migliora la crescita nel 2000

Favorita da una maggiore espansione del reddito reale nei paesi esportatori di greggio e da un certo recupero nei prezzi delle materie prime non petrolifere, l'Africa ha segnato un miglioramento dell'attività economica lo scorso anno. Tuttavia il tasso medio di crescita, al livello del 3%, è rimasto inferiore a quello di altre regioni. Ancora una volta, il basso grado di integrazione nell'economia globale e una struttura delle esportazioni non diversificata hanno impedito al continente di trarre vantaggio dal forte aumento dell'interscambio mondiale. Mentre il netto rialzo delle quotazioni petrolifere ha sospinto l'attività economica nell'Africa settentrionale e occidentale, la maggior parte dei paesi sub-sahariani ha accusato pesanti perdite di ragioni di scambio e un sensibile deterioramento dei disavanzi correnti. Nondimeno, i paesi con un quadro di politica economica più sano e infrastrutture più sviluppate, come il Botswana e la Tanzania, sono comunque riusciti a migliorare i loro risultati economici. Per converso, la crescita ha stentato nei paesi colpiti da guerre civili (Repubblica Democratica del Congo e Zimbabwe) o da avverse condizioni climatiche (Kenya).

Inflazione più elevata e squilibri esterni

Le pressioni inflazionistiche si sono acuite in diversi paesi, trainate dai rincari del petrolio e da un'espansione fiscale insostenibile. Ad esempio, i tassi annui d'inflazione di Ghana e Zimbabwe sono aumentati lo scorso anno rispettivamente al 25 e a oltre il 50% proprio sulla scia di un netto peggioramento dei saldi di bilancio. Viceversa, l'inflazione nella zona del franco CFA si è attestata intorno al 2%, e alcuni paesi hanno persino registrato

una deflazione dei prezzi. In numerosi casi, i crescenti squilibri di bilancio sembrano aver influito sui precari conti con l'estero, facendo salire il fabbisogno di finanziamento esterno a livelli elevati.

In *Sudafrica* lo scorso anno la crescita ha segnato una ripresa, che si è accompagnata a guadagni di produttività e a un rafforzamento delle finanze pubbliche. La migliorata performance dell'economia si è tradotta in un modesto disavanzo corrente, in un'inversione dei deflussi di capitale e, dopo un forte deprezzamento del rand, nel ritorno alla stabilità sul mercato valutario. Tuttavia, il persistente cedimento del tasso di occupazione nell'economia ufficiale resta un problema serio. Pertanto il paese è tuttora confrontato con l'esigenza di abbassare i salari reali per creare i margini e gli incentivi necessari affinché le imprese accrescano occupazione e investimenti. È questa l'unica base solida su cui fondare durevoli miglioramenti del tenore di vita.

In prospettiva, la sfida più importante che ha dinanzi a sé la quasi totalità dei paesi africani è come innalzare i bassi saggi del risparmio e dell'investimento. Il vincolo principale su entrambi questi versanti continua a essere l'inadeguatezza dell'azione di governo. Molto resta da fare per porre in atto sane politiche macroeconomiche e ristabilire la fiducia nella legge. È altresì fondamentale costruire un'infrastruttura finanziaria in grado di migliorare il clima di mercato e incanalare il risparmio interno ed estero verso i settori appropriati. Nonostante i tentativi di liberalizzazione finanziaria, il sistema bancario resta caratterizzato da un controllo statale pervasivo e da infrastrutture regolamentari e legislative insufficientemente sviluppate. Sulle prospettive d'investimento influisce anche l'accresciuta incertezza politica, che pregiudica evidentemente la credibilità delle politiche fiscali e monetarie. A causa di tali carenze, gli afflussi netti di capitali verso l'Africa rappresentano una percentuale assai esigua dei flussi aggregati alle economie emergenti; molti paesi africani hanno anzi registrato deflussi netti negli ultimi anni. Inoltre, non ha per nulla giovato il fatto che le prospettive di diversificazione delle esportazioni siano state ostacolate da un accesso inadeguato ai mercati delle economie avanzate. L'Unione europea ha iniziato lo scorso anno a rimuovere le restrizioni sulle esportazioni agricole dall'Africa, sollecitando altri paesi a seguire il suo esempio.

In Sudafrica crescita in recupero, ma la disoccupazione resta alta

Per promuovere lo sviluppo è essenziale aumentare gli investimenti

## Medio Oriente

Grazie agli aumenti del prezzo e della produzione del petrolio, il PIL nel Medio Oriente è salito mediamente a quasi il 5% lo scorso anno, la percentuale più alta in circa un decennio. I principali esportatori di petrolio hanno registrato avanzi di bilancia dei pagamenti pari in media al 15% del PIL. Tuttavia, poiché i maggiori proventi sono stati principalmente impiegati per rimborsare il debito o per consolidare le finanze pubbliche, l'inflazione è rimasta bassa, tranne che in *Iran* e nello *Yemen*. Al fine di ridurre la loro esposizione alla volatilità dei corsi petroliferi, i principali paesi esportatori, guidati dall'*Arabia Saudita*, hanno avviato riforme per rafforzare gli altri settori della produzione cercando, al tempo stesso, di stabilizzare i prezzi del greggio adeguandone l'offerta alla domanda attesa.

I proventi stimolano l'attività produttiva dei paesi petroliferi

Crescita  
leggermente  
inferiore  
nella gran parte  
degli altri paesi

I paesi in cui l'incidenza delle esportazioni petrolifere è minore hanno accusato una lieve decelerazione della crescita rispetto al 1999. In *Egitto*, ad esempio, una crisi di liquidità nel settore bancario e il risultante rallentamento nell'espansione del credito hanno influito negativamente sul prodotto agli inizi dell'anno passato. Inoltre, dopo gli importanti cambiamenti strutturali a metà dello scorso decennio, il processo di riforma sembra aver segnato il passo negli ultimi anni. Nel 2000 il ritmo di crescita in *Giordania* e *Siria* è migliorato leggermente e l'inflazione è rimasta bassa; anche qui però, come in Egitto, le riforme nell'ambito del commercio e degli investimenti esteri sono parse progredire più lentamente. In *Israele* la crescita è aumentata su base annua al 6%; tuttavia, data la rilevanza delle esportazioni tecnologiche, il paese è stato fra i primi ad avvertire gli effetti dell'inversione del ciclo globale dell'elettronica. Del resto, un'inflazione decisamente inferiore al target della banca centrale e un rapporto disavanzo pubblico/PIL abbassato al disotto dell'1% hanno reso meno stringenti i vincoli di politica economica.

## Europa centrale e orientale

### *Andamenti della crescita e del settore esterno*

Crescita del PIL in  
tutte le economie  
in transizione ...

Per la prima volta dal 1988, lo scorso anno le economie europee in transizione e le repubbliche dell'ex Unione sovietica hanno tutte segnato aumenti del PIL reale. La crescita media ha sfiorato il 6%, mostrando all'interno dell'area andamenti meno dissimili. I paesi esportatori di petrolio e di gas (compresa la Russia) hanno registrato l'espansione più elevata, mentre in alcune delle economie dell'ex URSS sprovviste di risorse e orientate all'interno lo sviluppo è stato piuttosto contenuto. La crescita dei consumi è rimasta per lo più inferiore a quella del PIL, allorché gli investimenti di Repubblica ceca, Russia, Ucraina e Ungheria si sono sensibilmente rafforzati.

... trainata dalle  
esportazioni e dal  
petrolio

Nel 2000 la crescita è stata in massima parte indotta dall'estero, favorita dalla forte espansione dell'Unione europea e dagli alti prezzi del petrolio. I conti correnti sono migliorati visibilmente: la Russia ha registrato un'ampia eccedenza, e quasi tutti gli altri paesi dell'area hanno ridotto i propri disavanzi. Oltre che per pagare le maggiori importazioni, le economie in transizione hanno impiegato i più alti proventi delle esportazioni per incrementare le riserve e diminuire il debito estero.

Ripresa sostenuta  
in Russia, dovuta  
però a fattori  
transitori

In *Russia* il tasso di cambio effettivo reale è aumentato nettamente – pur rimanendo inferiore del 30% circa ai livelli precedenti la crisi – e ciò ha stimolato la crescita sia delle industrie orientate all'esportazione sia di quelle in concorrenza con le importazioni. A sua volta, l'accresciuta redditività di tali industrie ha incentivato gli investimenti giacché, in assenza di mercati finanziari sviluppati, i profitti non distribuiti restano la principale fonte di finanziamento. L'aspetto negativo dell'espansione economica è stato l'ulteriore rinvio nell'attuazione delle riforme strutturali, specie quelle volte a migliorare il sistema tributario e la pubblica amministrazione. Inoltre, l'indebolimento della crescita industriale e il rialzo dell'inflazione nel primo trimestre 2001 dimostrano come gli effetti positivi degli alti prezzi dell'energia e del deprezzamento del rublo abbiano cominciato a esaurirsi. Le prospettive per l'economia



russe continueranno quindi a dipendere fortemente dall'evoluzione futura dei prezzi dell'energia e della competitività esterna.

### *Inflazione, politiche macroeconomiche e disoccupazione*

L'inflazione è accelerata in tutta la regione, eccetto la Russia, principalmente a causa dei prezzi del petrolio e del gas. Fra le altre spinte provenienti dal lato dei costi figurano gli adeguamenti delle aliquote fiscali – IVA e imposte sui consumi – e dei prezzi amministrati. Poiché le imprese di pubblica utilità sono rimaste in ampia misura di proprietà statale, si è ritenuto necessario incrementare i prezzi amministrati per ridurre il deficit del settore pubblico e accrescere l'efficienza allocativa, nonostante gli effetti a breve sull'inflazione. In Russia, viceversa, il rincaro mondiale delle fonti energetiche ha consentito alle autorità di differire gli aggiustamenti dei prezzi amministrati fino agli inizi del 2001, e ciò ha fornito un sussidio implicito agli utilizzatori di energia, specie nel settore industriale.

L'inflazione accelera

Dato il dinamismo dell'attività produttiva, le politiche macroeconomiche nella regione si sono focalizzate su possibili segnali di surriscaldamento. Agli inizi dell'anno gli afflussi di capitale verso Polonia e Repubblica ceca erano sostenuti; ciò ha determinato spinte al rialzo sui cambi nominali e ha costituito uno dei fattori che hanno condotto alla fluttuazione dello zloty nell'aprile 2000 (grafico III.5). Con il forte aumento della fattura petrolifera e il rafforzamento della domanda interna, i disavanzi commerciali sono peggiorati o rimasti ampi. In risposta, la banca centrale *polacca* ha innalzato i tassi d'interesse di 250 punti base fra gennaio e agosto 2000. Inoltre, essa si è mostrata riluttante ad abbassarli in seguito, temendo anche per la propria credibilità, dato che per due anni consecutivi gli obiettivi di inflazione erano stati superati. Ritenendo che la politica fiscale fosse troppo espansiva, la banca centrale ha tagliato i tassi solo dopo l'annuncio di un bilancio relativamente restrittivo per il 2001. Le autorità *ceche*, per contro, hanno lasciato invariati i tassi nominali, giacché l'apprezzamento della corona aveva ridotto la minaccia inflazionistica e l'economia era ancora in fase di ripresa dopo la prolungata recessione del 1997-99. In ottobre la banca centrale *ungherese* ha aumentato i tassi overnight in reazione a segnali di reviviscenza dell'inflazione. Essa ha fatto rilevare che sarebbe stato preferibile lasciare apprezzare il forint ampliandone la banda di oscillazione, data la forte posizione competitiva dell'industria manifatturiera, ma il governo ha sostenuto che tale provvedimento sarebbe stato prematuro e che avrebbe potuto frenare la crescita delle esportazioni.

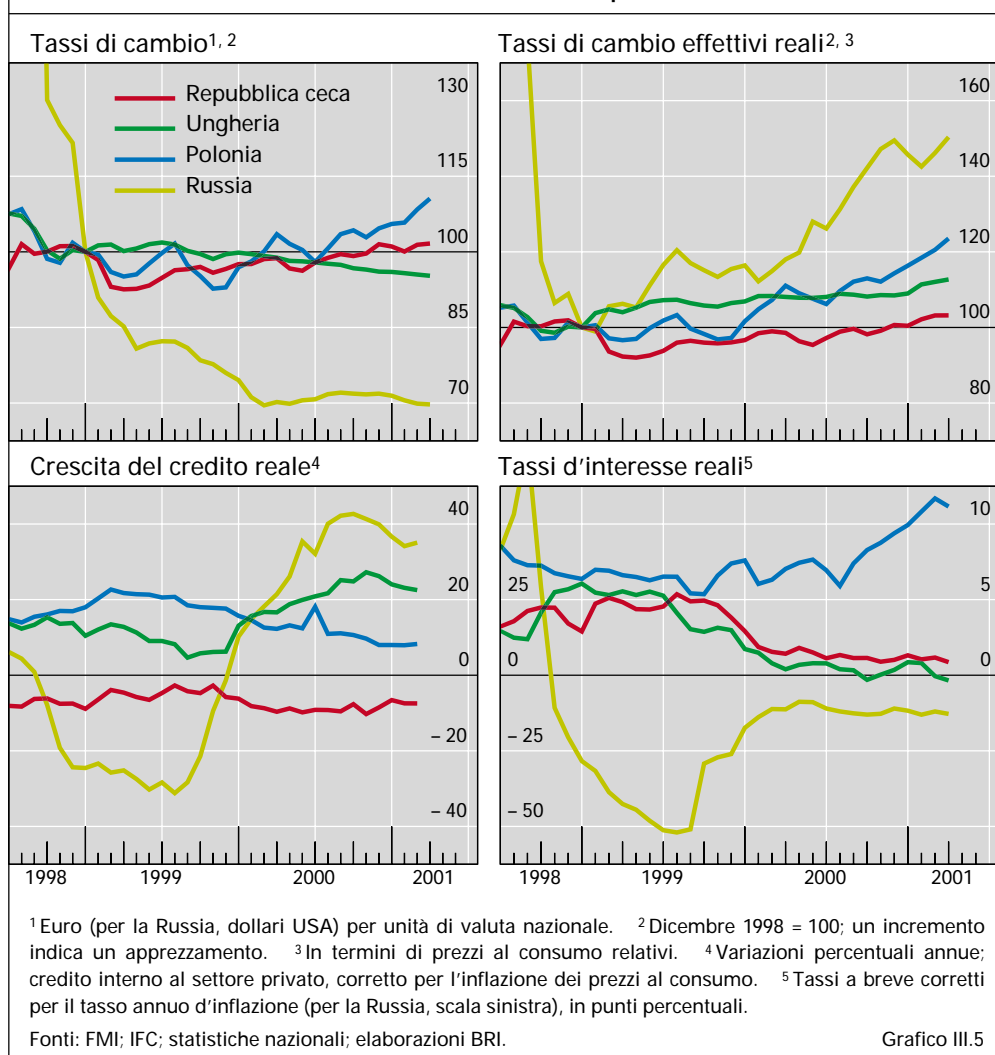
Interazione fra tassi d'interesse e cambio

In Russia gli elevati proventi petroliferi e le pressioni al rialzo sul rublo hanno consentito alla banca centrale di acquisire lo scorso anno riserve per \$16 miliardi, tradottesi in un'espansione del 60% della base monetaria. Anche se le potenziali conseguenze inflazionistiche sono state mitigate da una ripresa della domanda di moneta, le sue implicazioni per la stabilità finanziaria rischiavano di essere gravi, poiché i tassi d'interesse reali rimanevano negativi e il sistema bancario era tecnicamente impreparato a erogare un ingente volume di crediti in modo prudente.

Espansione della domanda di moneta in Russia

Le politiche fiscali sono state per lo più accomodanti; gli Stati baltici hanno ridotto in misura sensibile il loro disavanzo di bilancio, mentre per l'Ungheria

## Andamenti dei mercati finanziari in Europa centrale e in Russia



Aumenti delle entrate e delle spese pubbliche

esso è rimasto praticamente invariato rispetto al 1999. Nella Repubblica ceca il rapporto deficit/PIL è salito al 5% a causa dei costi connessi con il salvataggio della terza banca commerciale del paese. La Russia ha registrato un ampio avanzo di bilancio nel 2000, sebbene buona parte dei maggiori proventi petroliferi sia stata impiegata per il pagamento di retribuzioni arretrate e per innalzare i minimi salariali e pensionistici.

Crescita dell'occupazione ancora debole

La forte espansione economica ha recato scarso sollievo ai mercati del lavoro delle economie in transizione. Se la Repubblica ceca e l'Ungheria sono riuscite a mantenere il tasso di disoccupazione al disotto del 10% nel 2000, in altri paesi dell'area esso si è situato fra il 15 e il 25%. La crescita della produttività del lavoro nell'industria è stata in media di quasi il 15% ma, ad eccezione dell'Ungheria, questo risultato è per lo più dovuto a tagli dell'occupazione. In Russia, invece, il mercato del lavoro è migliorato significativamente e il tasso di disoccupazione è calato di due punti percentuali, al 10%. In termini reali, i redditi sono cresciuti del 10% mentre i salari sono rimasti inferiori ai livelli precrisi.

In Ungheria i risultati relativamente buoni in termini di creazione di posti di lavoro dimostrano come, in aggiunta al mantenimento della stabilità macro-economica e alla creazione di un contesto propizio agli investimenti esteri, per la riuscita della strategia occupazionale siano essenziali la deregolamentazione del mercato del lavoro e la riforma fiscale. In particolare, dato che nell'economia ufficiale il posto di lavoro gode di un'elevata protezione e che in quella non ufficiale i lavoratori spesso evadono totalmente le imposte, i contributi sociali a carico dei datori di lavoro nel settore ufficiale ammontano sovente al 15–20% del PIL, contro il 9% nei paesi dell'Europa occidentale. Quest'onere sproporzionato, insieme a una rigida legislazione fiscale, accresce sensibilmente sia i costi che i rischi connessi con l'assunzione regolare di nuovo personale. Inoltre, a causa della pressione esercitata dalla disoccupazione sui bilanci pubblici, si rende necessaria una gestione monetaria relativamente restrittiva, che limita ulteriormente il margine di manovra delle politiche orientate alla crescita.

Deregolamentazione e riforme fiscali per migliorare il mercato del lavoro

## Crisi in Turchia

Con l'adozione di un programma disinflazionistico nell'ultimo scorcio del 1999, la crescita reale in Turchia era accelerata e sui mercati finanziari era ritornata la fiducia. Nel 2000 il prodotto è salito a un tasso stimato del 6%, contro un calo del 5% l'anno precedente. Alla fine di ottobre l'inflazione era scesa da una media annua del 65% nel 1999 al 44%, e i tassi d'interesse overnight erano diminuiti al 26%. Il principale obiettivo del programma era quello di riportare entro il 2003 l'inflazione al disotto del 10%, attraverso riforme strutturali volte a ridurre drasticamente la spesa statale e un regime di "crawling peg" per il tasso di cambio. Con interessi sul debito pubblico pari a circa il 14% del PIL a fine 1999, il successo del programma dipendeva fortemente dal mantenimento del clima di fiducia e dal rispetto dei tempi previsti per la realizzazione delle riforme strutturali.

Disinflazione subordinata alle riforme strutturali

Malauguratamente, il netto aumento dei prezzi petroliferi, la vulnerabilità delle banche locali in un contesto di tassi d'inflazione e d'interesse in calo, nonché i ritardi nel privatizzare enti pubblici di primaria importanza hanno gradualmente pregiudicato le prospettive di riuscita del programma. Inoltre, l'inflazione non è diminuita abbastanza velocemente da impedire una perdita di competitività sull'estero, cosicché nel 2000 il disavanzo corrente è salito a quasi il 5% del PIL. Di conseguenza, a fine novembre i tassi di mercato sono aumentati nettamente e la liquidità interbancaria si è prosciugata, causando il fallimento di una banca di media dimensione. La crisi che ne è derivata è stata risolta grazie a un pacchetto di sostegno del FMI per \$10 miliardi, che prevedeva il ristabilimento della rotta tracciata per le riforme strutturali.

La crisi di novembre viene risolta prontamente ...

A causa di controversie politiche, agli inizi del 2001 gli investitori interni ed esteri sono tornati a chiedersi se il governo godesse del sostegno pubblico necessario a porre in atto le misure occorrenti per ristrutturare il debole settore bancario e ridurre l'inflazione. La perdita di fiducia degli investitori ha causato ingenti deflussi di capitale e un brusco aumento dei tassi d'interesse, costringendo le autorità ad abbandonare l'ancoraggio del cambio a fine febbraio.

... senza però affrontare le vulnerabilità di fondo

La lira in libera fluttuazione ha permesso alla banca centrale di fornire maggiore liquidità, e a fine marzo il tasso di cambio si è stabilizzato, unitamente ai corsi azionari e obbligazionari, intorno al 30-40% al disotto dei livelli precrisi.

Gli alti costi della crisi di febbraio

Il costo della crisi e il suo impatto sul settore pubblico sono stati considerevoli. Anche se le esportazioni di beni e gli introiti per turismo dovrebbero beneficiare del deprezzamento della lira, la Turchia potrebbe accusare un calo del prodotto nel 2001. Nel breve periodo l'inflazione sembra destinata ad aumentare sensibilmente, giacché la traslazione sui prezzi dei movimenti del cambio nel paese è storicamente elevata. Inoltre, con uno stock di debito estero a breve stimato al 14% del PIL a fine 2000, l'onere del relativo servizio in termini di moneta nazionale si è incrementato di un terzo dal deprezzamento del febbraio scorso. Infine, si calcola che i crediti in sofferenza delle banche commerciali acquisite dallo Stato nell'ultimo biennio ammontino a circa \$12 miliardi. Un accordo per il rinnovo del debito e un programma credibile di riforma del settore bancario sono pertanto i presupposti essenziali per conseguire la stabilizzazione macroeconomica nel corrente anno.

## Cambiamenti nel processo inflazionistico nelle economie di mercato emergenti

Netto calo dell'inflazione nella seconda metà degli anni novanta

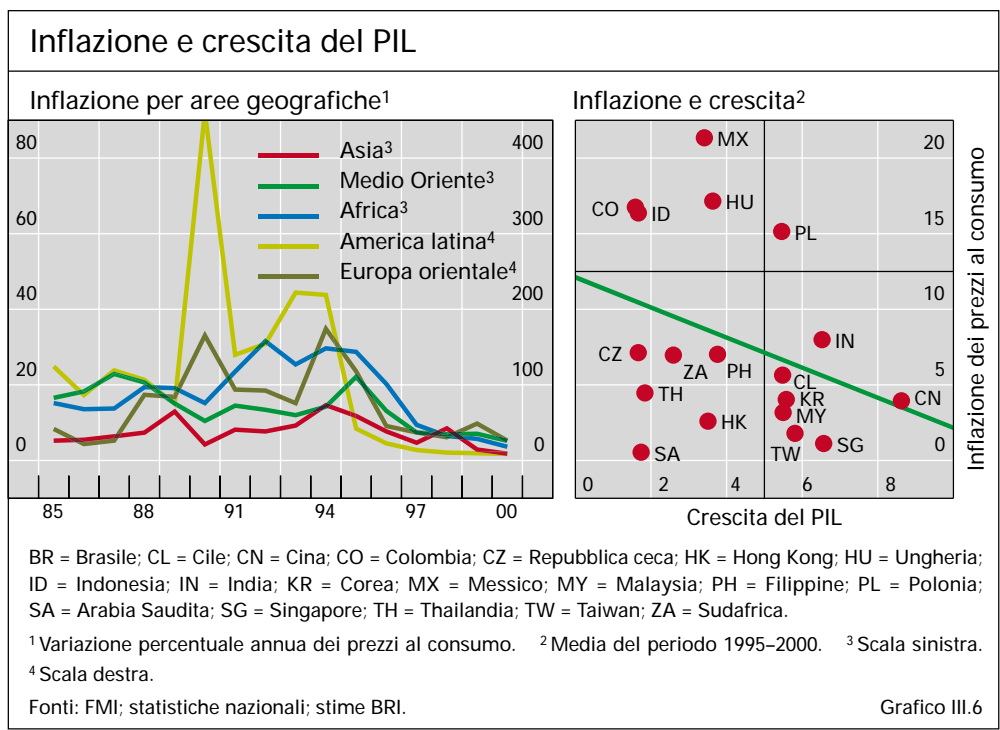
Un aspetto positivo della recente performance macroeconomica dei paesi emergenti è stato il loro successo nel ridurre l'inflazione. I tassi più elevati (30-100%) sono quasi scomparsi fra le economie più importanti, e persino nella fascia intermedia (15-30%) figurano ormai pochi paesi. Di fatto, in molti di essi i tassi d'inflazione sono scesi o si stanno gradualmente approssimando a livelli comparabili a quelli dell'area industriale.

Durante gli anni novanta numerosi paesi hanno attuato vaste riforme strutturali e di politica economica, spesso a seguito di crisi finanziarie. Fra di esse spiccano importanti cambiamenti di regime in ambito monetario e valutario. Inoltre, le nette contrazioni dei disavanzi fiscali, la liberalizzazione dei prezzi, le riforme dei mercati e la sempre più rapida globalizzazione hanno prodotto un impatto considerevole sull'inflazione (si veda il Capitolo II per le analogie con i paesi industriali). Nondimeno, la conduzione della politica monetaria in un contesto di bassa inflazione non è stata esente da difficoltà; l'inflazione deve non solo ridursi, ma anche stabilizzarsi su livelli contenuti. Nella misura in cui il conseguimento di una bassa inflazione rafforza la credibilità delle banche centrali, il compito di queste ultime risulterà agevolato.

### *Aspetti principali della recente disinflazione*

Fenomeno diffuso, con benefici a più lungo termine

Diversi aspetti del processo disinflazionistico sono degni di nota. In primo luogo, rispetto agli sporadici episodi precedenti, il calo recente dell'inflazione è più diffuso (grafico III.6, riquadro di sinistra) e si è iscritto nel fenomeno globale cui si è accennato nel Capitolo II. In secondo luogo, esso si è generalmente accompagnato a una politica monetaria sempre più imperniata sulla stabilità dei prezzi, nonché all'adozione da parte di molti governi di obiettivi espliciti di inflazione. In terzo luogo, i costi della disinflazione in termini di prodotto



hanno differito notevolmente da paese a paese, e paiono essere correlati negativamente al livello iniziale dell'inflazione. Nondimeno, la relazione fra crescita e inflazione nei vari paesi osservata nella seconda metà degli anni novanta (grafico III.6, riquadro di destra) conferma che una minore inflazione è destinata a produrre benefici durevoli sul prodotto, i quali compensano ampiamente i costi temporanei sostenuti per conseguirla. Ciò vale in particolare per le economie asiatiche, che sono state in grado di accoppiare bassa inflazione e crescita elevata per gran parte dello scorso decennio.

Il ritmo della disinflazione è variato significativamente fra regioni e paesi. Nella seconda metà degli anni novanta l'inflazione delle economie asiatiche, già tradizionalmente bassa, è diminuita ulteriormente a valori compresi tra il 2 e il 5% e in alcuni paesi persino a livelli negativi. A tale risultato ha contribuito notevolmente la flessione del prodotto, che ha più che controbilanciato gli effetti dei crescenti disavanzi pubblici e del deprezzamento dei cambi. I paesi latino-americani hanno registrato un ritmo di disinflazione particolarmente rapido negli anni recenti. Il tasso d'inflazione tipico è sceso in molti casi da livelli intermedi o alti a meno del 5%; in Argentina i prezzi sono addirittura calati negli ultimi due anni. Il passaggio a una minore inflazione in America latina è stato preceduto da importanti cambiamenti delle politiche macroeconomiche, quali l'adozione di regimi di cambio fisso, l'eliminazione dei meccanismi di indicizzazione di salari e prezzi alla passata inflazione, marcati decrementi dei disavanzi di bilancio. Più di recente, vari paesi hanno abbandonato i tradizionali sistemi di parità fisse o mobili per seguire strategie antinflazionistiche attive basate su obiettivi espliciti di inflazione.

I paesi dell'Europa centrale e orientale si sono trovati in una situazione differente per buona parte degli anni novanta, in quanto sull'inflazione ha agito la massiccia liberalizzazione dei prezzi seguita alla transizione all'economia di mercato. Anche se i prezzi relativi sono ancora in fase di aggiustamento, molti

Diverso ritmo della disinflazione

Aggiustamenti dei prezzi relativi nelle economie in transizione

paesi sono nondimeno riusciti a ridurre l'inflazione al disotto della fascia intermedia stabilizzando i salari e inasprendo le politiche fiscali e monetarie. Nelle economie maggiori dell'Europa centrale il perseguimento di più bassi livelli di inflazione è stato stimolato dai requisiti richiesti per un loro futuro ingresso nell'Unione europea. Con un approccio del tutto diverso, per conseguire una bassa inflazione varie economie in transizione divenute recentemente indipendenti hanno adottato regimi di "currency board". Anche in Africa si sono avuti generalizzati rallentamenti nella dinamica dei prezzi; in Sudafrica, ad esempio, l'inflazione si è addirittura dimezzata rispetto al livello dei primi anni novanta.

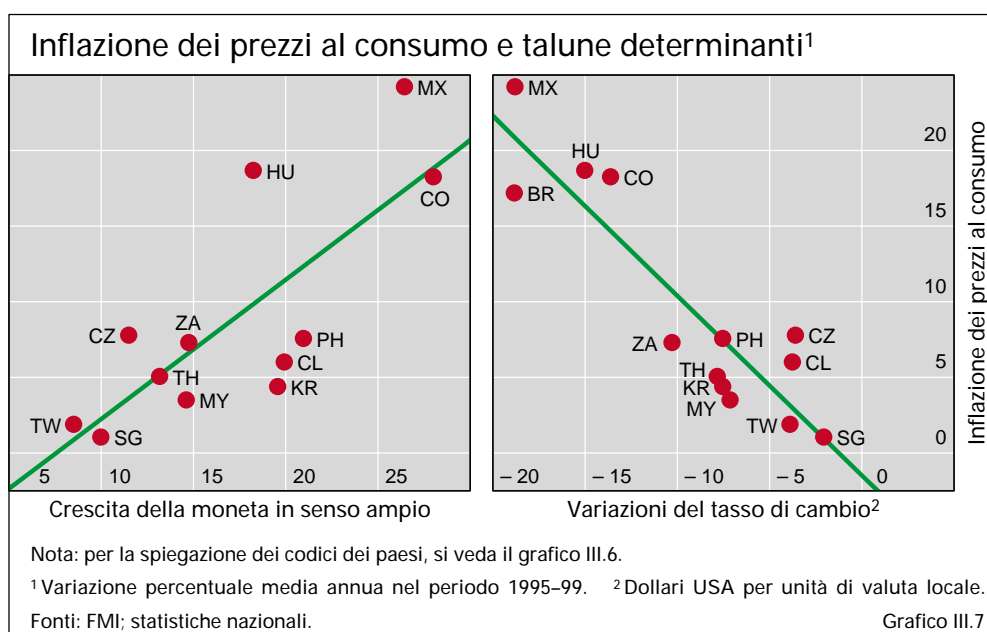
### Cause della disinflazione

Bassa inflazione grazie ad output gap negativi

Quali sono i fattori alla base della disinflazione nelle economie emergenti? La domanda debole ha tendenzialmente frenato gli aumenti dei prezzi, poiché in molti paesi il prodotto effettivo è stato inferiore a quello potenziale nella seconda metà degli anni novanta, in particolare dopo la crisi asiatica del 1997-98. Dal momento che le imprese sono spesso costrette a ridurre i margini durante la fase discendente del ciclo, questa spiegazione implica che l'inflazione potrebbe aumentare al migliorare delle condizioni della domanda.

Diminuisce anche l'espansione monetaria

Fra le ulteriori cause immediate vi è il nesso tra andamento dell'inflazione e tasso di espansione monetaria. I paesi con bassa inflazione hanno in genere registrato bassi tassi di crescita della quantità di moneta (grafico III.7); nondimeno, questi tassi hanno mostrato un'elevata volatilità su base annua e appaiono quindi solo marginalmente correlati con il recente calo dell'inflazione. Ad esempio, in molte economie asiatiche la crescita della moneta in senso ampio non è rallentata in modo visibile negli ultimi anni, ma l'inflazione è diminuita ugualmente. Una ragione potrebbe essere che la domanda di moneta si è incrementata sulla scia delle turbolenze finanziarie in Asia, innalzando forse la soglia di crescita monetaria non inflazionistica.



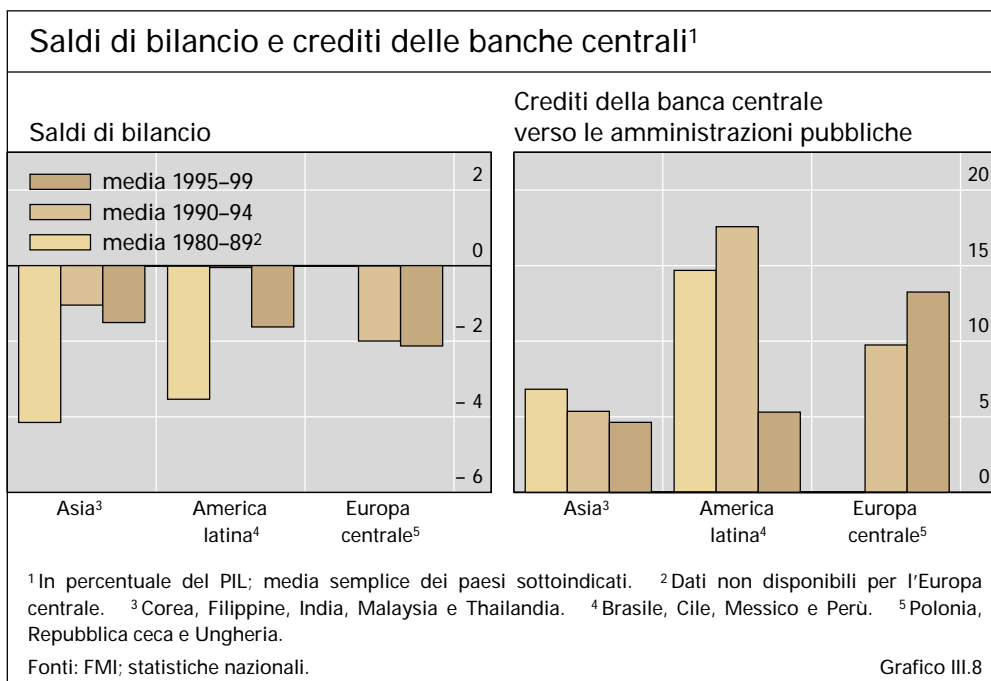
Sembra invece meglio dimostrato che la disinflazione è stata in genere preceduta da iniziali misure di aggiustamento fiscale, seguite da riforme di fondo delle spese e delle entrate, comprendenti talvolta un piano per la sostenibilità fiscale a medio termine. I saldi di bilancio sono stati migliorati in modo particolare in America latina (grafico III.8), dove in passato l'elevata inflazione cronica è stata spesso associata alla monetizzazione degli ingenti disavanzi. In tutte le regioni il maggiore spessore dei mercati finanziari ha avuto inoltre la tendenza a sganciare i movimenti monetari dai temporanei problemi di finanza pubblica, consentendo di spostare verso il mercato il finanziamento del fabbisogno. Oltre a limitare le distorsioni inflazionistiche della politica fiscale, un basso deficit di bilancio – laddove esso origina da riforme del gettito e della spesa – potrebbe anche aver contribuito a generare effetti positivi dal lato dell'offerta.

La politica fiscale è un importante fattore

Storicamente i tassi di cambio hanno svolto un ruolo importante nel processo inflazionistico delle economie emergenti, specie quelle (principalmente i paesi latino-americani) con lunghi trascorsi di alta inflazione e volatilità dei flussi di capitali. La misura in cui i movimenti del cambio si riflettono sui prezzi interni dipende non solo dal contesto concorrenziale in cui operano le imprese e dalla fase del ciclo economico, ma anche dal carattere permanente o transitorio attribuito a tali movimenti. In passato, numerosi paesi hanno adottato tassi di cambio fissi come ancoraggi nominali per ottenere una bassa inflazione. Questo approccio ha pertanto tradizionalmente contribuito a ridurre (anche se solo temporaneamente) gli elevati aumenti dei prezzi in molte economie dell'America latina e dell'Europa centrale. Le parità fisse hanno altresì favorito l'affermarsi di un'inflazione bassa e stabile nei paesi dell'Est asiatico prima della crisi del 1997-98.

Ruolo dei regimi di cambio

L'impiego del tasso di cambio come ancora ai fini della disinflazione aveva potenziali risvolti negativi. In molti casi – come di recente in Turchia – ciò



Il passaggio a  
tassi di cambio  
flessibili ...

ha causato un deterioramento della competitività esterna e incrementi dei disavanzi correnti rivelatisi poi insostenibili. A causa della vulnerabilità dei sistemi di cambi fissi ad attacchi speculativi, specie in presenza di un debole sistema bancario e di flussi di capitale crescenti, ci si è mossi verso un regime più flessibile oppure un ancoraggio rigido. La maggioranza dei paesi ha optato per la flessibilità. Quelli che hanno scelto un ancoraggio rigido ("currency board" o dollarizzazione) erano consapevoli del fatto che esso avrebbe lasciato loro scarso spazio per una politica monetaria indipendente. Per contro, i paesi che hanno preferito un regime di cambio flessibile hanno conservato un margine per il governo monetario interno. Tuttavia, pur consentendo in linea di principio al tasso di cambio di fluttuare, in pratica questi paesi hanno spesso tentato di contemperare l'obiettivo di difendere la competitività sull'estero con quello di limitare le pressioni del cambio sui prezzi interni. Questa strategia è stata in genere perseguita intervenendo sui mercati valutari e/o manovrando i tassi d'interesse ufficiali a breve.

... è stato seguito  
da deprezzamenti  
contenuti ...

Il recente passaggio a regimi di cambio flessibile non si è peraltro accompagnato ad aumenti dell'inflazione. Ciò è stato piuttosto sorprendente per l'America latina, dove in passato i deprezzamenti avevano avuto effetti immediati sulle aspettative inflazionistiche. Una ragione è che questa transizione, in un contesto di crisi, ha per lo più coinciso con un eccesso di capacità e una disinflazione globale, controbilanciando in parte l'impatto diretto dei movimenti del cambio sull'inflazione al consumo. Inoltre, come accennato poc'anzi, molti paesi sono riusciti a evitare significativi cedimenti delle loro monete, nonostante la dichiarata intenzione di lasciarle fluttuare (Capitolo V).

... e da una minore  
traslazione sui  
prezzi

In aggiunta, credibili politiche monetarie e fiscali orientate alla stabilità possono aver concorso a moderare le aspettative circa i salari e i prezzi. L'accresciuto rigore fiscale dell'America latina, richiamato in precedenza, ha rivestito a questo proposito un'importanza fondamentale. Infine, nell'ultimo decennio molti paesi hanno attuato riforme strutturali di vasta portata volte a migliorare le condizioni concorrenziali interne. Un cambiamento particolarmente rilevante è stata la crescente integrazione dei mercati emergenti nell'economia globale. Di conseguenza, si è notevolmente ridotta la capacità delle imprese di trasferire i costi all'importazione sui prezzi finali allorché il cambio si deprezza (Capitolo II). Con l'aumentare dell'incidenza della nuova economia sui mercati emergenti, tali pressioni globali sembrano destinate ad acuirsi ulteriormente.

### *Mantenimento di una bassa inflazione*

Un importante interrogativo che emerge da quanto precede è se gli attuali bassi tassi d'inflazione potranno essere mantenuti. In altri termini, ci si chiede se i cambiamenti delle politiche macroeconomiche abbiano seriamente ridotto il rischio di un ritorno a un'inflazione elevata.

Mantenimento di  
una bassa  
inflazione quando  
permangono rischi  
sul piano fiscale

Un presupposto fondamentale per preservare una bassa inflazione è l'eliminazione delle potenziali distorsioni inflazionistiche della politica fiscale. L'impiego attivo della politica fiscale per sostenere la crescita durante una recessione deve essere seguito da misure volte a ridurre i disavanzi nel momento in cui comincia la ripresa. I crescenti oneri per il servizio del debito



dovuti agli alti costi di ricapitalizzazione del settore bancario e il connesso aumento del debito pubblico potrebbero costituire una minaccia alla credibilità delle politiche di bilancio, soprattutto in alcune delle economie dell'Est asiatico in precedenza caratterizzate da solidi conti pubblici. Inoltre, i progressi delle riforme fiscali di lungo periodo sono stati frenati dalla lentezza delle privatizzazioni di imprese statali e da resistenze politiche nei confronti di più incisivi aggiustamenti delle imposte e della spesa. Nella misura in cui sollevano dubbi circa la sostenibilità a lungo termine della politica fiscale, questi fattori condizionano anche la credibilità del regime di gestione della finanza pubblica e, quindi, le attese che l'inflazione possa essere mantenuta su livelli bassi.

Altra questione critica riguarda la misura in cui il calo dell'inflazione ha assunto una dinamica autonoma. Di solito, l'indicizzazione di salari e prezzi diminuisce al calare dell'inflazione poiché viene meno l'esigenza di proteggersi da elevati rincari dei prezzi. Fintantoché diminuiscono anche le aspettative di inflazione, gli incrementi dei salari nominali dovrebbero rispecchiare più fedelmente i guadagni di produttività, indebolendo così l'importanza di una "rincorsa" delle rivendicazioni salariali nel processo inflazionistico. Inoltre, i produttori sarebbero più riluttanti a traslare sui prezzi i temporanei incrementi dei costi. Un effetto correlato è che uno scenario di inflazione bassa e stabile rafforza la trasparenza nei movimenti dei prezzi relativi, rendendo più mirata la reazione dei consumatori ai movimenti stessi e incrementando la concorrenza di prezzo fra le imprese. Tale effetto è tanto più pronunciato quanto più gli operatori considerano permanente il calo dell'inflazione.

Nell'intento di ridurre rischi inflazionistici futuri, vari paesi hanno di recente adottato obiettivi espliciti di inflazione. Questa strategia offre diversi vantaggi potenziali. In primo luogo, l'impegno della politica monetaria alla stabilità dei prezzi è particolarmente importante per i paesi con un retaggio di eccessi fiscali e di cattiva gestione monetaria. Una strategia basata su obiettivi di inflazione dovrebbe aiutare le banche centrali a contrastare le pressioni politiche, incoraggiandole a focalizzarsi su obiettivi coerenti nel tempo. In secondo luogo, la trasparenza e la responsabilizzazione che connotano tale strategia possono essere sfruttate dalle banche centrali per promuovere la comunicazione con il pubblico, in modo da assicurare sostegno e credibilità alla politica antinflazionistica. Infine, una volta che l'inflazione sia stata ricondotta su bassi livelli, un'impostazione di questo approccio orientata al futuro fornisce un meccanismo con cui le banche centrali possono ridurre le aspettative inflazionistiche a lungo termine nell'economia. Ciò costituirebbe un vantaggio importante poiché, specie per l'America latina, le riduzioni effettive dell'inflazione non paiono di per sé sufficienti a ridurre di altrettanto le aspettative inflazionistiche incorporate nei tassi obbligazionari nominali.

Tuttavia, per conseguire questi vantaggi è necessario che siano soddisfatte varie condizioni. La prima è che il sistema finanziario sia sufficientemente forte da adeguarsi alle modifiche dei tassi d'interesse attuate dalla banca centrale. Inoltre, il tasso di cambio deve essere abbastanza flessibile da assorbire gli shock esogeni, ma non volatile al punto di costituire una minaccia alla stabilità dei prezzi; il pericolo di un conflitto fra obiettivi interni ed esterni è particolarmente elevato nei paesi relativamente più esposti a shock esogeni e con

La credibilità delle politiche è fondamentale

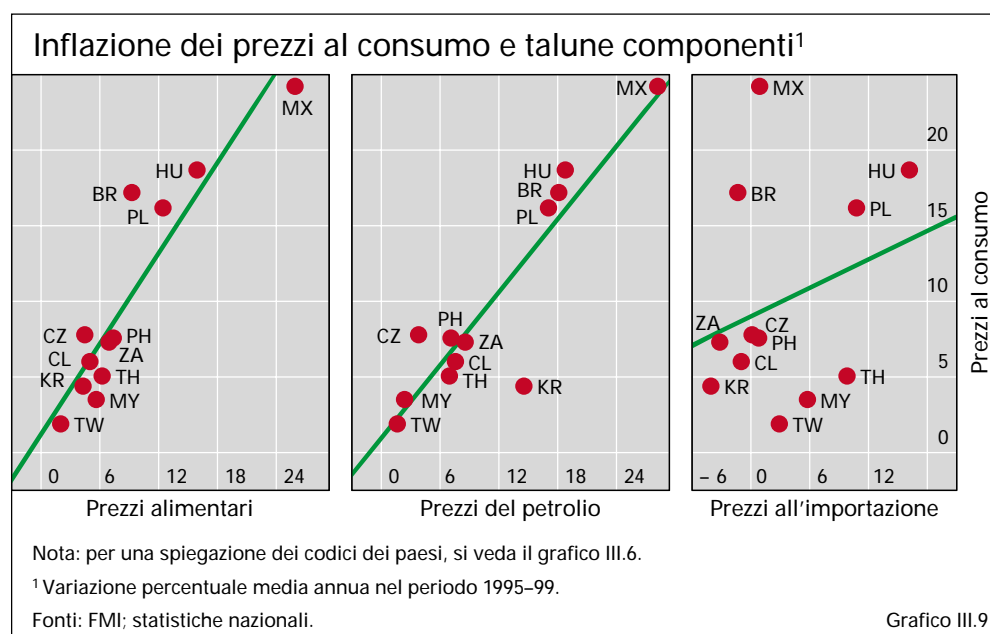
Gli obiettivi di inflazione possono produrre benefici di lungo periodo ...

... ma permangono problemi potenziali

passività sull'estero ingenti e prive di copertura. Oltre a ciò, la fissazione di un obiettivo esplicito per l'inflazione implica un'adeguata conoscenza delle sue determinanti. La modellizzazione di questo processo rappresenta una sfida a sé, stante la scarsità di dati, l'elevata erraticità di talune componenti dell'inflazione e la conoscenza imperfetta dei meccanismi di trasmissione della manovra monetaria.

La sostenibilità dell'attuale bassa inflazione dipende anche da fattori a breve dal lato dell'offerta. La sensibilità dell'inflazione ai prezzi delle importazioni (segnatamente quelli del petrolio) tende a essere più elevata rispetto alle economie industrializzate a causa di una maggiore dipendenza dalle importazioni. Per giunta, i prezzi dei prodotti alimentari sono in larga misura condizionati dagli shock del mercato agricolo e presentano quindi una certa volatilità. Sui prezzi relativi e sul tasso medio d'inflazione possono influire anche le variazioni dei prezzi amministrati. Questo fattore ha svolto un ruolo particolarmente importante nelle economie in transizione, dove agli inizi degli anni novanta la liberalizzazione su vasta scala dei prezzi aveva comportato aumenti graduali dell'inflazione generale a breve termine, mentre in alcuni casi le pressioni si erano propagate al più lungo periodo per effetto di una politica monetaria accomodante. Anche i paesi che hanno mantenuto i prezzi amministrati artificialmente bassi sono confrontati a un problema analogo.

Il grafico III.9 illustra il rapporto fra le variazioni dei prezzi dei prodotti alimentari, del petrolio e delle importazioni in determinati paesi e la loro inflazione media nella seconda metà degli anni novanta. Esso mostra chiaramente come, in diversi casi, gli shock favorevoli dal lato dell'offerta abbiano avuto un ruolo importante nel recente calo dell'inflazione; tuttavia, nella misura in cui sono reversibili, essi rendono più difficoltoso per le banche centrali il mantenimento della futura stabilità dei prezzi. Se da un lato ciò fa apparire opportuna l'esclusione delle componenti volatili dell'offerta dall'obiettivo di inflazione, così facendo si rischierebbe di aumentare la confusione presso il pubblico sul reale significato della stabilità dei prezzi.



Alla luce di tutte queste complicazioni, è ormai opinione condivisa da molti che né i paesi industriali né le economie emergenti debbano tentare di conseguire un dato obiettivo di inflazione su un arco temporale troppo breve. Conseguenza importante di un obiettivo non realistico o definito all'interno di limiti troppo ristretti è che esso potrebbe rendere necessari ampi movimenti dei tassi d'interesse, in particolare quando l'economia subisce shock di offerta sfavorevoli. Soprattutto nelle economie emergenti, questo trade-off fra stabilità dei prezzi e dei tassi d'interesse merita attenta considerazione. Se è vero che il mancato rispetto di un obiettivo esplicito di inflazione potrebbe compromettere la credibilità delle autorità monetarie, gli aggiustamenti dei tassi d'interesse richiesti per conseguirlo potrebbero avere gravi ripercussioni economiche, specie in presenza di un sistema bancario debole.

Andrebbero evitati  
obiettivi di  
inflazione non  
realistici

## IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

### Aspetti salienti

Il periodo in esame è stato connotato da incertezza e da un sostanziale riorientamento della politica monetaria. Per tutta la prima parte dello scorso anno, in molti paesi i tassi d'interesse a breve hanno continuato generalmente a salire, alla luce della sostenuta crescita economica e delle più intense pressioni inflazionistiche. Successivamente nel corso del periodo, il ciclo globale dei tassi si è tuttavia invertito in risposta alla percezione che l'attività economica avesse iniziato a indebolirsi rapidamente. Agli inizi del 2001 hanno cominciato ad accumularsi riscontri di un significativo rallentamento congiunturale in diversi paesi, che ha indotto le banche centrali a un abbassamento generalizzato dei tassi d'interesse. Malgrado il cambiamento di direzione dei tassi ufficiali nel periodo sotto rassegna, nei principali paesi industriali i tassi a lungo termine si sono orientati per lo più verso il basso, e le curve dei rendimenti hanno mostrato la tendenza a invertirsi per gran parte del periodo. Tuttavia, dopo il marzo 2001 sono tornate a instaurarsi relazioni più normali.

Il profilo globale dei cambiamenti nelle condizioni economiche e nei mercati finanziari è risultato evidente soprattutto negli Stati Uniti. La politica monetaria ha continuato a inasprirsi durante la prima metà dello scorso anno, per poi invertire la rotta nei primi mesi del 2001, quando sono emersi segnali di una drastica svolta nell'attività economica. Per due volte la Riserva federale ha ridotto inaspettatamente i tassi durante l'intervallo tra due riunioni ufficiali, in parte per sostenere i mercati finanziari, verosimilmente più importanti negli Stati Uniti che altrove nel determinare il livello della domanda.

In Giappone la politica del tasso d'interesse zero è stata abbandonata in agosto, quando la banca centrale ha ritenuto che la ripresa fosse in grado di autosostenersi e che fossero diminuiti i timori suscitati dal rischio di deflazione. Di fronte all'intensificarsi di pressioni al ribasso sul livello dei prezzi in autunno e a una forte decelerazione dell'attività verso la fine dell'anno, anche la Banca del Giappone ha allentato le condizioni monetarie agli inizi del 2001. Uno sviluppo particolarmente preoccupante è stato il declino graduale ma cumulativamente ampio dei corsi azionari. Si temeva che ciò potesse avere un qualche impatto sulla stabilità del sistema finanziario, in assenza di chiare indicazioni che fosse stato realmente intrapreso un risoluto processo di ristrutturazione.

Nell'area dell'euro, durante la primavera dello scorso anno l'inflazione generale è rimasta prossima al 2%, limite superiore nella definizione di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema. Essa ha tuttavia registrato un balzo in estate ed è aumentata ulteriormente in autunno, di riflesso ai più elevati prezzi petroliferi e all'indebolimento del cambio. Tali sviluppi hanno indotto ad innalzare a più riprese i tassi ufficiali. Quando queste tendenze si sono invertite, l'inflazione

è calata, ma fino ai primi mesi del 2001 non vi sono stati segnali univoci di rallentamento dell'attività produttiva. Sulla base delle previsioni che indicavano un lento rientro dell'inflazione all'interno della fascia di stabilità, l'Eurosistema ha deciso di non abbassare i tassi fino a maggio.

Il ciclo dei tassi si è invertito anche in molti paesi che adottano un obiettivo di inflazione esplicito. Nella prima metà del periodo in esame è stata completata l'ultima fase della stretta monetaria avviata in precedenza. L'aumento dell'indice generale dei prezzi registrato nella maggior parte di queste economie verso la fine del 2000 è stato interpretato come la conseguenza di fattori temporanei, quali il rincaro del petrolio, cosicché non è stato ritenuto necessario un ulteriore inasprimento. Agli inizi del 2001 le principali banche centrali con obiettivi di inflazione espliciti hanno ridotto i tassi d'interesse in risposta alla revisione al ribasso delle previsioni di crescita nel breve termine.

Il raggiungimento e il mantenimento di una bassa inflazione a livello mondiale, in un contesto di continua espansione dei mercati finanziari, hanno avuto implicazioni importanti per le banche centrali. Un problema particolare ha riguardato la scelta degli indicatori su cui basarsi per la determinazione dei tassi ufficiali. A questo riguardo, le autorità monetarie hanno esaminato una vasta gamma di variabili informative desunte sia dall'economia reale sia, in misura crescente, dai mercati finanziari. L'importanza della comunicazione con il mercato finanziario è aumentata, e i responsabili delle politiche devono tenere sempre più conto della sua reazione nella scelta temporale delle loro decisioni.

## Stati Uniti

Il periodo in esame non è stato facile per le autorità monetarie. Nei primi tre trimestri del 2000 parevano essersi accumulate pressioni inflazionistiche. Nello stesso tempo, tuttavia, i corsi azionari e altri indicatori finanziari segnalavano un incipiente rallentamento della spesa per consumi e investimenti. Inoltre, le incertezze circa la crescita futura della produttività offuscavano le prospettive inflazionistiche, oltre che quelle dei profitti aziendali e della stabilità a breve dei mercati finanziari. Poi, verso la fine del 2000, nuovi dati annunciavano una brusca decelerazione dell'attività economica. Sussisteva considerevole incertezza circa la potenziale gravità e durata dell'attesa fase di sottoimpiego dell'economia. Per stabilire con quale rapidità la politica monetaria dovesse essere allentata, in particolare considerando la possibilità di un indesiderato rimbalzo delle quotazioni azionarie, era richiesto un insolito grado di discernimento per quanto riguarda sia lo stato dell'economia sia la psicologia del mercato.

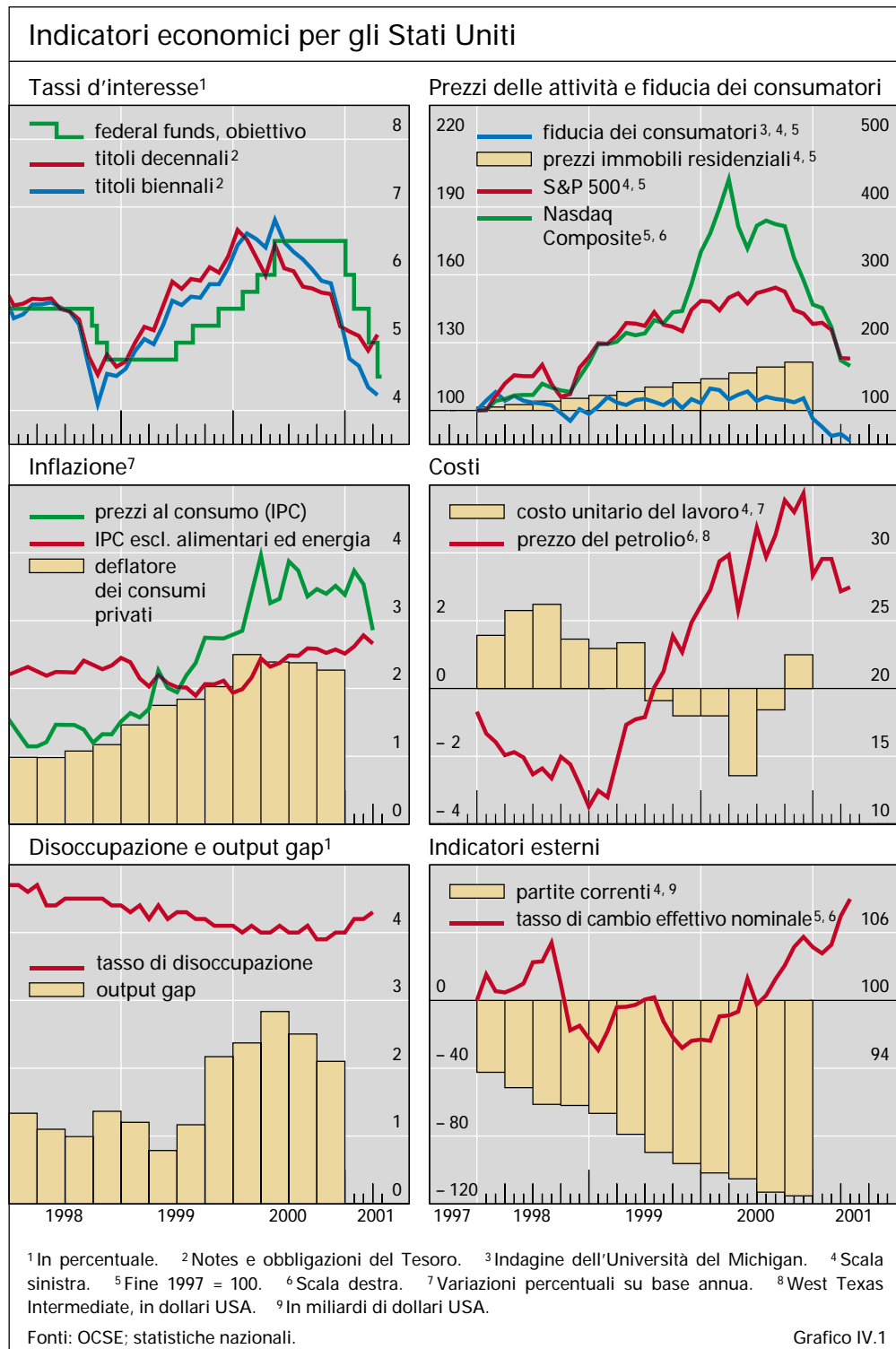
L'inizio del periodo in esame ha segnato il culmine della restrizione monetaria operata dalla Riserva federale per un anno. L'aumento di 50 punti base del tasso obiettivo sui federal funds nel maggio 2000, dopo una serie di incrementi per complessivi 1¼ punti percentuali dal giugno 1999, si inseriva in una ponderata strategia volta a contenere una rapida espansione della domanda aggregata con potenziali implicazioni inflazionistiche. Tuttavia, nella

Pressioni  
inflazionistiche

La stretta  
monetaria è  
continuata fino a  
maggio 2000 ...

... con un rischio inflazionistico ancora presente in autunno

tarda primavera e in estate gli indicatori prospettici segnalavano un incipiente rallentamento dell'attività economica. Ciò ha indotto il Federal Open Market Committee (FOMC) a sospendere ulteriori aumenti del tasso obiettivo, pur mantenendo un orientamento prevalente ("bias") verso l'inasprimento. In autunno il rischio di un'inflazione in rialzo ha costituito l'elemento di maggiore rilievo nelle valutazioni del FOMC. Da un lato, le misure dell'inflazione di base continuavano a situarsi intorno al 2%, livello ritenuto compatibile con la stabilità dei prezzi, mentre si susseguivano segnali di rallentamento



dell'economia. Dall'altro, i prezzi costantemente elevati del petrolio sembravano determinare revisioni verso l'alto nelle aspettative di inflazione sul lungo periodo, mentre le condizioni ulteriormente tese sui mercati del lavoro, attestate dagli aumenti delle retribuzioni e dei costi unitari del lavoro, minacciavano di spingere verso l'alto l'inflazione di base.

A dicembre risultava chiaro che l'attività economica aveva cominciato a rallentare significativamente, come dimostravano il netto calo delle vendite al dettaglio, un eccessivo accumulo di scorte, la marcata riduzione della ricchezza delle famiglie e flessioni nella fiducia sia dei consumatori sia delle imprese. Nello stesso tempo, le condizioni finanziarie nei segmenti azionari e obbligazionari si erano deteriorate considerevolmente (Capitolo VI).

In risposta a ciò, e dopo aver modificato il proprio "bias" in dicembre per recepire l'accresciuto rischio di un indebolimento dell'economia, il 3 gennaio 2001 il FOMC ha ridotto i tassi. I tempi e le dimensioni della manovra – decisa tra una riunione e l'altra, e di ampiezza doppia rispetto alla norma – hanno apparentemente colto di sorpresa i mercati, che hanno reagito con una brusca risalita dei corsi azionari e una caduta dei prezzi delle obbligazioni a lungo termine. Questa manovra a sorpresa intendeva probabilmente dimostrare la capacità di pronta risposta allo sviluppo degli eventi, sostenendo in tal modo la fiducia dei consumatori e degli operatori dei mercati finanziari. A seguito di un ulteriore taglio di 50 punti base del tasso sui federal funds, deciso nella riunione del FOMC di fine gennaio, e del continuo miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari (ad eccezione del comparto azionario), sembrava possibile evitare un protratto periodo di crescita lenta. Dopo aver scontato gli effetti di questa riduzione dei tassi, la Riserva federale prevedeva a metà febbraio che nel 2001 la crescita su base annua sarebbe scesa solo di poco al di sotto del suo potenziale stimato di lungo periodo e che l'inflazione generale – misurata dall'indice della spesa per consumi privati – si sarebbe situata intorno al 2%. Tuttavia, con il passare del tempo sono emerse ulteriori indicazioni che accrescevano la probabilità di un rallentamento di maggiore durata e intensità. Nella riunione di marzo il FOMC abbassava nuovamente i tassi di 50 punti base, reiterando questa riduzione il 18 aprile, dopo consultazioni tra due meeting, e il 15 maggio. Ciò ha portato a 250 punti il taglio complessivo del tasso sui federal funds nei primi cinque mesi dell'anno, il che equivale al più forte allentamento del dopoguerra. Mentre il differenziale tra i tassi a lunga e a breve si era in genere ristretto nel corso del 2000, questa tendenza si è invertita nei primi mesi del 2001, sulla scia delle manovre distensive. Ad esempio, il rendimento dei titoli del Tesoro a 10 anni è cresciuto di 56 punti base tra il 23 marzo e il 20 aprile.

Sottostante l'evoluzione della politica monetaria USA negli ultimi trimestri, così come in anni precedenti, vi era un dibattito incentrato sul quesito se si fosse innalzato il livello sostenibile di crescita della produttività (si veda più avanti la trattazione sugli indicatori). Nella precedente fase di restrizione monetaria, la Riserva federale aveva annesso grande importanza al fatto di disporre di stime accurate dell'output gap per valutare le implicazioni inflazionistiche di una robusta domanda aggregata. Per contro, di fronte al calo continuo dei corsi azionari e alla netta decelerazione del prodotto nel quarto trimestre 2000, l'attenzione sia delle autorità che degli operatori si è

A fine anno emergono indicazioni di un brusco rallentamento

Un taglio a sorpresa dei tassi agli inizi del 2001 ...

... seguito in rapida successione da quattro ulteriori modifiche dei tassi

Permangono incertezze sulla crescita della produttività

spostata temporaneamente sulle prospettive a più breve termine per la crescita della produttività. L'esito sperato era che quest'ultima fosse duratura, con favorevoli ripercussioni sui profitti, sui prezzi delle azioni e sulla spesa. Un tale risultato (Capitolo II) avrebbe anche significato che alcuni degli evidenti squilibri nell'economia statunitense erano più sostenibili di quanto si pensasse. Naturalmente, se il mantenimento di una più alta crescita della produttività avesse comportato meno ore di lavoro, meno occupazione e minori redditi delle famiglie, sarebbe rimasto il rischio di riflessi negativi sulla fiducia dei consumatori.

## Giappone

In presenza di una crescita significativa del PIL e di una produzione industriale in aumento nella primavera del 2000, la Banca del Giappone ha dovuto affrontare il difficile quesito se, ed eventualmente quando, abbandonare la politica del tasso zero adottata un anno prima. Il Policy Board si era andato sempre più convincendo che il perdurante calo dei prezzi al consumo riflettesse anzitutto sviluppi dal lato dell'offerta, tra cui la deregolamentazione e le modifiche nei canali di distribuzione. Le pressioni al ribasso sui prezzi derivanti dalla debolezza della domanda sembravano essersi attenuate. Con un tasso di diminuzione dei prezzi su base annua (esclusi gli alimentari freschi) stabile a -0,3% nel corso della primavera, e segnali di una ripresa in atto, l'obiettivo per i tassi overnight è stato innalzato allo 0,25% in agosto. Sebbene ciò comportasse un lieve inasprimento delle condizioni monetarie, la Banca del Giappone ha ritenuto che, nel complesso, queste avrebbero continuato ad agire in senso espansivo.

Durante l'autunno e l'inverno, tuttavia, l'economia è tornata a rallentare e il tasso tendenziale di deflazione dei prezzi al consumo è aumentato. I rendimenti obbligazionari a lungo termine, stabili per gran parte dell'anno, sono scesi dall'1,8% in ottobre all'1,7% in dicembre, fino a toccare l'1,1% a inizio marzo 2001. Questa flessione ha fatto ritenere che i mercati finanziari nutrissero aspettative di un ulteriore indebolimento dell'economia. Inoltre, appariva sempre più chiaro che erano stati compiuti scarsi progressi nel ridurre lo stock dei crediti di dubbia esigibilità, in quanto ai prestiti stralciati erano subentrate nuove sofferenze.

Vari fattori hanno contribuito a questi sviluppi. In particolare, la netta riduzione delle esportazioni verso le economie asiatiche, dovuta in gran parte agli effetti del rallentamento dell'economia statunitense su questi paesi, ha provocato un calo della produzione industriale nel primo trimestre del 2001. Un altro fattore che ha ostacolato l'incipiente ripresa è stata l'ulteriore erosione delle capacità di credito del sistema bancario in seguito alla diffusa caduta dei corsi azionari iniziata nella primavera del 2000. In passato le banche avevano attenuato l'impatto sui profitti delle perdite su crediti grazie alle plusvalenze realizzate sui loro portafogli azionari. Tuttavia, in questa occasione esse hanno potuto disporre di un margine esiguo, poiché le quotazioni, misurate dall'indice Nikkei, avevano toccato nella primavera del 2001 il minimo storico degli ultimi 15 anni.

Prezzi decrescenti  
ma tassi d'interesse  
in aumento

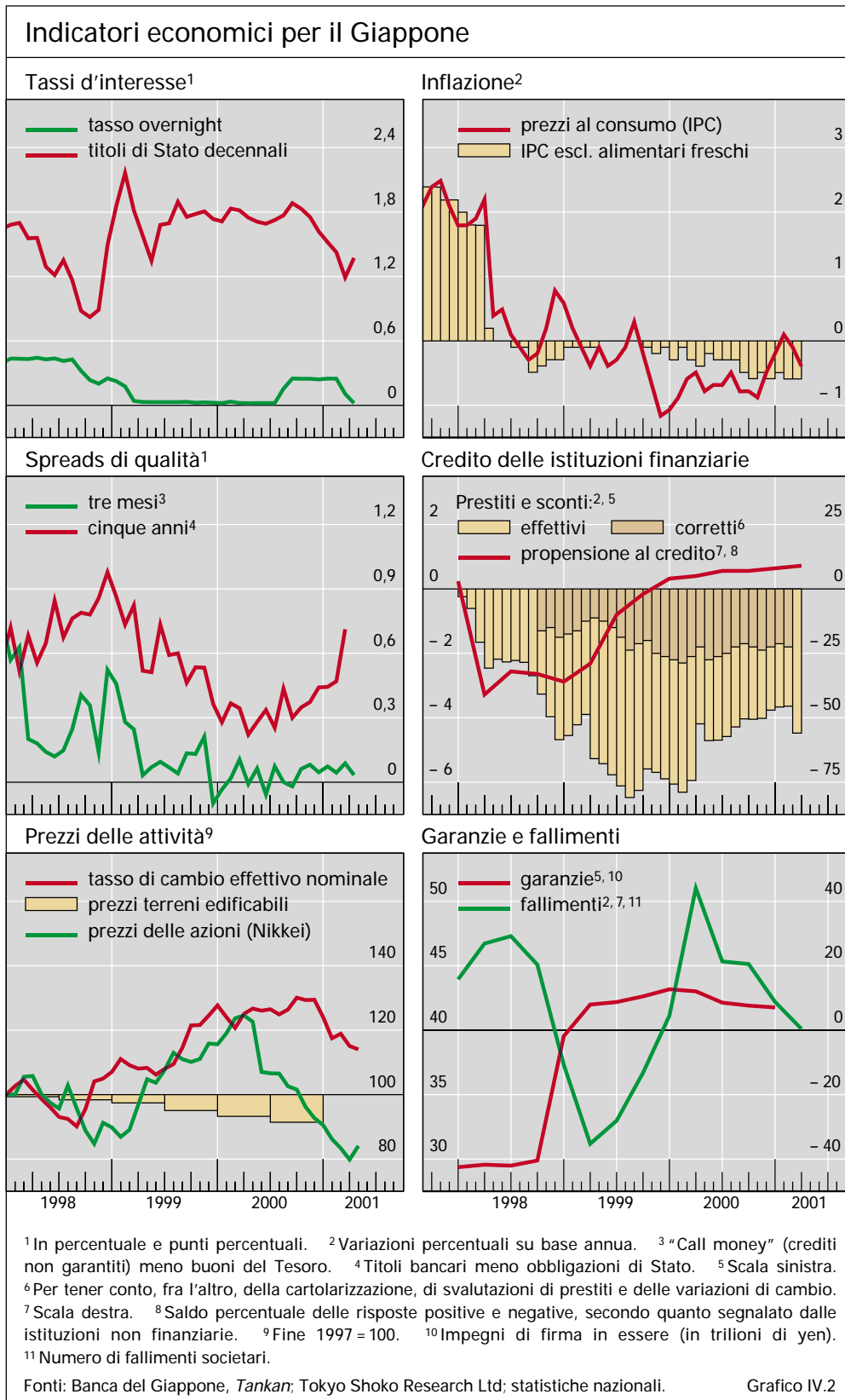
L'economia  
rallenta ...

... sulla scia della  
decelerazione negli  
Stati Uniti e dei  
decrescenti corsi  
azionari



Alla luce di questo deterioramento delle condizioni economiche e della crescente probabilità di una recessione negli Stati Uniti, agli inizi del febbraio 2001 la Banca del Giappone ha adottato ulteriori misure di sostegno dell'economia. Al fine di accrescere l'apporto di liquidità, essa ha introdotto

Allentamenti della politica monetaria in febbraio ...



... e in marzo

una nuova facilitazione di credito (lombard), in base alla quale il sistema bancario poteva finanziarsi su richiesta al saggio ufficiale di sconto, che era stato abbassato dallo 0,5 allo 0,35%. Con questa facilitazione è stato in pratica introdotto un tetto per i tassi overnight sul mercato interbancario. Nel corso dello stesso mese sono state adottate altre misure che hanno abbassato il target per i tassi overnight allo 0,15% e il saggio ufficiale di sconto allo 0,25%. Con l'emergere di nuovi segnali di una pausa della ripresa, in marzo sono stati presi ulteriori provvedimenti di politica monetaria. Scegliendo come obiettivo operativo, in luogo del tasso overnight, il volume in essere della massa di riserva presso la banca centrale, e portando quest'ultimo da 4 a 5 trilioni di yen, il tasso overnight è stato sospinto allo 0,05%.

Insieme ad altre modifiche di politica monetaria, la Banca del Giappone ha annunciato in marzo un orientamento riferito all'indice dei prezzi al consumo. Esso prevedeva che le nuove misure sarebbero rimaste in vigore fino a quando i prezzi al consumo non avessero cessato di scendere, e ciò nel presumibile intento di innescare l'aspettativa che i tassi d'interesse sarebbero rimasti su livelli minimi per un periodo protratto, abbassando così l'intera curva dei rendimenti. Sebbene la banca centrale sia rimasta cauta circa l'introduzione di un obiettivo di inflazione esplicito a medio termine, l'annuncio sottolineava la crescente importanza che essa attribuiva alla necessità di evitare ulteriori flessioni dei prezzi.

Allentamento di tipo quantitativo

Con tassi overnight praticamente a zero, non vi era margine per un nuovo allentamento. Inoltre, secondo la Banca del Giappone la probabilità che una misura espansiva di tipo quantitativo avrebbe sostenuto l'attività economica era limitata dalla debolezza del sistema finanziario e del settore delle imprese. In particolare, un aumento della base monetaria mediante massicci acquisti di titoli di Stato difficilmente avrebbe indotto le banche ad espandere il credito, data la situazione dei loro bilanci e la debole domanda di nuovi prestiti. Inoltre, anche se gli acquisti di valuta estera potevano favorire un deprezzamento dello yen, stimolando così il settore delle esportazioni, alcune imprese avrebbero incontrato difficoltà nel trasferire sui prezzi i maggiori costi delle importazioni a causa della debolezza della domanda interna. Un deprezzamento del cambio avrebbe pertanto potuto ridurre i margini di profitto in taluni settori, con potenziali effetti contrattivi sull'attività economica. E poteva inoltre creare problemi a causa del suo impatto negativo su altre economie della regione asiatica.

Importanza delle riforme

In considerazione della ridotta efficacia della politica monetaria e dei vincoli posti alla politica fiscale dalla rapida espansione del debito pubblico negli ultimi anni, l'onere di riportare l'economia su un sentiero di crescita veniva a ricadere in misura crescente su riforme finalizzate alla soluzione dei problemi di bilancio dei settori finanziario e societario. Anche un aumento sostenibile della capacità primaria di reddito delle banche era considerato un elemento essenziale per il successo di qualsiasi strategia. Sebbene i bassi tassi d'interesse fossero visti con favore in quanto sostenevano la domanda, essi erano considerati al tempo stesso un disincentivo a ristrutturare i bilanci, poiché le sofferenze potevano essere rifinanziate a bassissimo costo. Ciò ha reso ancor più impellente la necessità di accompagnare la politica dei bassi tassi d'interesse con altri incentivi ad attuare le riforme strutturali.

## Area dell'euro

In presenza di prospettive inflazionistiche in rapido mutamento, lo scorso anno la politica monetaria ha operato in un contesto difficile anche nell'area dell'euro. Il compito più impegnativo per la BCE fino all'autunno 2000 è stato quello di impedire che l'aumento dell'inflazione legato ai prezzi dell'energia venisse incorporato nei contratti salariali, innescando effetti di secondo impatto. In seguito, il problema principale è consistito nel determinare in quale misura il rallentamento negli Stati Uniti e nell'economia mondiale più in generale avrebbe frenato l'attività economica e ridotto le pressioni sui prezzi all'interno dell'area. Un fattore di complicazione era l'indebolimento dell'euro e il rischio che il suo deprezzamento si accelerasse. Invero, il tasso di cambio non costituiva un obiettivo di politica monetaria, ma esercitava un influsso sulle pressioni inflazionistiche sia diretto, attraverso i prezzi delle importazioni, sia potenzialmente indiretto, attraverso le aspettative di inflazione (si veda anche il Capitolo V).

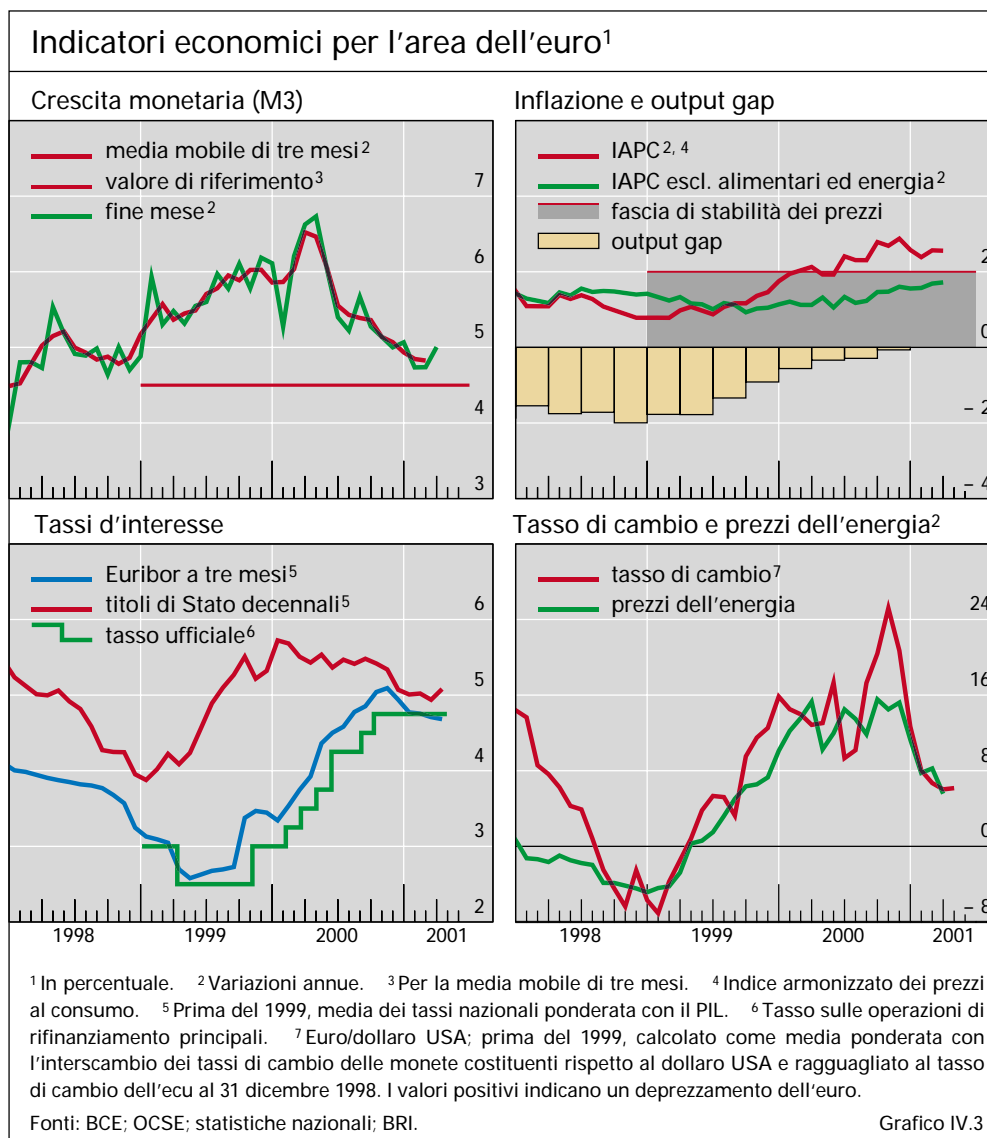
Un fattore di complicazione: l'indebolimento dell'euro

Agli inizi del 2000 la BCE ha perseverato nel processo di graduale restrizione monetaria avviato verso la fine del 1999. L'inflazione generale, misurata dalla variazione annua dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), che aveva raggiunto un minimo dello 0,8% nel gennaio 1999, in seguito è costantemente cresciuta fino al picco del 2,9% nel novembre 2000. Questa accelerazione era da attribuire in larga misura all'impennata dei prezzi del petrolio e al deprezzamento cumulativo del 16% del cambio dell'euro tra gennaio 1999 e dicembre 2000. Tali sviluppi si sono accompagnati a un marcato incremento dei prezzi delle importazioni, saliti del 22% nei dodici mesi terminati a settembre 2000. Sebbene l'inflazione di base, misurata dall'IAPC (esclusi alimentari ed energia), sia rimasta molto moderata, il tasso sulle operazioni pronti contro termine è stato innalzato a più riprese dal 3,0% agli inizi del 2000 al 4,75% in autunno. In seguito, il Consiglio direttivo ha mantenuto per un certo tempo un atteggiamento di attesa, anche quando l'economia statunitense ha iniziato a rallentare nettamente e le pressioni sui prezzi nell'area dell'euro hanno mostrato segni di riassorbimento. In presenza di incrementi salariali rimasti moderati e di una correzione al ribasso delle prospettive di crescita, la BCE ha abbassato i tassi nel maggio 2001.

L'inflazione in aumento a causa dei prezzi del petrolio e del deprezzamento del cambio

Diversi fattori paiono aver influito sulle reazioni di politica monetaria dell'Eurosistema. Nell'annunciare la propria strategia, il Consiglio direttivo aveva dichiarato che il superamento temporaneo della soglia del 2% non doveva essere considerato incompatibile con la stabilità dei prezzi. Nondimeno, dati i limitati precedenti storici dell'istituzione, le autorità devono aver temuto che l'assenza di una seppur minima reazione a tale sconfinamento potesse nuocere alla loro credibilità. Inoltre, la crescita di M3 al di sopra del valore di riferimento del 4,5% (primo pilastro dello schema di politica monetaria dell'Eurosistema) imponeva prudenza. Un ulteriore fattore che ha influito sulla politica monetaria è l'elevata reattività con cui in molti paesi dell'Europa continentale i salari hanno storicamente risposto ai movimenti dell'inflazione e a condizioni tese sui mercati del lavoro. Con un indice generale dei prezzi in ascesa e una disoccupazione in costante calo nell'area dell'euro, dal 9,5% nel

Fattori che hanno condizionato la politica monetaria



Rischio di effetti di secondo impatto

gennaio 2000 all'8,6% di dicembre, esisteva la possibilità di un aumento delle aspettative inflazionistiche e di aggiustamenti di tipo indotto nei mercati del lavoro.

Di fatto, i rendimenti a lungo termine sono rimasti stabili intorno al 5,5% per gran parte dell'anno e in seguito hanno iniziato a scendere, raggiungendo il 4,9% a metà marzo 2001. Da un lato, questo andamento poteva essere attribuito principalmente a un'analoga tendenza al ribasso dei tassi USA a lungo termine, una conclusione coerente con il successivo trend ascendente dei rendimenti obbligazionari sia negli Stati Uniti che in Europa. Dall'altro, ciò poteva indicare che i movimenti verso l'alto dell'indice generale dei prezzi non avevano influenzato le aspettative inflazionistiche, perché la politica orientata alla stabilità dell'Eurosistema continuava a essere considerata credibile dai mercati finanziari e dall'opinione pubblica in generale. Quest'ultima interpretazione sembrava convalidata ulteriormente dall'assenza di indicazioni che l'aumento dell'inflazione generale fosse stato incorporato nei costi del lavoro.

La politica resta credibile

## Paesi con obiettivi di inflazione espliciti

Il cardine delle strategie di politica monetaria in molti paesi industriali è l'annuncio di un obiettivo quantitativo per l'inflazione. In effetti, nel periodo in esame il numero di banche centrali che hanno adottato tale approccio è cresciuto, dopo che Islanda e Norvegia hanno reso noti i loro obiettivi nel marzo 2001.

Nella prima metà del 2000 le banche centrali della maggior parte dei paesi con un obiettivo di inflazione esplicito hanno attuato la fase conclusiva della generale restrizione avviata nel 1999. Successivamente, esse hanno mantenuto i tassi d'interesse su livelli alquanto stabili sino alla fine dell'anno. La Banca d'Inghilterra ha addirittura lasciato invariati i propri tassi per quasi tutto lo scorso anno in virtù del fatto che, pur in presenza di una forte domanda interna e di condizioni tese sui mercati del lavoro, non vi erano praticamente segnali di aumento dell'inflazione di base. Agli inizi del 2001 il ciclo dei tassi d'interesse è poi entrato nella fase discendente. I tassi ufficiali sono stati ridotti in Australia, Canada, Nuova Zelanda, Regno Unito e Svizzera, paesi nei quali l'inflazione era rimasta debole, mentre si prevedeva un calo della crescita del prodotto al disotto del trend, in gran parte a causa di analoghi sviluppi nei maggiori paesi industriali.

Nel periodo in esame l'evoluzione dei tassi a breve nei paesi industriali con obiettivi di inflazione è stata simile a quella dei tassi sui federal funds USA, in linea con il profilo osservato durante almeno gli ultimi due anni. Infatti, gran parte di questi paesi si trovava pressappoco nella stessa fase ciclica degli Stati Uniti. Ciò vale in particolare per il Canada. Dal novembre 1999 quasi tutti gli interventi sui tassi ufficiali di questo paese hanno ricalcato le modifiche del tasso sui federal funds. Poiché i quattro quinti dell'interscambio canadese riguardano gli Stati Uniti, e data la stretta interconnessione tra i rispettivi mercati dei capitali, le politiche monetarie dei due paesi seguono un corso analogo, pur con le dovute differenze.

Come indica la somiglianza dei cicli dei rispettivi tassi d'interesse, le banche centrali con obiettivi di inflazione espliciti hanno dovuto affrontare lo stesso tipo di problematiche. Fino all'autunno 2000 uno dei timori principali era il surriscaldamento dell'economia, poiché si riteneva che la domanda stesse superando largamente l'offerta. Inoltre, i mercati del lavoro apparivano tesi, anche se i movimenti generalmente modesti dei costi unitari del lavoro hanno fornito scarsi indizi di un'accelerazione della dinamica salariale maggiore dei guadagni di produttività. Nondimeno, un certo numero di banche centrali ha continuato a inasprire la politica monetaria per contrastare un potenziale accumulo di pressioni inflazionistiche. La Banca del Canada ha innalzato il tasso ufficiale di 50 punti base nel maggio 2000, il quarto aumento dal novembre 1999; la Reserve Bank dell'Australia ha innalzato il "cash rate" di 50 punti base tra aprile e agosto 2000, facendo seguito a precedenti aumenti per complessivi 75 punti; la Reserve Bank della Nuova Zelanda ha aumentato i tassi ad aprile e maggio per un totale di 75 punti. Anche l'economia svedese ha continuato a crescere a un ritmo superiore alla media nel 2000, ma la Riksbank ha ritenuto di poter rinviare ai mesi successivi un ulteriore aumento dei tassi.

I tassi d'interesse seguono il ciclo statunitense

Elevata domanda aggregata nel 2000

## Inflazione e tassi ufficiali nei paesi con obiettivi di inflazione<sup>1</sup>



Nota: la Svizzera non fissa un obiettivo di inflazione, ma persegue una strategia articolata di previsione dell'inflazione incentrata principalmente su un obiettivo numerico per la stabilità dei prezzi.

<sup>1</sup>Tassi d'inflazione misurati come variazione percentuale annua. Canada, Svezia, Australia (dall'ottobre 1998) e Nuova Zelanda (dal 2000) assumono come obiettivo l'inflazione IPC, mentre Regno Unito (e in precedenza anche Australia e Nuova Zelanda) l'inflazione di base. <sup>2</sup>Per Svizzera e Canada, IPC esclusi alimentari ed energetici (per Canada anche imposte indirette); per Regno Unito, indice dei prezzi al dettaglio esclusi interessi ipotecari; per Svezia, IPC esclusi imposte indirette, sussidi e interessi ipotecari; per Australia, IPC esclusi alimentari stagionali, petrolio, interessi ipotecari, tariffe pubbliche e altre componenti volatili (pubblicazione sospesa nel giugno 1999); per Nuova Zelanda, IPC esclusi servizi creditizi. <sup>3</sup>Della variazione annua dell'IPC o, per Regno Unito, dell'inflazione di base; sondaggi dell'aprile 2001. <sup>4</sup>Per Svizzera, Libor effettivo a 3 mesi (fascia obiettivo fissata a 50 punti base al disopra/disotto del Libor); prima del 2000, tasso sulle anticipazioni. Per Canada, limite superiore della fascia operativa; per Regno Unito e Svezia, tasso pct; per Australia, "cash rate"; per Nuova Zelanda, "cash rate" (prima del marzo 1999, "call rate").

Fonti: © Consensus Economics; statistiche nazionali.

Grafico IV.4

Un primo quesito di particolare interesse per le autorità era se i guadagni di produttività osservati negli Stati Uniti dal 1995, e da molti ritenuti sostanzialmente permanenti, sarebbero stati realizzati anche nelle loro economie. Un quesito importante, poiché l'incertezza circa il trend della produttività del lavoro rendeva difficile determinare il prodotto potenziale, le pressioni inflazionistiche e, dunque, il corso appropriato delle politiche. In gran parte dei paesi con obiettivi di inflazione espliciti si sono potuti accertare solo modesti e relativamente recenti aumenti della produttività. Inoltre, la maggior parte di questi incrementi sembra riconducibile a fattori ciclici. Un'eccezione di rilievo è l'Australia, che ha beneficiato di guadagni di produttività molto elevati per tutti gli anni novanta. Nondimeno, nel Regno Unito alcuni esponenti del Comitato di politica monetaria della Banca d'Inghilterra (CPM) hanno affermato di essere stati propensi a un taglio dei tassi d'interesse nel 2000 sulla base dell'assunto che la crescita della produttività di lungo periodo fosse accelerata. Il rinvio dell'aumento dei tassi in Svezia lo scorso anno ha rispecchiato anche la convinzione che il livello di crescita sostenibile della produttività si fosse innalzato, in parte grazie alla notevole performance del comparto informatico interno.

Le banche centrali affrontano problemi analoghi, come la continua incertezza circa la dinamica della produttività ...

Un secondo quesito riguardava il modo in cui fronteggiare gli ulteriori rilevanti aumenti dei prezzi petroliferi della seconda metà del 2000, che in seguito hanno sospinto l'inflazione generale al disopra degli obiettivi di gran parte delle banche centrali. Non vi è stata una risposta in termini di aumento dei tassi, poiché si è ritenuto in genere che si trattasse di shock transitori. Tuttavia, alcune banche centrali con obiettivi di inflazione espliciti hanno precisato che mentre non avrebbero reagito agli effetti immediati di questi shock di prezzo, esse avrebbero però preso in considerazione ulteriori provvedimenti restrittivi qualora gli indicatori avessero segnalato la comparsa di effetti di secondo impatto. La Reserve Bank dell'Australia ha mantenuto invariati i tassi anche quando un aumento delle imposte, unitamente all'impennata dei prezzi del petrolio, ha spinto bruscamente verso l'alto l'inflazione rilevata nel terzo trimestre. In Canada, le aspettative inflazionistiche a lungo termine sono rimaste pressoché immutate dopo l'incremento dei prezzi petroliferi, mantenendosi prossime al centro della fascia obiettivo della banca centrale. Verso la fine del 2000 la discesa delle quotazioni del greggio ha allentato le pressioni sull'inflazione generale in gran parte dei paesi, e ciò ha ridotto significativamente la probabilità di effetti di secondo impatto dei precedenti aumenti di prezzo.

... l'impatto degli aumenti di prezzo del petrolio ...

Un terzo quesito che si è posto alle autorità nel periodo in esame riguardava la dinamica dei cambi. Per gran parte del 2000 una delle maggiori preoccupazioni nel Regno Unito era il crescente squilibrio settoriale causato dall'elevato valore della sterlina rispetto all'euro. Ciò aveva comportato una debole performance in alcuni settori dell'export, mentre nello stesso tempo la domanda interna cresceva rapidamente. Un calo dei tassi d'interesse avrebbe potuto favorire un deprezzamento della sterlina, venendo in tal modo in soccorso delle industrie esportatrici; ma ciò avrebbe alimentato un ulteriore aumento del livello già preoccupantemente elevato della domanda interna. Nell'aspettativa di poter comunque rispettare il suo obiettivo di inflazione

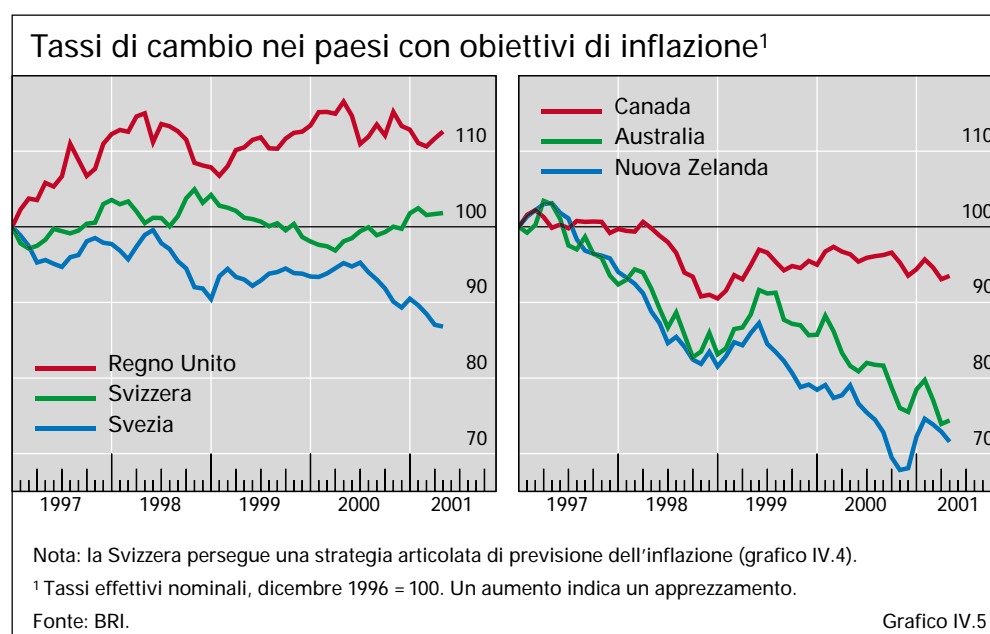
... e le incerte ripercussioni della dinamica dei cambi

aggregata, la Banca d'Inghilterra ha mantenuto fermo al 6% il principale tasso ufficiale.

Il tasso di cambio ha richiamato l'attenzione delle autorità anche in Australia e Nuova Zelanda, paesi la cui valuta ha subito un massiccio deprezzamento. In definitiva, l'influsso ultimo di tali deprezzamenti sull'orientamento di politica monetaria è stato minore di quanto ci si potesse attendere alla luce dell'esperienza passata. Le banche centrali di entrambi i paesi, ritenendo che la traslazione delle variazioni del cambio sull'inflazione fosse diminuita recentemente, sono state più inclini a un atteggiamento di attesa per verificare se tali variazioni si sarebbero trasmesse all'inflazione di base. Per contro, la Banca Nazionale Svizzera era dell'avviso che l'entità della trasmissione restasse elevata. Essa ha pertanto accettato di buon grado l'apprezzamento del franco svizzero sull'euro come mezzo per contrastare, nella prima metà del 2000, gli impulsi inflazionistici derivanti dalla precedente debolezza del tasso di cambio nominale.

Le prospettive inflazionistiche sono migliorate nella seconda metà del periodo sotto rassegna, allorché le previsioni di crescita del prodotto sono state corrette al ribasso nella maggior parte dei paesi. Ciò ha per lo più rispecchiato un atteso rallentamento dell'attività economica mondiale, ma anche la precedente fase di restrizione monetaria. Tuttavia, il calo della crescita previsto era minore che negli Stati Uniti, come pure la probabilità attribuita a un'inversione del ciclo particolarmente accentuata. Questa opinione era sorretta dai minori segnali di squilibri finanziari nella maggior parte di queste economie, in particolare nei mercati del credito e delle attività, rispetto agli Stati Uniti. Nondimeno, in alcuni casi erano ravvisabili sintomi di squilibri settoriali. In Australia i prezzi delle abitazioni hanno raggiunto livelli eccezionali, e in Canada l'indebitamento di famiglie e imprese in rapporto al PIL si è avvicinato ai massimi storici (si veda anche il Capitolo II).

Revisione al ribasso delle previsioni di crescita del prodotto agli inizi del 2001





In definitiva, le previsioni di una crescita più debole abbinata a una stabile inflazione di base hanno indotto molte banche centrali ad abbassare i tassi d'interesse. In Canada, vi era la percezione di un possibile rallentamento in atto, dovuto anche al calo della domanda di prodotti nazionali da parte del mercato statunitense. Si temeva che l'espansione dei consumi e degli investimenti potesse diminuire, in linea con gli sviluppi negli Stati Uniti. Di conseguenza, nel gennaio 2001 la Bank of Canada ha cominciato a ridurre i tassi. Nella riunione dello stesso mese, il CPM della Banca d'Inghilterra era ancora dell'avviso che il rischio di un aumento dell'inflazione fosse più o meno bilanciato dal pericolo di una flessione della crescita al disotto del potenziale. Tuttavia, la Banca ha allentato la propria politica in febbraio, dopo che l'inflazione era temporaneamente scesa di quasi un punto sotto il target, e ulteriori tagli di 0,25 punti ciascuno sono stati effettuati in aprile e maggio. In Australia, con una domanda interna già debole, il rallentamento delle economie statunitense e giapponese nel quarto trimestre ha rafforzato l'opinione secondo cui il calo della crescita avrebbe potuto essere protratto. La Reserve Bank ha effettuato tre riduzioni del "cash rate" tra febbraio e aprile, considerando questi tagli ancora compatibili con un rientro dell'inflazione nella fascia obiettivo del 2-3% nei due anni successivi.

Riduzioni dei tassi  
d'interesse  
in Canada ...

... Regno Unito ...

... e Australia

## Riconsiderazione del quadro operativo della politica monetaria

Il cambiamento più importante nel contesto macroeconomico degli ultimi due decenni è stato verosimilmente il processo di disinflazione su scala mondiale. Molti fattori hanno indubbiamente contribuito alla situazione attuale di inflazione bassa e stabile (Capitoli II e III); nondimeno, il crescente impegno delle banche centrali al conseguimento e alla difesa della stabilità dei prezzi è stato determinante.

Nonostante il successo riportato nel controllo dell'inflazione, le autorità monetarie hanno dovuto risolvere il problema di individuare indicatori affidabili capaci di guidarle nella determinazione dei tassi ufficiali. Dopo il crollo del sistema di Bretton Woods e il passaggio generalizzato al regime di cambi flessibili, la ricerca di tali indicatori ha assunto un carattere prioritario, data l'esigenza di una gestione più attiva della politica monetaria da parte delle banche centrali. Negli anni settanta sono stati diffusamente adottati obiettivi monetari al duplice scopo di servire da ancora nominale esplicita per guidare le aspettative e da variabili informative per la conduzione della politica monetaria. Tuttavia, in molti paesi la liberalizzazione e l'innovazione finanziaria hanno finito per ridurre l'affidabilità degli aggregati monetari come indicatori di futuri sviluppi economici. Oggi, tra i maggiori paesi industriali, solo la strategia dei due pilastri dell'Eurosistema attribuisce tuttora un ruolo preminente agli indicatori monetari. Nel corso degli anni ottanta le banche centrali avevano fatto crescente affidamento su molteplici variabili informative per orientare le loro scelte operative, attribuendo rinnovata importanza a indicatori dell'economia reale, quali le misure della capacità produttiva sottostante e del potenziale di crescita dell'economia. La successiva adozione e il perseguimento in molti paesi di obiettivi di inflazione annunciati hanno fornito un mezzo trasparente

Problemi nella  
ricerca di indicatori  
affidabili

e credibile con il quale dare attuazione a una strategia monetaria di vasto respiro. Purtroppo, rendendo più chiaro l'obiettivo di politica monetaria, l'urgenza di individuare indicatori affidabili, più che diminuire, è probabilmente aumentata.

Le diverse e mutevoli esperienze delle banche centrali farebbero di per sé ritenere che un insieme omogeneo di indicatori affidabili di politica monetaria sia un traguardo ancora lontano. Inoltre, la crescita dei mercati finanziari negli ultimi anni ha ampliato la serie di variabili informative a disposizione delle autorità monetarie, aumentandone la potenziale eterogeneità. Oltre ad avere importanti implicazioni per la tattica di politica monetaria, l'accresciuta rilevanza dei mercati finanziari ha reso alquanto più complessa la comunicazione dei cambiamenti di politica monetaria al pubblico.

### *La scelta degli indicatori*

Gli indicatori tradizionali sono risultati fuorvianti ...

L'inflazione inaspettatamente bassa registrata in molti paesi industriali dalla metà degli anni novanta ha costretto le banche centrali a riconsiderare gli indicatori tradizionali e i modelli utilizzati per la stima delle pressioni inflazionistiche. L'esempio più lampante al riguardo è fornito dagli Stati Uniti, paese in cui la crescita del PIL reale è rimasta ben al di sopra, e la disoccupazione ben al di sotto, dei parametri storici. Poiché una visione tradizionale del processo inflativo condivisa da molte banche centrali si basa sulla curva di Phillips, gli andamenti anomali del prodotto e della disoccupazione rispetto ai presunti valori di equilibrio nel lungo periodo hanno costituito uno dei motivi principali della recente sistemica sovrastima dell'inflazione futura.

... anche a causa delle difficoltà di pronosticare la dinamica della produttività

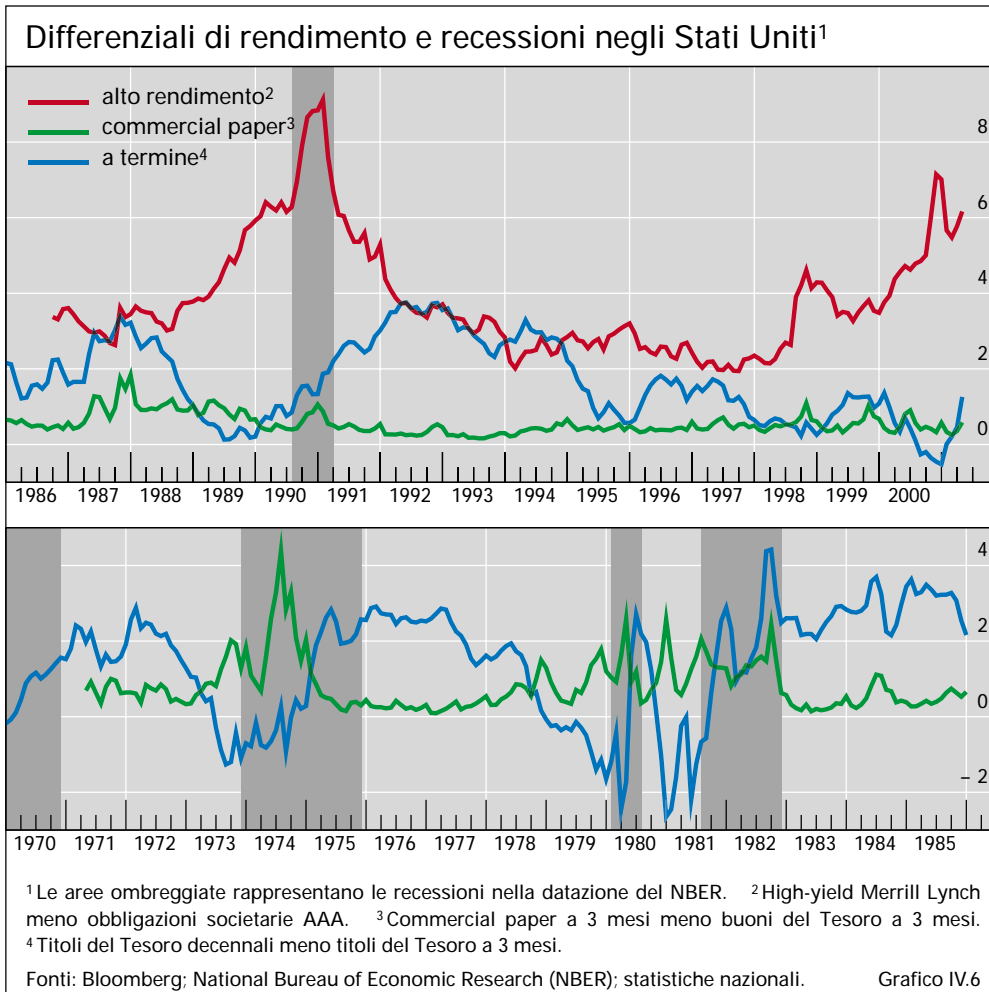
Uno dei principali problemi origina dalla crescente incertezza riguardo al prodotto potenziale. Negli ultimi anni è stata dedicata molta attenzione alla comprensione della dinamica della produttività totale dei fattori, in particolare alla misura in cui gli aumenti rilevati riflettono cause di lungo periodo anziché cicliche. Tuttavia, non sempre viene riconosciuto che le stime sia dello stock di capitale sia delle forze di lavoro sono altrettanto cruciali nella valutazione del prodotto potenziale. La misurazione dello stock di capitale è sempre difficile, ma lo è ancor più nei periodi di rapido progresso tecnologico, che in breve tempo può rendere il capitale obsoleto e il suo impiego non proficuo, complicando in tal modo la stima del grado di utilizzo della capacità produttiva. Parimenti, modifiche nel tasso di partecipazione e nelle tendenze demografiche possono influire sull'offerta di lavoro effettiva e quindi sulla capacità produttiva dell'economia. Inoltre, il calcolo del NAIRU, anch'esso fondamentale nel determinare il contributo del fattore lavoro al prodotto potenziale, può essere distorto da influssi (quali una riduzione dei prezzi delle materie prime o un rafforzamento del cambio) che riducono temporaneamente le pressioni e le aspettative inflazionistiche. Problemi come questi hanno indotto molti analisti a ripiegare su metodi puramente statistici per la stima del prodotto potenziale. Benché molte banche centrali si siano mosse in questa direzione, esse sono comprensibilmente esitanti a fondare la politica monetaria su simili misure, riconoscendo che queste non forniscono informazioni sulle forze economiche sottostanti tali stime.

In parte a causa delle difficoltà nell'interpretare gli indicatori dell'economia reale e data la crescente importanza dei mercati finanziari nel meccanismo di

trasmissione degli impulsi monetari, le banche centrali hanno attribuito un'attenzione sempre maggiore agli indicatori finanziari come guida per la politica monetaria. Una serie di esempi comprende vari differenziali di rendimento. In passato, lo spread a termine, ossia la differenza tra i rendimenti obbligazionari a lunga e i tassi a breve, si è dimostrato un utile indicatore dell'attività economica futura in molti paesi. Negli Stati Uniti, inoltre, anche il differenziale tra i tassi sulla commercial paper e quelli sui buoni del Tesoro è sembrato avere un contenuto predittivo per la crescita del prodotto. I movimenti di entrambi questi differenziali sono risultati strettamente correlati alle variazioni della politica monetaria; ad esempio, un accentuato calo dello spread a termine con conseguente inversione della curva dei rendimenti si è solitamente accompagnato a un aumento significativo dei tassi ufficiali. Poiché le recessioni a partire dai primi anni settanta sembrano per lo più essere state accelerate da una restrizione monetaria volta a combattere l'inflazione, il differenziale a termine ha costituito un valido indicatore di un imminente indebolimento dell'attività economica.

Gli indicatori finanziari possono rivelarsi più utili

Per questa stessa ragione, tuttavia, tale differenziale non riuscirebbe a predire rallentamenti non indotti principalmente dalla politica monetaria. La recessione iniziata negli Stati Uniti nel 1990 sembrerebbe confermarlo. In



Spread di qualità      quell'occasione, pare essere stato un drastico aumento del differenziale tra i titoli di debito ad alto rendimento e quelli di qualità bancaria delle imprese a preannunciare il rallentamento. Vi sono invero indicazioni che anche in tempi recenti questo differenziale sia stato un utile indicatore della crescita del prodotto. La probabile ragione di ciò è che esso può rispecchiare variazioni, alcune indotte dalla politica monetaria, nelle condizioni creditizie che influenzano gli investimenti di piccole e medie imprese. Si potrebbe ritenere che lo spread sui titoli ad alto rendimento sia un indicatore potenzialmente più utile di altri differenziali di tasso d'interesse, nella misura in cui i suoi movimenti non sono specificamente legati al corso della politica monetaria, ma riflettono anche altri fattori che influiscono sul ciclo economico.

Tasso di cambio      Nella valutazione delle pressioni inflazionistiche sono state utilizzate in molti paesi anche le variazioni dei tassi di cambio nominali e i connessi andamenti dei prezzi delle importazioni. Questi movimenti hanno effetti diretti sull'inflazione e influenzano il processo di determinazione dei salari e le variazioni dei prezzi dei beni "non-tradable". Tuttavia, come esaminato in precedenza e nel Capitolo II, l'esperienza recente fa ritenere che la traslazione delle variazioni del cambio sull'inflazione avvenga in misura minore o con ritardo. Ciò sembrerebbe ridimensionare l'importanza potenziale di questi indicatori per la politica monetaria.

Aggregati monetari      Infine, come già accennato, negli ultimi trent'anni gli aggregati monetari e creditizi hanno svolto un ruolo variabile nella conduzione della politica monetaria. Le banche centrali, con poche eccezioni di rilievo, hanno espresso crescenti dubbi sulla loro proprietà di indicatori dei movimenti a breve sia dell'inflazione che del prodotto. Nello stesso tempo, il loro contenuto informativo sembrerebbe differire tra i vari sistemi finanziari. Per esempio, gli aggregati monetari ampi sono probabilmente più utili nei paesi in cui le banche sono la principale fonte esterna di finanziamento degli investimenti. Per contro, nei paesi in cui le imprese si finanziano principalmente con capitale di rischio ed emissioni obbligazionarie, come gli Stati Uniti o il Regno Unito, è probabile che altri indicatori quali gli aggregati creditizi ampi, i prezzi delle azioni e i premi di rischio abbiano maggiore rilevanza. Prescindendo da queste differenze, il monitoraggio degli aggregati monetari e creditizi può tuttora rivelarsi utile nel valutare i rischi a più lungo termine per la stabilità finanziaria (Capitolo VII).

#### *La comunicazione con i mercati finanziari*

Oltre ad aver ampliato la gamma dei potenziali indicatori di politica monetaria, il rapido sviluppo dei mercati finanziari ha anche posto le banche centrali di fronte a nuovi compiti di comunicazione. In particolare, le autorità monetarie si sono generalmente adoperate per essere più trasparenti nei confronti dei mercati al fine di evitare effetti di sorpresa. Ad esempio, mentre negli anni ottanta alcune banche centrali, fra cui la Riserva federale e la Reserve Bank dell'Australia, operavano pilotando i tassi overnight verso obiettivi non rivelati, esse ora annunciano di norma immediatamente i loro interventi di politica monetaria. Inoltre, offrono informazioni più complete e tempestive sulle ragioni alla base di tali manovre. Alcune banche centrali, tra cui la BCE e, lo

Annuncio immediato delle manovre di politica monetaria

scorso anno, la Banca del Giappone, hanno altresì cominciato ad annunciare le loro proiezioni o previsioni di inflazione futura e di altre variabili.

Malgrado ciò, resta aperto il quesito se la comunicazione possa essere ulteriormente migliorata. Un tema controverso è se le autorità monetarie debbano preparare i mercati alle loro mosse future, ad esempio annunciando il loro orientamento prevalente, come viene fatto dal FOMC, fornendo altre indicazioni circa le loro prossime iniziative, o addirittura pubblicando le proiezioni sull'evoluzione attesa dei tassi d'interesse. Agendo in tal modo, le banche centrali potrebbero influenzare più efficacemente i tassi a lungo termine, rafforzando così i meccanismi di trasmissione degli impulsi monetari all'economia. Tuttavia, alcuni fattori indicano che ciò potrebbe rivelarsi a un tempo più arduo e meno opportuno di quanto si ritenesse forse in precedenza.

L'annuncio di possibili azioni future ...

In primo luogo, il dover assumere decisioni sia sui tassi ufficiali correnti sia sulla più probabile evoluzione futura dei tassi d'interesse complica grandemente il processo decisionale e può rivelarsi ingestibile, specie se le autorità monetarie si riuniscono di frequente. In secondo luogo, queste ultime potrebbero non avere un'opinione univoca sulle loro possibili decisioni future. Molte banche centrali conducono la politica monetaria attraverso comitati formali o informali che esaminano lo stato e la probabile evoluzione a breve dell'economia. Esse raggiungono quindi un accordo sul livello corrente dei tassi d'interesse sulla base di un consenso o per votazione. Con questo tipo di meccanismo decisionale sarebbe difficile adottare una ferma posizione riguardo alle future manovre dei tassi. In terzo luogo, il discostarsi dalle posizioni annunciate sui livelli attesi dei tassi d'interesse potrebbe danneggiare la credibilità della banca centrale. Anche se gli scostamenti fossero giustificati da nuove informazioni, i mercati potrebbero formarsi un'opinione diversa sul significato degli eventi in atto. L'accenno a future manovre di politica monetaria potrebbe quindi vincolare indebitamente il ventaglio di opzioni della banca centrale.

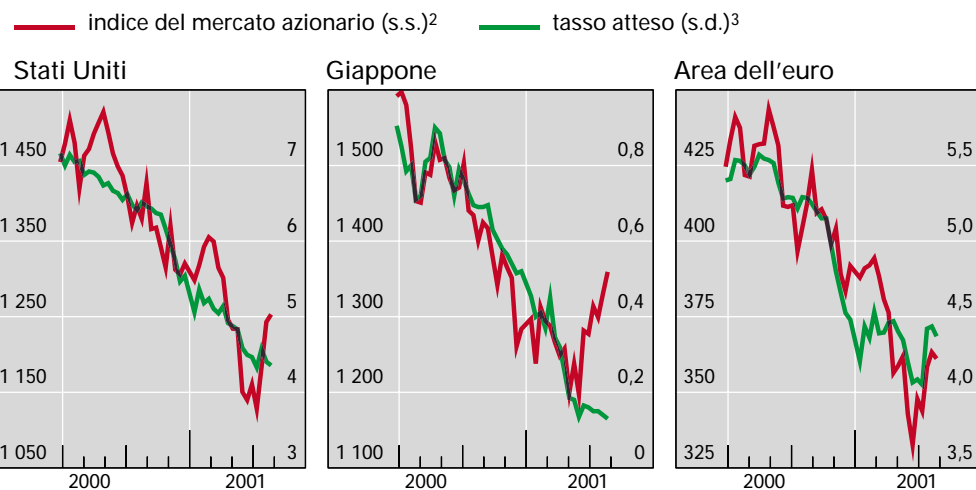
... può essere di scarsa utilità ...

Queste considerazioni inducono a ritenere che non vi siano grandi vantaggi nel cercare di offrire indicazioni precise su possibili futuri cambiamenti di politica monetaria, tranne forse in circostanze straordinarie. Ad esempio, ciò potrebbe rivelarsi appropriato in situazioni in cui i tassi d'interesse si discostino alquanto dai loro livelli normali, come accaduto per gli Stati Uniti nei primi anni novanta, quando il tasso sui federal funds era stato tenuto basso a causa dei "venti contrari" che interessavano il settore finanziario. In tali situazioni, il ripristino di livelli più normali dei tassi senza preannunciare tale cambiamento ai mercati rischierebbe di accentuarne la volatilità. Tuttavia, piuttosto che annunciare possibili manovre future, potrebbe essere ancora preferibile chiarire a quali condizioni i tassi d'interesse sarebbero aggiustati, lasciando alle aspettative dei mercati di giudicare autonomamente se queste condizioni siano presenti. La Banca del Giappone ha effettivamente seguito questa strategia quando ha reso noto che l'allentamento della politica monetaria nel marzo 2001 sarebbe stato mantenuto fino a quando la variazione su base annua del livello dei prezzi non fosse tornata a zero o positiva.

... tranne forse in circostanze straordinarie

Un altro aspetto importante delle strategie di comunicazione riguarda il modo in cui le banche centrali possono segnalare ai mercati quali fattori

## Indici del mercato azionario e aspettative di tasso d'interesse a tre mesi<sup>1</sup>



<sup>1</sup> A fine settimana. <sup>2</sup> Stati Uniti, S&P 500; Giappone, TOPIX; area dell'euro, Dow Jones EURO STOXX Broad. <sup>3</sup> Futures su tassi d'interesse a tre mesi con scadenza dicembre 2001.

Fonte: statistiche nazionali.

Grafico IV.7

influiscono maggiormente sulle decisioni operative allorché molte variabili si modificano contemporaneamente. Per esempio, i prezzi delle azioni spesso calano in previsione di un rallentamento della crescita del prodotto, ma anche le banche centrali generalmente riducono i tassi in risposta a un atteso rallentamento. Tali misure possono essere erroneamente interpretate nel senso che la politica monetaria sia manovrata in funzione dei prezzi delle attività finanziarie. Questo pericolo aumenta se il rapporto ricchezza/reddito è elevato, le azioni rappresentano una quota importante della ricchezza e l'evoluzione dell'economia reale è un fattore determinante per le prospettive inflazionistiche. La rilevanza pratica di questo problema è illustrata nel grafico IV.7, che mostra come, con la caduta dei mercati azionari nelle tre maggiori economie lo scorso anno, anche le aspettative di mercato sui tassi a breve si siano abbassate.

### *La tattica degli interventi di politica monetaria*

Lo sviluppo dei mercati finanziari ha avuto implicazioni anche per la tattica di politica monetaria, in particolare per la scelta temporale degli interventi. In molte banche centrali, come si è detto in precedenza, un comitato formale di politica monetaria assume le decisioni sui tassi d'interesse a scadenze predeterminate. Come fatto notare lo scorso anno dalla Banca del Canada in occasione dell'adozione di un calendario prefissato di date di annuncio, ciò riduce l'incertezza degli operatori poiché questi non devono preoccuparsi di interventi in date diverse, se non in circostanze eccezionali. Tuttavia, quando viene fatto uso di un calendario prefissato di riunioni si pone comunque il problema dei vantaggi e degli svantaggi di adottare provvedimenti al di fuori delle date prestabilite, come ad esempio i tagli dei tassi operati dalla Riserva federale agli inizi di gennaio e a metà aprile 2001. Sebbene la necessità di manovre ad interim dipenda dalla frequenza delle riunioni – i comitati che si

Annunci a date predeterminate

riuniscono due volte al mese, come nel caso della Banca del Giappone e della BCE, potrebbero averne minore bisogno – le banche centrali potrebbero volersi comunque riservare questa opzione. Ciò potrebbe valere in particolare nel caso di turbolenze improvvise sui mercati finanziari in grado di provocare drastici mutamenti nelle prospettive dell'economia.

L'opportunità di attuare manovre nell'intervallo tra due riunioni è legata alla più ampia questione se le autorità monetarie debbano evitare di cogliere di sorpresa i mercati. In generale, le banche centrali dovrebbero operare in maniera coerente nel tempo e comunicare le proprie intenzioni con chiarezza in modo da non ingenerare sorprese. Un cambiamento inatteso della politica monetaria potrebbe finire per destabilizzare i mercati ove fosse interpretato nel senso che la banca centrale disponga di informazioni riservate sfavorevoli o abbia perso il controllo della situazione. Ciò nonostante, possono sempre verificarsi casi in cui le intenzioni delle autorità e le aspettative dei mercati divergono in modo netto. Ovviamente, una banca centrale non dovrebbe rinunciare a perseguire le politiche che ritiene appropriate solo perché non sono quelle attese dai mercati finanziari. Nondimeno, questo aspetto potrebbe assumere rilevanza sul piano delle scelte tattiche. Da un lato, potrebbe talvolta rivelarsi proficuo che le autorità adottino ferme misure di politica monetaria, anche fra due riunioni, allo scopo di rendere chiare le loro intenzioni e di non apparire "ostaggio" delle opinioni del mercato. Dall'altro, i suddetti timori di destabilizzazione dei mercati implicano che potrebbe essere opportuno per le banche centrali dare attuazione ai voluti ma inattesi interventi sui tassi d'interesse solo con gradualità.

Preoccupazione per gli effetti di sorpresa sui mercati

Un problema strettamente connesso è se le banche centrali debbano normalmente graduare nel tempo gli interventi sui tassi d'interesse. Una banca centrale adotta una tattica di modulazione ("smoothing") dei tassi se, in risposta a nuove informazioni, ne distribuisce le variazioni nel tempo. In questo caso,

Frequenza delle riunioni e modulazione dei tassi d'interesse				
	Frequenza delle riunioni dei comitati monetari <sup>1</sup>	Variazione media assoluta del tasso ufficiale <sup>2</sup> tra due inversioni di segno	Numero medio delle variazioni del tasso ufficiale tra due inversioni di segno	Numero medio di settimane tra due inversioni di segno del tasso ufficiale
Australia	mensile	3,5	5,6	111
Canada	8 volte l'anno	2,1	6,7	52
Area dell'euro	bimensile	1,5	3,0	39
<i>Germania</i>	<i>bimensile</i>	<i>0,4</i>	<i>4,9</i>	<i>20</i>
Giappone <sup>3</sup>	bimensile	.	.	.
Svezia	mensile	1,6	8,5	60
Regno Unito	mensile	2,0	4,8	65
Stati Uniti	8 volte l'anno	2,0	6,0	84

Nota: Australia, "cash rate" (1990–2001); Canada, tetto della fascia operativa (1994–2001); area dell'euro, tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale (1999–2001); Germania, tasso pct (1990–98); Giappone, tasso overnight (crediti non garantiti, 1990–2001); Svezia, tasso pct (1994–2001); Regno Unito, tasso pct (1990–2001); Stati Uniti, tasso obiettivo sui federal funds (1990–2001).

<sup>1</sup> Prassi attuale. <sup>2</sup> In punti percentuali. <sup>3</sup> Durante il periodo marzo 1991–agosto 2000 non si sono registrate inversioni di segno.

Tabella IV.1

Indicazioni di modulazione dei tassi

ci si dovrebbe attendere un certo numero di piccoli interventi sui tassi nella stessa direzione, piuttosto che un'unica ampia manovra. Vi sono prove di fatto secondo cui le banche centrali fanno effettivamente ricorso a questa pratica (tabella IV.1). Tuttavia, il modello di comportamento osservato potrebbe essere riconducibile a graduali rettifiche di opinione delle banche centrali circa lo stato dell'economia, piuttosto che a un aggiustamento volutamente graduale dello strumento stesso di politica monetaria.

Argomenti a favore ...

Un argomento a favore della distribuzione graduale delle modifiche dei tassi d'interesse nel tempo è che il loro impatto sulle variabili finanziarie e sulla domanda aggregata potrebbe essere più forte se si prevede che esse continuino nella stessa direzione. La modulazione dei tassi può quindi potenziare l'efficacia della politica monetaria, consentendo alle banche centrali di ottenere gli effetti di domanda desiderati, riducendo al tempo stesso la volatilità dei tassi. Un secondo argomento a favore è che essa facilita ai mercati la comprensione delle reazioni delle autorità monetarie a nuove informazioni. Ampi e repentini cambiamenti di direzione nella manovra dei tassi possono rendere più difficile per gli osservatori valutare quali informazioni siano più importanti nel determinare l'orientamento complessivo della politica monetaria. Un terzo argomento collegato a favore della modulazione è che essa può anche salvaguardare la banca centrale da perdite di credibilità nel caso in cui frequenti inversioni di rotta dei tassi siano interpretate dai mercati come sintomo di carente fiducia o di incoerenza nella conduzione della politica monetaria. Esiste però anche un argomento a sfavore. Se le banche centrali sovrastimano la necessità di gradualismo nel definire la propria politica, gli interventi opportuni potrebbero essere attuati con ritardo, il che potrebbe a sua volta accentuare le oscillazioni dell'inflazione e del prodotto.

... e contro la modulazione dei tassi

Condizioni di mercato e scelta temporale degli interventi di politica monetaria

Lo sviluppo dei mercati finanziari implica altresì che le condizioni di mercato possono esercitare un influsso maggiore sui tempi delle manovre di politica monetaria. Un esempio è fornito dalle situazioni in cui la liquidità di mercato è limitata (ad esempio, al volgere dell'anno o in circostanze speciali, come il passaggio al nuovo millennio), e le banche centrali potrebbero astenersi dal modificare i tassi per evitare di innescare brusche reazioni. Un secondo esempio concerne gli episodi di turbolenza del mercato. In questi casi, le banche centrali devono valutare la significatività della perturbazione, con riguardo in particolare alle potenziali ripercussioni sull'economia reale. Se le autorità decidono di agire, gli interventi possono variare da un sostegno selettivo della liquidità fino alla riduzione dei tassi, come ha fatto la Riserva federale dopo la caduta del mercato azionario nel 1987 e durante l'episodio di accentuata volatilità dei mercati seguito all'annuncio della moratoria russa nel 1998. Per quanto opportuni, tali interventi rischiano tuttavia di essere erroneamente interpretati come una reazione delle autorità al livello dei prezzi delle attività finanziarie, che tende anch'esso a diminuire in periodi di tensione.



## V. Gli andamenti nei mercati dei cambi

### Aspetti salienti

Tra gli andamenti di rilievo sui mercati valutari nel 2000 figura il persistente vigore del dollaro USA nei confronti di gran parte delle altre monete e in particolare dell'euro. Proseguendo tendenze iniziate nel 1999, lo yen ha espresso una relativa stabilità al livello sorprendentemente elevato raggiunto lo scorso anno rispetto alla valuta statunitense, mentre la moneta unica ha accusato una generale debolezza. Negli ultimi trimestri tali tendenze hanno segnato una parziale inversione allorché la divisa giapponese si è deprezzata e quella europea ha evidenziato un leggero recupero.

Sui movimenti delle valute principali sembrano aver influito soprattutto i differenziali di crescita prospettica e i flussi per investimenti diretti esteri (IDE) e di portafoglio. In autunno una serie di interventi ufficiali sui cambi ha fornito un certo sostegno all'euro. Il rinnovato vigore del dollaro rispetto all'euro agli inizi del 2001 risulta particolarmente enigmatico alla luce della decelerazione inaspettatamente brusca dell'economia statunitense e del connesso allentamento monetario. Esso è parso indicare attese radicate circa le prospettive di crescita a medio termine nelle due aree economiche. Di fatto, in netto contrasto con l'esperienza degli anni ottanta e di gran parte degli anni novanta, i differenziali di tasso d'interesse sono sembrati influire sui cambi soprattutto tramite il loro effetto sulle aspettative di crescita.

Anche l'entità delle oscillazioni di alcune altre valute è stata abbastanza anomala rispetto ai parametri storici. Il dollaro australiano e quello neozelandese hanno toccato minimi assoluti, mentre la moneta canadese è arretrata sensibilmente. Un andamento diverso dal passato è stato seguito altresì dal franco svizzero, che si è rafforzato sull'euro allorché questo ha perso valore rispetto al dollaro USA.

Dopo una fase di relativa stabilità nel 1999, nel corso del 2000 varie monete dei paesi emergenti hanno iniziato a indebolirsi in rapporto al dollaro in un contesto di rallentamento della domanda mondiale e di calo dei prezzi azionari USA. A prescindere da episodi isolati di tensione, in generale i mercati valutari sono stati calmi.

A livello mondiale l'attività in cambi si è attestata su livelli nettamente inferiori a quelli del 1998. Nel contempo, gli spreads denaro-lettera per le principali coppie di valute sono rimasti ristretti. Mentre la volatilità a breve termine è aumentata in determinati segmenti, nel complesso la liquidità pare non essersi deteriorata.

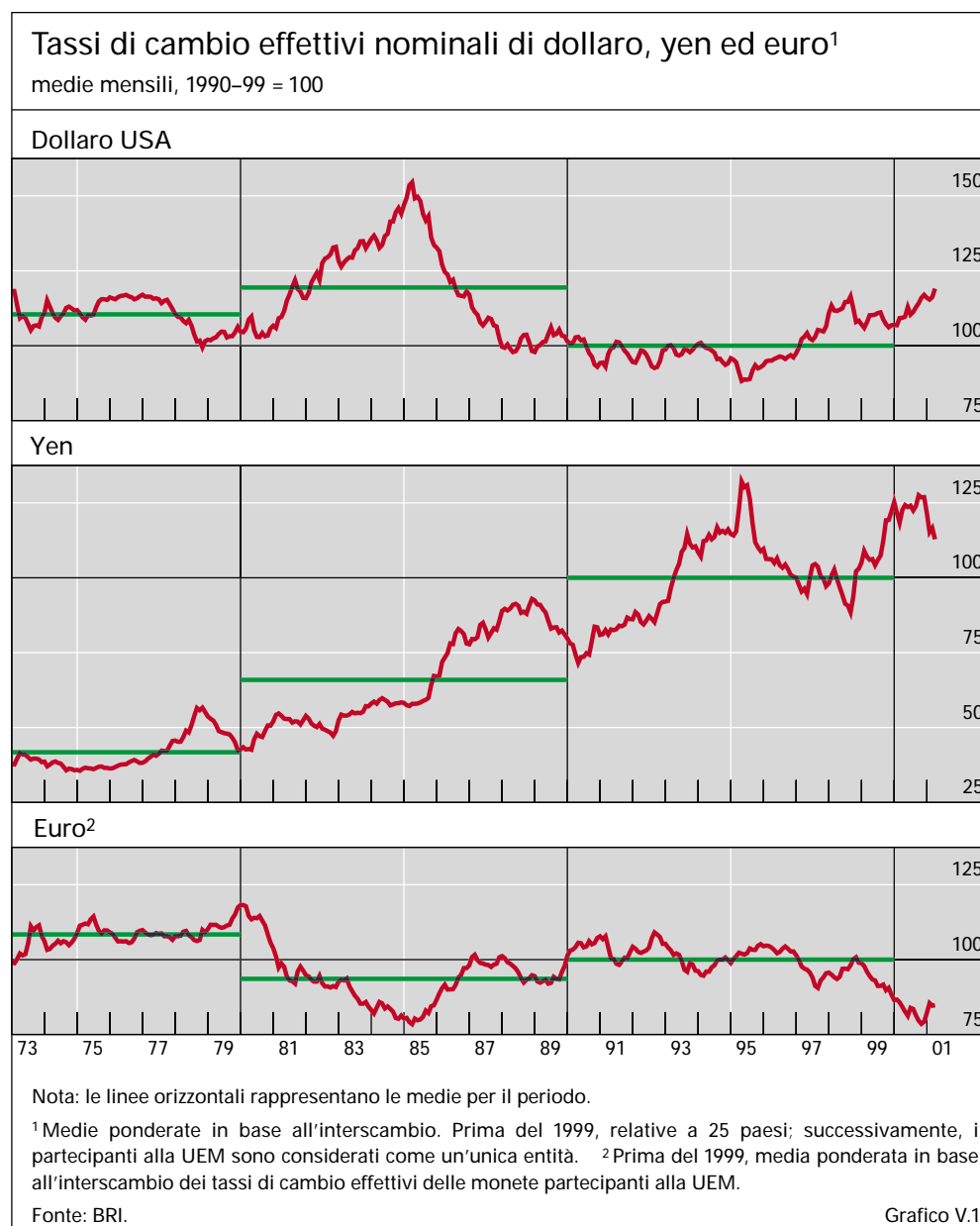
## Dollaro, yen ed euro

### Andamenti principali e prospettive a lungo termine

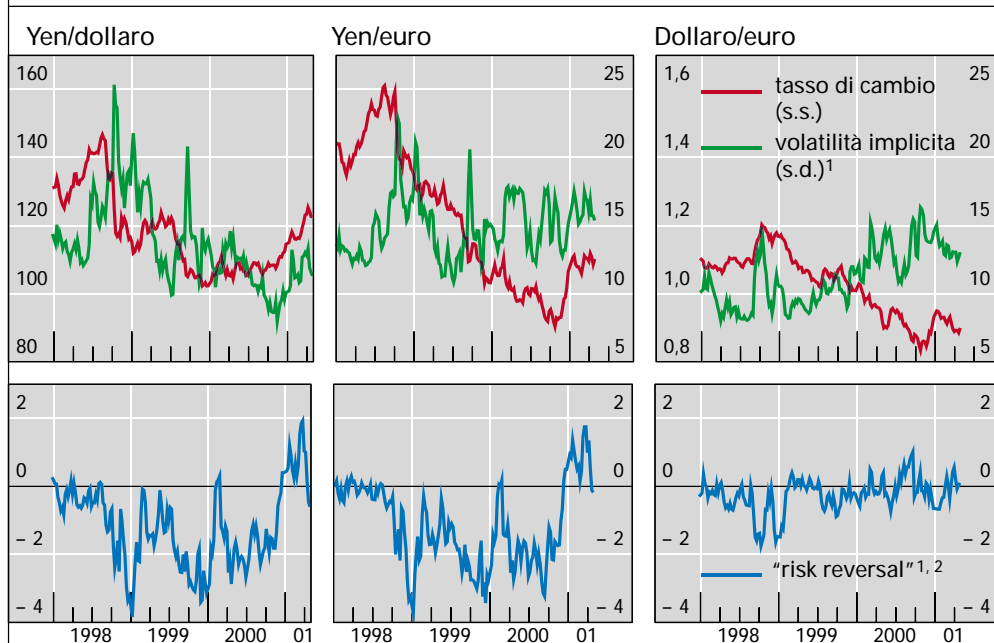
Nel 2000 e agli inizi del 2001 il tasso di cambio effettivo nominale del dollaro è aumentato di circa l'11%, riportandosi a livelli non più osservati dal 1986 (grafico V.1). Per contro, quello dell'euro è sceso del 4% a un minimo storico, inferiore del 16% alla media degli anni novanta per l'euro "sintetico". Lo yen è rimasto stabile in termini effettivi tra gennaio e novembre 2000, anche se ai primi di aprile 2001 risultava deprezzato del 13%.

Persistente vigore del dollaro

Il periodo in esame è stato contraddistinto dalla perdurante forza del dollaro nei confronti dell'euro e, in misura minore, dello yen. Rispetto alla moneta europea, quella statunitense ha proseguito nella sua fase ascendente nonostante i brevi episodi di ripresa dell'euro tra maggio e giugno 2000 e tra novembre 2000 e gennaio 2001 (grafico V.2). La moneta unica ha toccato la



## Tassi di cambio, volatilità implicite e "risk reversals" di dollaro, yen ed euro



Nota: il tasso di cambio dell'euro prima del 1999 è calcolato come media ponderata in base all'interscambio dei tassi bilaterali delle monete costituenti e raggugliato al tasso di cambio dell'ecu al 31 dicembre 1998 (passim).

<sup>1</sup> A un mese, in percentuale. <sup>2</sup> Un valore positivo indica, nei riquadri di sinistra e di destra, un'asimmetria delle aspettative verso un rafforzamento del dollaro e nel riquadro centrale verso un apprezzamento dell'euro.

Fonti: BCE; Dresdner Kleinwort Wasserstein Research; Reuters; elaborazioni BRI.

Grafico V.2

sua quotazione minima contro il dollaro in ottobre, \$0,82, equivalente a un calo del 19% da gennaio 2000 e del 30% dalla sua introduzione a gennaio 1999. Prendendo come riferimento un euro "sintetico", si tratta del livello più basso dalla fine del 1985. Il deprezzamento della valuta europea nel 2000 è stato notevole, inferiore soltanto a quello del marco tedesco nel 1981 e nel 1985-86, due periodi di eccezionale vigore del dollaro. Dopo un certo rafforzamento agli inizi del 2000, la moneta USA è rimasta stabile sullo yen per gran parte dell'anno, oscillando entro una fascia insolitamente ristretta di ¥105-110. A novembre, tuttavia, la moneta nipponica ha iniziato a indebolirsi e a fine aprile 2001 aveva perso quasi il 15%.

In rapporto allo yen, nell'ultima parte di ottobre l'euro ha raggiunto il suo minimo storico di ¥89, un livello inferiore del 14% a quello di gennaio 2000 e del 33% rispetto al gennaio 1999. Tra novembre 2000 e i primi di aprile 2001 è stata invece la moneta nipponica a perdere circa il 21% nei confronti di quella europea.

La configurazione dei movimenti di cambio ha avuto ripercussioni sulla crescita effettiva e prospettica nelle principali regioni mondiali. La forza del dollaro in termini effettivi ha concorso a ridistribuire la domanda aggregata mondiale dagli Stati Uniti verso aree dove la domanda era meno dinamica, come ad esempio quella dell'euro. Nel contempo, essa ha esercitato una

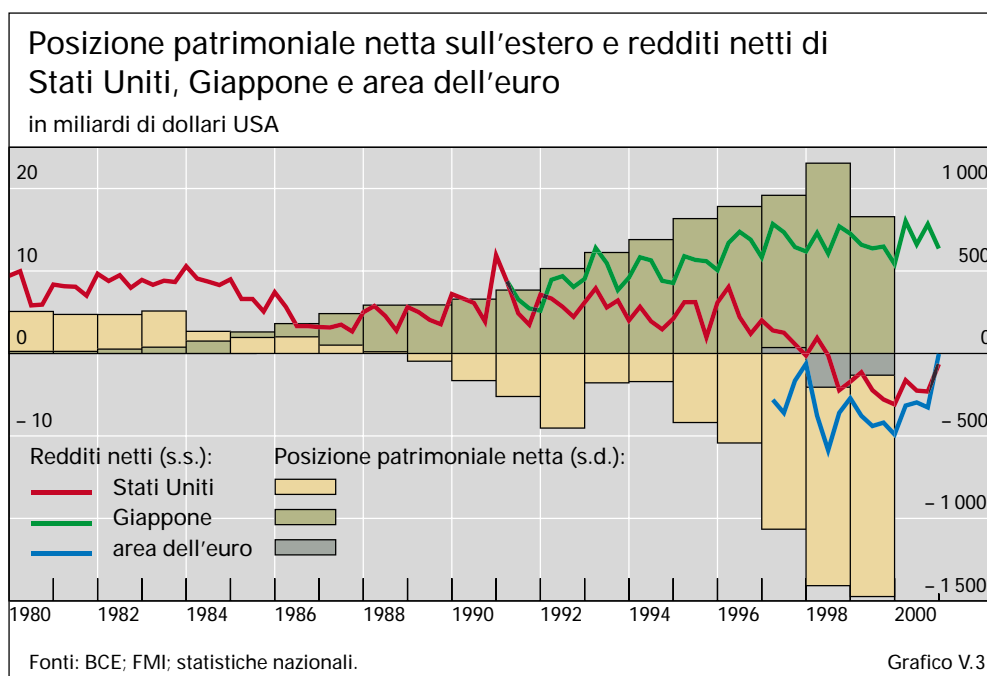
Effetti a breve ...

pressione addizionale su alcuni paesi con divise saldamente ancorate al dollaro, quali l'Argentina. La flessione dello yen in termini effettivi a partire da novembre 2000 potrebbe rivelarsi propizia all'esitante ripresa nipponica, ponendo fine a un lungo periodo in cui la valuta non ha sorretto, o ha addirittura raffrenato, le esportazioni del paese. Al di là di una certa misura, tuttavia, un ulteriore deprezzamento dello yen potrebbe creare difficoltà agli esportatori della regione asiatica, già colpiti dal calo della domanda negli Stati Uniti. Ove la decelerazione statunitense dovesse influire sul dollaro, il principale grado di libertà del sistema sembra essere il cambio dell'euro, il cui apprezzamento sarebbe meglio assorbito data la crescita relativamente più robusta in Europa.

Il profilo dei tassi di cambio e d'interesse nelle principali aree valutarie può altresì avere conseguenze sul piano delle turbative finanziarie potenzialmente insite in determinate strategie operative. In particolare, qualora si consolidasse l'aspettativa che lo yen ha probabilità basse o nulle di rafforzarsi nell'immediato, gli investitori potrebbero trovare conveniente costituire posizioni corte in tale moneta mediante operazioni di "yen carry". Di fatto, esistono riscontri aneddotici di un aumento di queste transazioni a partire dall'autunno 2000. Peraltro, esse potrebbero contribuire ad accrescere le pressioni sulle valute dei paesi emergenti con regimi di cambio comparativamente stringenti. L'ampia variazione del rapporto dollaro/yen nell'autunno 1998 ha evidenziato come in taluni casi i "carry trades" possano persino originare brusche impennate di volatilità a breve termine sui principali mercati valutari.

In una prospettiva di più lungo periodo, la questione della sostenibilità degli attuali livelli di cambio è stata nuovamente sollevata allorché il disavanzo corrente statunitense ha raggiunto nel 2000 la quota record di \$435,4 miliardi (pari al 4,4% del PIL), accrescendo ulteriormente le passività esterne del paese (grafico V.3).

... e prospettive a lungo termine



Riserve valutarie ufficiali					
	1997	1998	1999	2000	Consistenze a fine 2000
in miliardi di dollari USA					
Variazioni a tassi di cambio correnti					1908,7 774,8 688,4 127,6 95,2 222,7
Totale	56,1	55,9	129,6	139,5	
Paesi industriali	-12,0	-11,3	40,7	54,5	
Asia <sup>1</sup>	8,5	62,2	79,1	46,4	
America latina <sup>2</sup>	10,9	- 8,3	-8,0	2,4	
Europa orientale <sup>3</sup>	4,9	5,1	0,6	21,2	
Altri paesi	43,8	8,2	17,2	15,0	
Variazioni a tassi di cambio costanti <sup>4</sup>					1908,7 1450,5 458,2
Totale	113,5	18,6	181,0	172,1	
In dollari	72,5	51,3	140,3	130,3	
Non in dollari	41,0	-32,7	40,7	41,8	

<sup>1</sup> Cina, Corea, Filippine, Hong Kong, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia.  
<sup>2</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Venezuela.    <sup>3</sup> Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Russia, Slovenia e Ungheria.  
<sup>4</sup> Parzialmente stimate; valutate a tassi di cambio di fine anno.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella V.1

Un possibile approccio per valutare l'adeguatezza dei cambi a più lungo termine consiste nello stimare modelli dei tassi di cambio di equilibrio fondamentale (TCEF), che si basano sul cambio reale compatibile con un rapporto stabile fra debito esterno e prodotto potenziale nel lungo periodo. Sebbene sostanzialmente diverse a seconda degli studi empirici su cui si fondano e in generale estremamente incerte dal punto di vista statistico, le stime del TCEF sembrano confortare la tesi secondo cui agli attuali livelli il dollaro si situa al disopra del proprio valore di equilibrio di lungo periodo nei confronti dell'euro e – in misura minore – dello yen. Va altresì considerato, tuttavia, che i redditi netti sulla posizione esterna USA sono diventati negativi soltanto nel 1998. Da allora, essi sono rimasti stabili in rapporto alle esportazioni statunitensi ed estremamente bassi rispetto al prodotto del paese. Inoltre, sebbene le riserve ufficiali in dollari abbiano continuato a crescere nel 2000 e nei primi mesi del 2001 (tabella V.1), lo scorso anno il loro aumento ha finanziato una quota inferiore del disavanzo USA, il 30% contro il 42% del 1999. Gli investimenti di portafoglio e diretti sono rimasti consistenti e hanno coperto rispettivamente il 78% (64% nel 1999) e il 36% (38% nel 1999) del deficit statunitense.

#### *Determinanti dei movimenti di cambio*

I movimenti di cambio sono notoriamente difficili da spiegare, e nel periodo in esame quelli delle tre monete più scambiate non hanno fatto eccezione. In particolare, è difficile individuare spiegazioni che siano valide ad un tempo per tutte le coppie di valute.

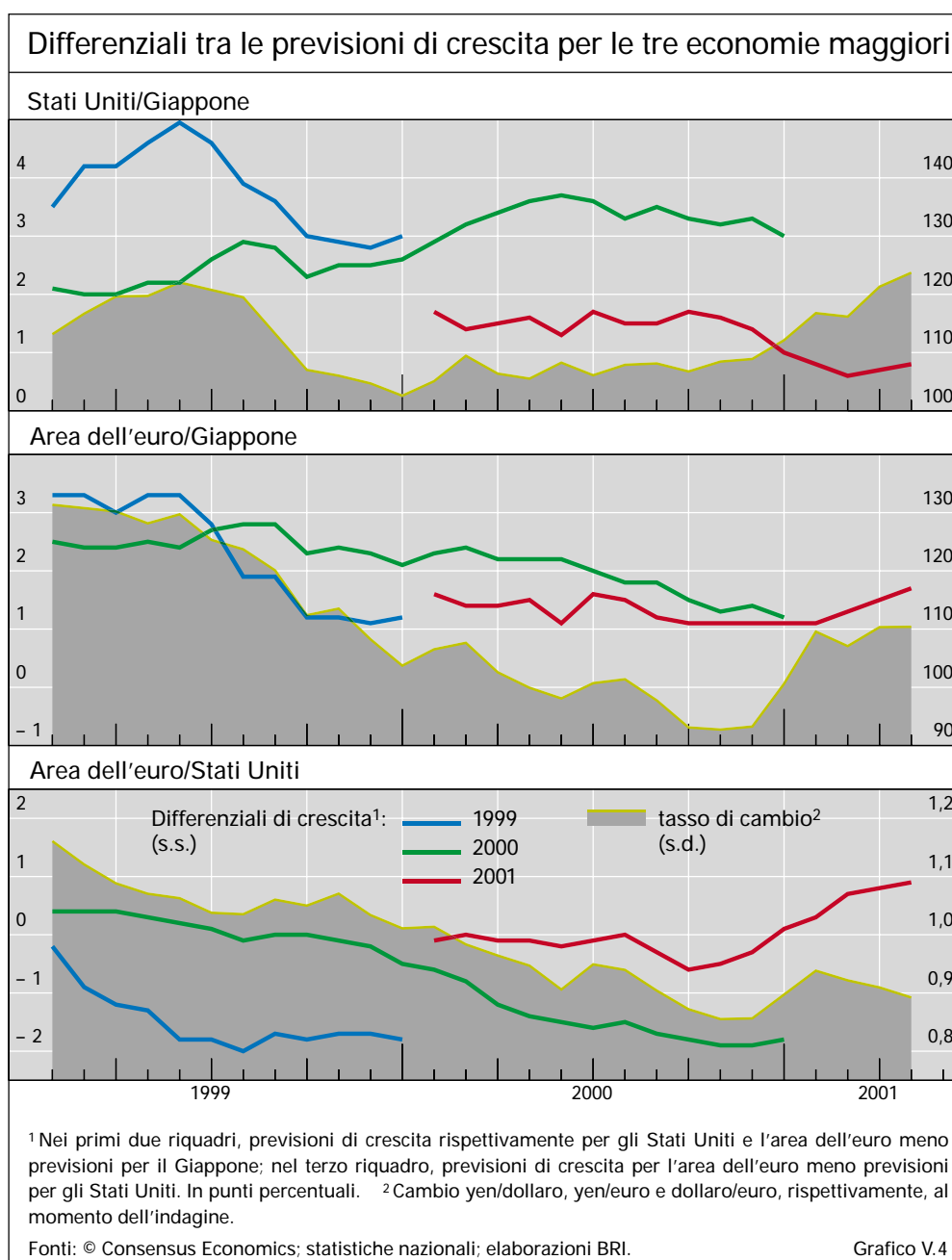
Il persistente vigore del dollaro nei confronti dell'euro e, in misura minore, dello yen traeva origine verosimilmente dalla convinzione che nel medio periodo l'economia degli Stati Uniti – sospinta da una maggiore crescita della

Le prospettive di crescita a medio termine sorreggono il vigore del dollaro ...

... ma non spiegano la forza dello yen

produttività – avrebbe continuato a espandersi a un ritmo alquanto più sostenuto rispetto alle altre principali aree valutarie. Ciò troverebbe conferma nell'esistenza di consistenti afflussi di capitali azionari, soprattutto IDE. Il calo degli indici di borsa statunitensi nel corso dell'anno – riprodottosi anche altrove – non è parso scuotere questa convinzione se non forse in modo transitorio. Lo stesso vale per i segnali di un brusco rallentamento negli Stati Uniti, in linea con la tesi secondo cui esso sarebbe stato di breve durata oppure avrebbe avuto al di fuori del paese un impatto maggiore di quanto generalmente previsto. Il ruolo del dollaro come moneta rifugio per eccellenza potrebbe avvalorare questa seconda interpretazione.

È tuttavia più difficile utilizzare la stessa logica per spiegare la forza relativa dello yen nei confronti dell'euro, soprattutto in un'ottica di più lungo periodo. In questo caso si dovrebbe assegnare un peso maggiore al variare



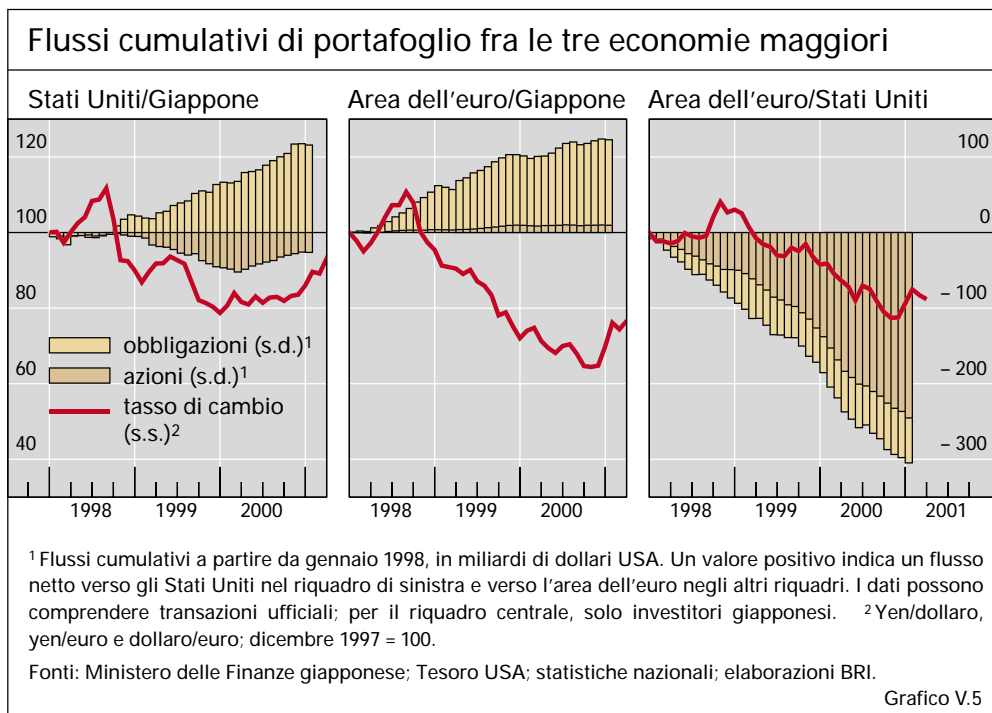
delle prospettive di ripresa dell'economia nipponica durante lo scorso anno. Così l'indebolimento dello yen rispetto alle altre valute principali a partire da novembre 2000 segnalerebbe una correzione attesa da tempo, in linea con i mediocri risultati dell'economia giapponese. Un esame più attento dei dati su previsioni di crescita a breve, flussi di capitali e reazione dei mercati valutari alla pubblicazione dei risultati economici può meglio chiarire queste interdipendenze.

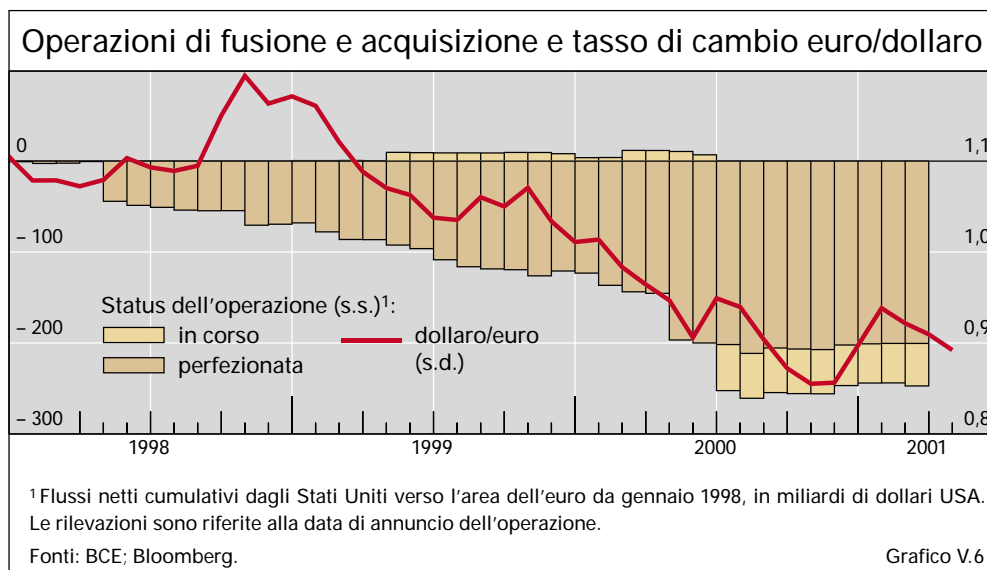
Almeno fino agli ultimi mesi del 2000, le correzioni delle attese circa i differenziali di crescita a uno-due anni fra le tre aree monetarie principali sono state sostanzialmente coerenti con l'evoluzione dei cambi (grafico V.4). Infatti, l'apprezzamento del dollaro sull'euro per gran parte dello scorso anno pare essere stato sorretto da revisioni di tali attese in favore degli Stati Uniti. Analogamente, il rialzo dello yen rispetto alla moneta europea per quasi tutto il 2000 ha coinciso con l'assottigliarsi dei differenziali di crescita attesi tra l'area dell'euro e il Giappone in presenza di un temporaneo miglioramento delle prospettive per l'economia nipponica. Inoltre, la stabilità del dollaro sullo yen nei primi tre trimestri del 2000 ha rispecchiato le aspettative di differenziali di crescita abbastanza stabili tra Giappone e Stati Uniti.

Tuttavia, sulla base di questi criteri, il successivo vigore del dollaro appare comunque abbastanza enigmatico. A partire da novembre la moneta statunitense si è apprezzata sullo yen malgrado le aspettative di convergenza dei profili di crescita delle due economie. Inoltre, il rafforzamento del dollaro sull'euro nel primo trimestre 2001 contrasta con le indicazioni secondo cui gli operatori si attendevano una crescita più rapida nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti nel corso dell'anno.

Alcuni aspetti enigmatici

La perdurante forza della moneta USA sarebbe spiegabile se le prospettive di crescita relative a medio termine per gli Stati Uniti fossero rimaste intatte anche in presenza di una brusca decelerazione dell'economia. Nel 2000 le





Gli investimenti di portafoglio e diretti rafforzano il dollaro sull'euro

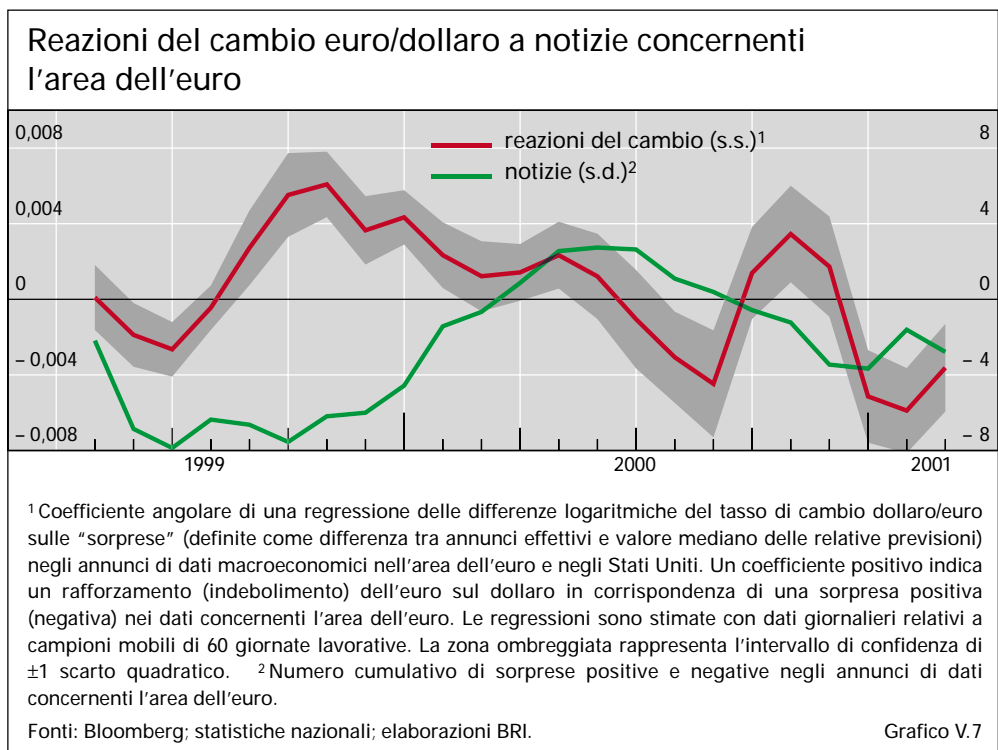
previsioni di questo tipo e le attese di rendimenti da "nuova era" sulle attività statunitensi hanno presumibilmente sostenuto il forte aumento degli afflussi netti di portafoglio, per lo più sotto forma di azioni, provenienti dall'area dell'euro (grafico V.5). In particolare, i flussi azionari netti da quest'area verso gli Stati Uniti hanno raggiunto nell'anno \$110 miliardi, contro gli appena \$16 miliardi di quelli obbligazionari. Seppur in leggera flessione verso la fine del 2000, tali flussi sono rimasti positivi.

Ancora più eloquente è forse il fatto che le medesime aspettative sembravano continuare a favorire consistenti flussi di IDE per tutto il 2000, generati principalmente da fusioni e acquisizioni, sebbene il ritmo di queste operazioni sia stato inferiore a quello del 1999 (grafico V.6). Certo, è difficile trarre conclusioni sul nesso causale fra le suddette operazioni e l'andamento dei cambi in assenza di informazioni dettagliate quanto al loro finanziamento e alla collocazione temporale dei relativi flussi monetari. Nondimeno, esistono riscontri statistici secondo cui in media il dollaro si è apprezzato sull'euro nei giorni in cui sono state annunciate importanti acquisizioni di società statunitensi da parte di imprese dell'area dell'euro. Anche la tendenza mostrata dalle fusioni e acquisizioni è stata chiaramente in linea con l'andamento del cambio, e potrebbe essere interpretata più in generale come un'indicazione dell'attrattiva a medio termine delle attività denominate in dollari. In tale contesto, tuttavia, i persistenti flussi di IDE e di portafoglio dal Giappone verso l'area dell'euro sottolineano l'anomalia della forza relativa dello yen per gran parte del periodo.

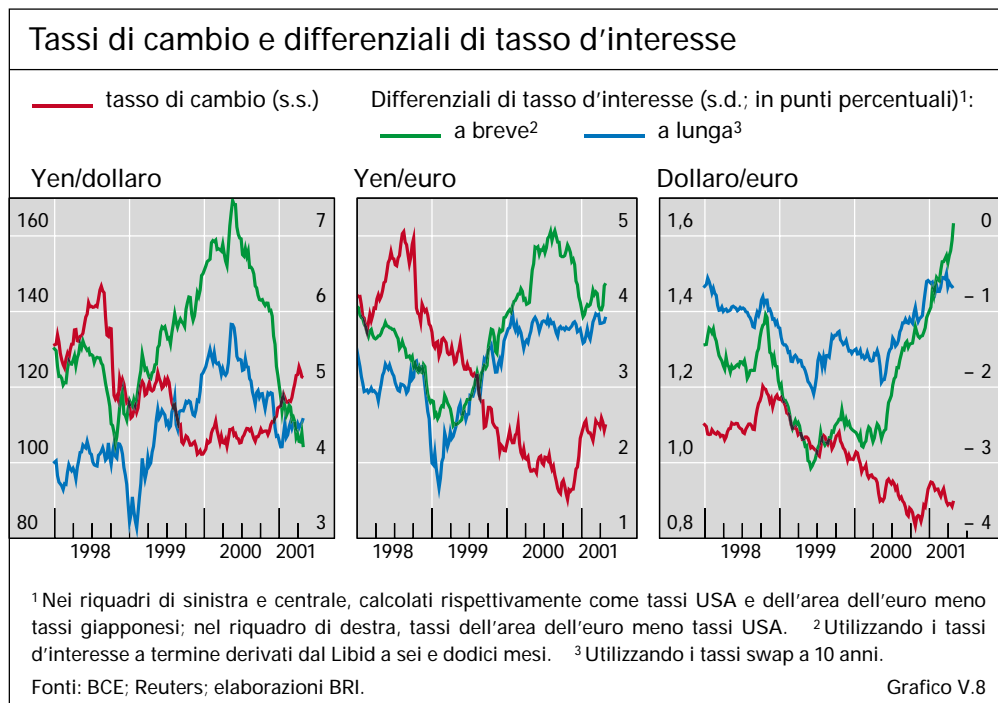
Reazione asimmetrica dell'euro alle "notizie"

La rilevanza delle attese di crescita a medio termine associate alle radicate convinzioni circa i paradigmi economici è altresì desumibile dall'asimmetria con la quale, a partire dalla sua introduzione, l'euro ha reagito alle "notizie" sugli indicatori macroeconomici concernenti l'area. Una prova di tale asimmetria è fornita dalle regressioni mobili delle variazioni percentuali giornaliere del cambio euro/dollaro sulla componente "sorpresa" degli annunci concernenti i principali dati relativi all'area dell'euro, quali ad esempio l'indice Ifo oppure la produzione industriale in Germania. Durante gran parte del 1999





la moneta unica si è deprezzata in seguito alle pubblicazioni di dati per lo più deludenti nell'area dell'euro (grafico V.7). Per contro, non ha reagito di conseguenza alle notizie concernenti l'area quando queste sono diventate più favorevoli a fine 1999 e nel primo scorcio del 2000. Tale asimmetria appare sintomatica di un persistente atteggiamento negativo del mercato nei confronti dell'euro. Gli operatori hanno in genere spiegato questo atteggiamento con il ritardo degli aggiustamenti strutturali nell'Europa continentale nonostante i progressi compiuti in questa direzione (Capitolo II).

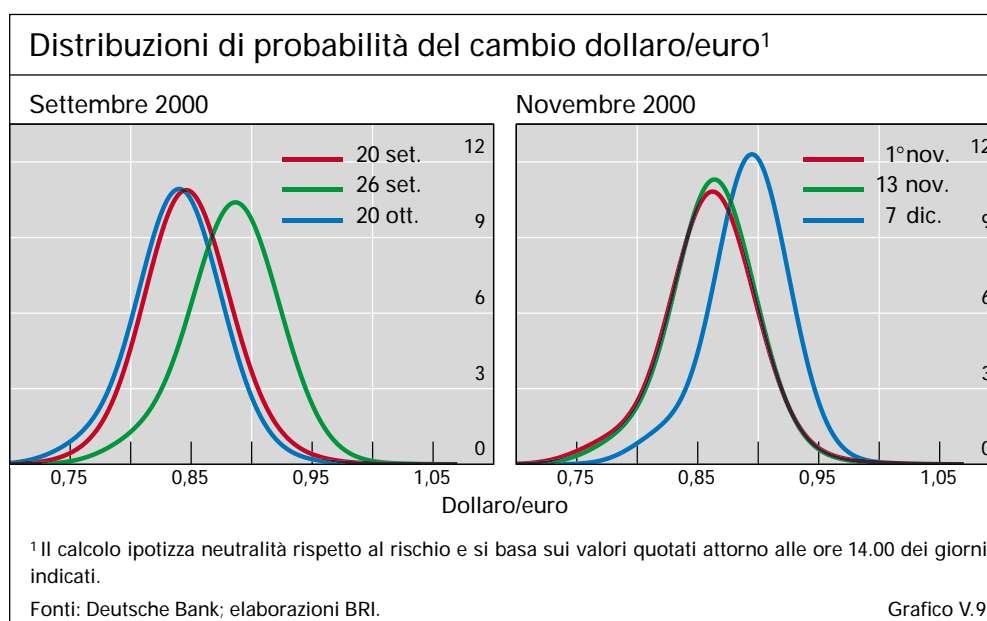


Un corollario dell'importanza delle prospettive di crescita nel determinare i movimenti di cambio è la relazione, che potrebbe altrimenti apparire inspiegabile, osservata tra questi ultimi e i differenziali di tasso d'interesse a breve. Nel 2000 e nei primi mesi del 2001 un notevole restringimento dei differenziali di interesse a breve positivi del dollaro rispetto all'euro è coinciso con l'andamento flettente della moneta europea (grafico V.8). Nella misura in cui gli operatori ritengono che l'inflazione sia sotto controllo, tale restringimento tenderebbe a essere correlato positivamente con le prospettive di crescita, e quindi con la redditività degli investimenti diversi dai titoli di Stato o dagli strumenti del mercato monetario. Nel complesso, gli operatori possono aver considerato l'orientamento monetario dell'Eurosistema eccessivamente restrittivo, in quanto potenzialmente pregiudizievole per le prospettive di crescita nell'area dell'euro. L'andamento divergente dei cambi e dei differenziali di tasso d'interesse a lungo termine si concilia con l'ipotesi che i mercati ritenessero l'inflazione sotto controllo (Capitolo IV). Allo stesso modo, la crescente importanza dei flussi transfrontalieri di investimenti azionari (di portafoglio o diretti) rispetto a quelli obbligazionari conforta ulteriormente questa interpretazione generale degli eventi.

#### Interventi valutari sul mercato euro/dollaro

Nella seconda metà del 2000, alla luce del protratto indebolimento della moneta europea su quella statunitense e delle sue implicazioni per l'inflazione nel medio periodo, la BCE e le banche centrali nazionali dell'Eurosistema sono intervenute più volte sui mercati valutari. Il 22 settembre esse hanno agito insieme ad altre autorità monetarie del G7. Ulteriori acquisti ufficiali di euro di concerto con le banche centrali nazionali dell'Eurosistema sono stati resi noti dalla BCE il 3, 6 e 9 novembre.

Il primo intervento evidenzia le difficoltà che le banche centrali possono incontrare allorché cercano di influenzare il livello di un cambio in netta flessione nel momento in cui i mercati ritengono un ulteriore forte



indebolimento dello stesso più probabile di un corrispondente movimento in senso inverso. Le informazioni desunte dai prezzi delle opzioni inducono a ritenere che dopo l'intervento di settembre gli operatori abbiano modificato le loro attese sui livelli futuri del cambio solo temporaneamente e mantenuto invariata la valutazione della probabilità rispettiva di una forte correzione al ribasso ovvero al rialzo dell'euro (grafico V.9). A conferma di tali indicazioni, l'euro ha ripreso la sua tendenza al ribasso nei confronti del dollaro.

La seconda tornata di interventi pare invece essere stata più efficace. Successivamente al recupero dell'euro, risalito dal suo minimo dopo i tre interventi dei primi di novembre, gli operatori sono parsi dare maggior peso alla possibilità di un ulteriore notevole rafforzamento della moneta unica che non all'ipotesi opposta. Sebbene questo cambiamento di clima dei mercati sia avvenuto soltanto a distanza di diversi giorni, come è evidenziato dalla cauta evoluzione dell'euro dopo gli interventi, esso è sembrato indicare che l'azione dell'Eurosistema ha fornito un certo sostegno alla moneta europea.

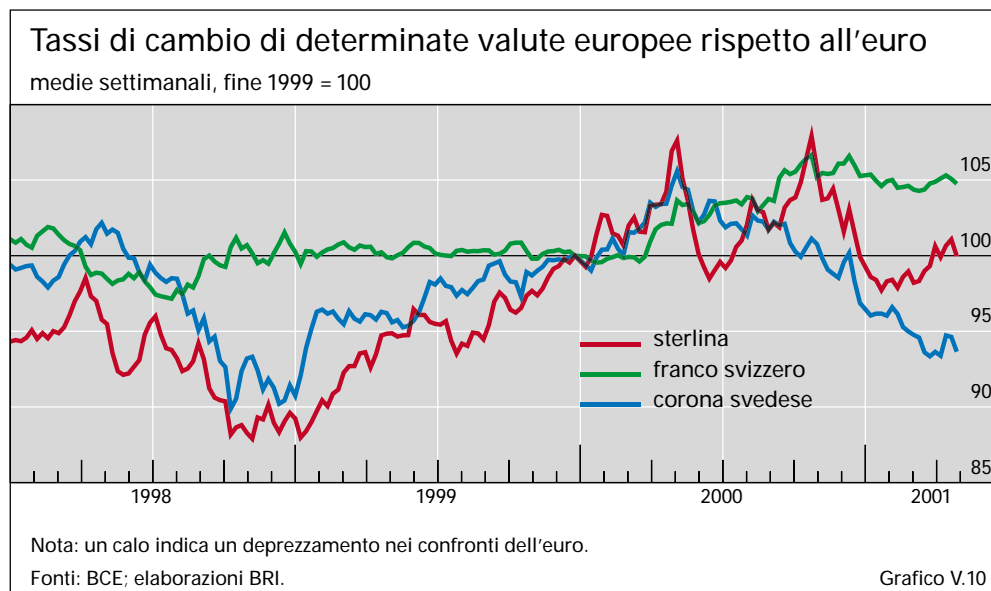
... a quello degli interventi di novembre

## Andamenti in altri mercati valutari

### Valute europee

La sterlina ha continuato a seguire un corso intermedio tra il dollaro e l'euro. In contrasto con la relativa stabilità rispetto alla moneta USA mostrata nel 1999, tra gennaio e metà settembre 2000 essa ha perso circa il 15% per poi segnare un leggero recupero. Rispetto all'euro, la tendenza ascendente della sterlina nel 1999 si è interrotta ad aprile 2000 lasciando il posto ad ampie oscillazioni (grafico V.10). Mentre per gran parte dello scorso anno i movimenti nei confronti di dollaro ed euro hanno sostanzialmente riflesso il modificarsi delle previsioni del mercato circa i differenziali di crescita, nel primo scorcio del 2001 tale nesso è apparso meno evidente. Come per le tre valute principali, sulla sterlina non sembrano aver influito in misura significativa le variazioni dei differenziali di tasso d'interesse a breve o a lungo termine.

I differenziali di crescita attesi influiscono sulla sterlina



La performance del settore tecnologico pesa sulla corona svedese

Fino a maggio 2000 la corona svedese ha accompagnato la sterlina nella sua tendenza ascendente rispetto all'euro. Successivamente e fino a metà aprile 2001 essa ha tuttavia subito un costante deprezzamento, perdendo circa il 12% sulla moneta unica nonostante il migliore andamento dell'economia svedese rispetto a quella dell'area dell'euro. La debolezza della corona è stata spiegata soprattutto con la concomitante flessione del Nasdaq. In particolare, l'interesse degli operatori si è concentrato sul ruolo preminente del settore tecnologico in Svezia, dove la principale società di elettronica contribuisce per il 15% al totale delle esportazioni e per 1/2 punto percentuale all'attuale tasso di crescita del paese. A partire dal 1999 i movimenti percentuali giornalieri del tasso di cambio effettivo nominale della corona sono stati in media pari a quasi la metà di quelli del Nasdaq.

Evoluzione del rapporto tra il franco svizzero e l'euro

A fine marzo 2000 il franco svizzero ha cominciato ad apprezzarsi sull'euro, uscendo dalla stretta fascia di oscillazione entro la quale si era per lo più mantenuto dagli inizi del 1999. Inoltre, da allora la moneta elvetica è sembrata a tratti seguire un nuovo profilo, rafforzandosi (indebolendosi) sulla moneta unica all'indebolirsi (rafforzarsi) di questa rispetto al dollaro. Ciò è in netto contrasto con il suo andamento precedente nei confronti del marco tedesco, contro il quale tendeva a deprezzarsi (apprezzarsi) quando quest'ultimo si deprezzava (apprezzava) sul dollaro. Il mutato profilo non è stato associato alla minore sincronia tra gli andamenti ciclici dell'area dell'euro e della Svizzera. Piuttosto, esso è parso originare dalla percezione dei mercati che le autorità elvetiche favorissero gli effetti disinflazionistici di un franco più forte, alla luce dell'inasprimento attuato dalla Banca Nazionale Svizzera il 23 marzo 2000, che a quella data rifletteva i timori di quest'ultima per la debolezza del franco nei confronti del dollaro.

#### *Valute di altri paesi industriali*

Sensibile deprezzamento delle monete del blocco del dollaro

Durante il periodo in esame l'entità dei movimenti dei cambi in alcuni altri paesi industriali è stata eccezionale e ancora una volta non facilmente spiegabile in termini di grandezze fondamentali. Degno di nota è stato il deprezzamento subito dalle valute tradizionalmente appartenenti al blocco del dollaro, scese a minimi storici (o quasi). Tra gennaio 2000 e fine marzo 2001 il dollaro canadese ha perso nel complesso l'8% nei confronti di quello statunitense arrivando a \$0,64, un livello prossimo al minimo assoluto del 1998. Il dollaro australiano ha ceduto circa il 23%, toccando a fine marzo di quest'anno un minimo record vicino a \$0,48, mentre quello neozelandese si è svalutato di quasi il 25%, scendendo a quota \$0,39 a metà ottobre 2000. La rapidità con cui si sono indebolite le valute australiana e neozelandese non ha quasi precedenti. Anche il calo del dollaro canadese, sebbene non così estremo, è stato più rapido del solito.

In effetti, il maggiore differenziale di crescita con gli Stati Uniti e i cospicui disavanzi correnti hanno pesato sulle valute delle economie più piccole e aperte di Australia e Nuova Zelanda (grafico V.11). Inoltre, anche se nel 2000 la crescita della produttività australiana è stata superiore a quella statunitense (Capitolo II), l'immagine dell'Australia che traspare dai commenti di mercato è quella di "vecchia economia", con un peso relativamente modesto del settore

## Prezzi delle materie prime, differenziali di crescita e di tasso d'interesse e tassi di cambio



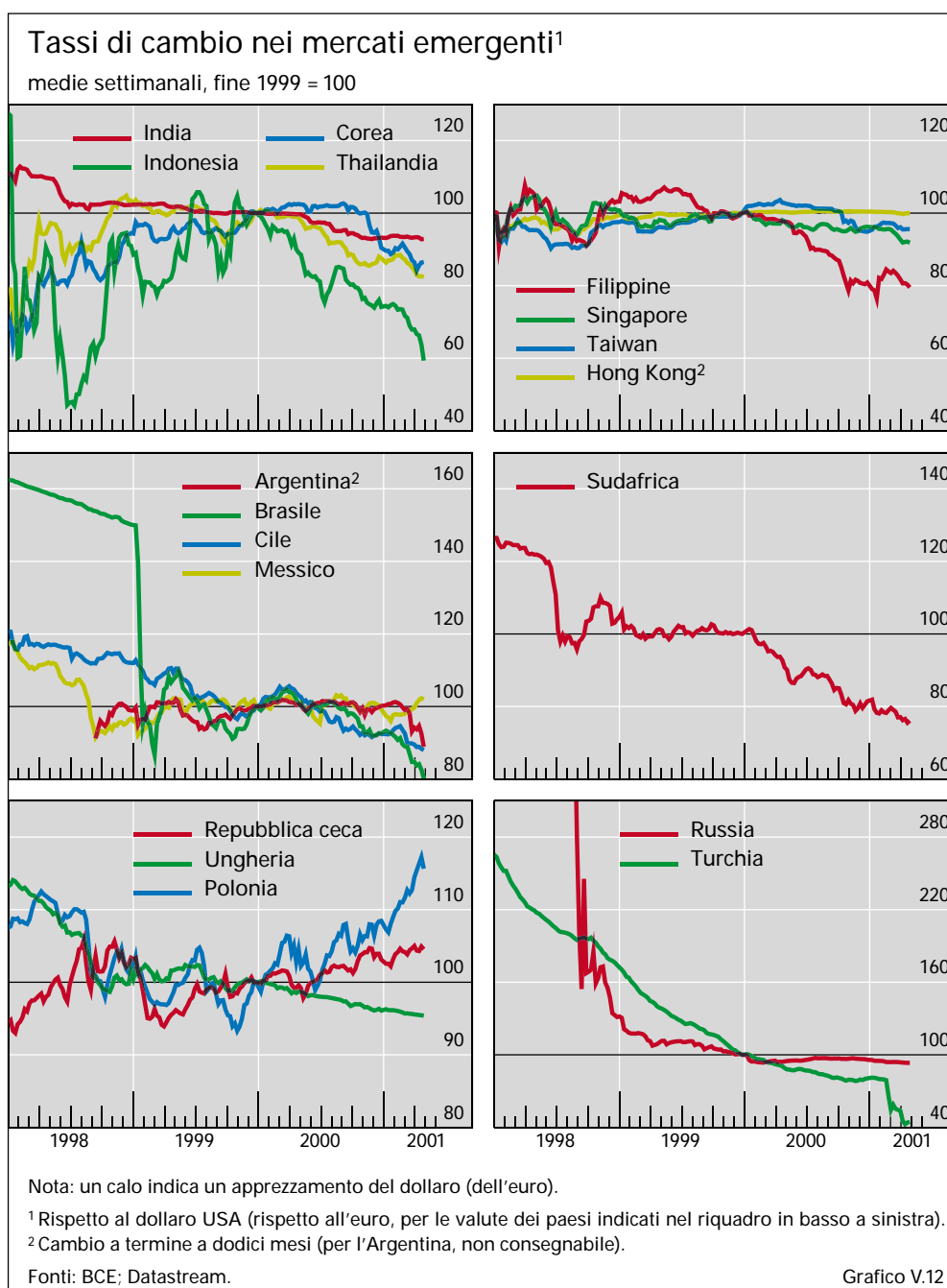
tecnologico. Ciò potrebbe in parte spiegare la debolezza della valuta e del mercato azionario. Il cedimento della moneta canadese è invece di più difficile spiegazione, tenuto conto dell'attivo corrente del Canada e dell'assottigliarsi del differenziale di crescita nei confronti degli Stati Uniti. I prezzi delle materie prime, tradizionalmente considerati un importante fattore trainante per il dollaro canadese e ancor più per quelli australiano e neozelandese, pur essendo aumentati durante gran parte del 1999 e del 2000, non sono riusciti a sorreggere le suddette divise.

### Valute dei mercati emergenti

Nel periodo sotto rassegna due aspetti hanno contraddistinto l'evoluzione dei mercati valutari nei paesi emergenti. Innanzitutto, dopo un periodo di relativa stabilità nel 1999, le monete di alcuni di questi paesi hanno iniziato a indebolirsi nel corso del 2000. In secondo luogo, nonostante tali casi di deprezzamento ed episodi isolati di tensione, i mercati valutari nelle economie emergenti sono rimasti sostanzialmente calmi.

Flessione delle valute dei paesi emergenti rispetto al dollaro USA

Lo scorso anno varie monete asiatiche sono arretrate sia sul dollaro USA (grafico V.12) sia, in misura minore, in termini effettivi reali. La rupia indonesiana, il baht e il peso filippino hanno subito una consistente perdita di valore rispetto alla moneta statunitense durante tutto l'anno, mentre il won e il nuovo dollaro di Taiwan sono rimasti relativamente sostenuti per gran parte del periodo, prima di indebolirsi in varia misura verso la fine dell'anno. In America latina, il real e il peso cileno sono regrediti di pari passo rispetto al dollaro, anche se agli inizi di quest'anno la flessione della moneta brasiliana si è fatta più rapida. In Africa il rand, che era rimasto relativamente stabile nei confronti del dollaro durante il 1999, si è indebolito sia sulla moneta USA sia sull'euro nel 2000 e nel primo scorcio del 2001.



Gran parte delle valute dell'Europa centrale e orientale ha mantenuto un certo vigore nei confronti dell'euro. La corona ceca si è apprezzata, mentre il forint ha subito un cedimento modesto in linea con la sua fascia di fluttuazione amministrata. Nonostante il notevole deprezzamento che ha fatto seguito alla sua fluttuazione nell'aprile dello scorso anno, tra gennaio 2000 e aprile 2001 lo zloty si è complessivamente apprezzato sia sull'euro sia sul dollaro. A differenza di quanto era avvenuto l'anno precedente, quando aveva perso terreno nei confronti di entrambe le valute, nel 2000 il rublo russo è rimasto alquanto stabile rispetto al dollaro e si è rafforzato sull'euro.

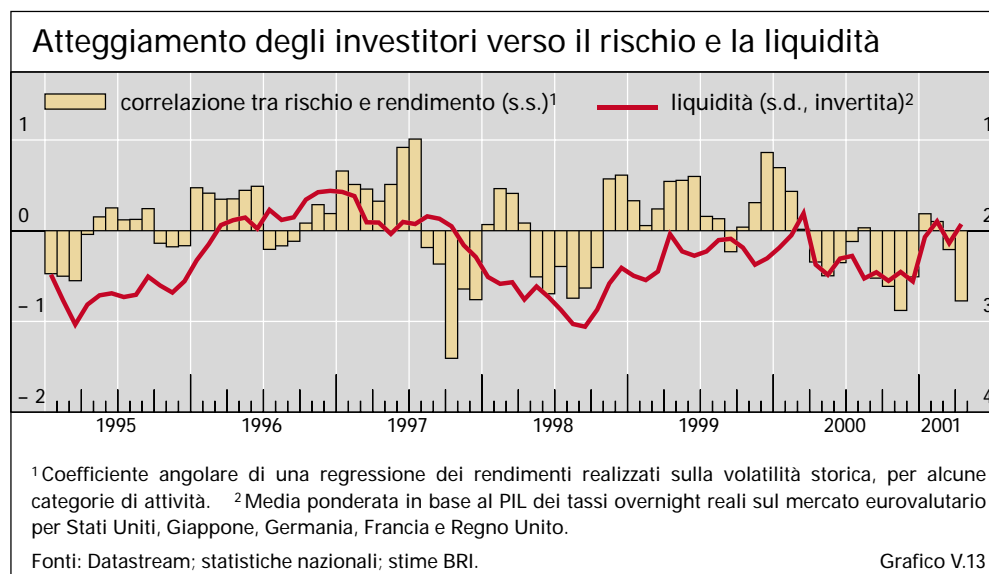
Oltre ai fattori interni, trattati in dettaglio nel Capitolo III, sulle valute dei paesi emergenti ha influito una serie di fattori esogeni generali. Rispetto al 1999, quando avevano sostenuto i cambi, durante il periodo in esame tali fattori hanno avuto un effetto meno favorevole. Nel 2000 la decelerazione della domanda mondiale, cui in molti paesi si sono aggiunte le pressioni inflazionistiche derivanti dal rincaro del petrolio, ha inciso in senso complessivamente negativo sulla crescita interna e sui bilanci correnti, e di conseguenza sulle monete locali. I cambi hanno risentito in varia misura anche della correlazione tra l'andamento delle valute e dei mercati azionari locali e quello delle borse statunitensi (tabella V.2). Il calo delle quotazioni azionarie USA nel corso del 2000, e in particolare la rapida caduta del Nasdaq, sembrano aver pesato su talune monete quali il won, il peso cileno e il real. Non vi sono tuttavia indicazioni che la correlazione tra i cambi con il dollaro e le variazioni del Nasdaq sia dipesa dalla quota del settore tecnologico sul prodotto interno. Sulle monete dei paesi emergenti può altresì avere influito in senso negativo

Il ruolo dei fattori esogeni

Mercati azionari, tassi di cambio ed esportazioni ad alta tecnologia delle economie emergenti			
	Indici azionari <sup>1,2</sup>	Tassi di cambio in dollari <sup>1</sup>	Esportazioni ad alta tecnologia <sup>3</sup>
	variazioni percentuali settimanali		in percentuale
Asia <sup>4</sup>	0,38	0,10	41
Corea	0,51	0,37	41
Filippine	0,18	0,04	60
Hong Kong	0,54	0,03	30
India	0,37	-0,02	3
Indonesia	0,32	0,11	9
Singapore	0,34	0,08	77
Taiwan	0,39	0,08	50
Thailandia	0,39	0,07	34
America latina <sup>4</sup>	0,42	0,15	19
Argentina	0,34	-0,10	0,4
Brasile	0,52	0,38	3
Cile	0,34	0,21	0,1
Messico	0,47	0,11	29

<sup>1</sup> Correlazioni con il Nasdaq tra gennaio 2000 e metà aprile 2001. <sup>2</sup> In termini di dollari USA. <sup>3</sup> Quota sulle esportazioni totali dell'economia verso i paesi OCSE. <sup>4</sup> Correlazione media e somma delle esportazioni dei paesi indicati.

Fonti: Datastream; International Finance Corporation; OCSE; statistiche nazionali. Tabella V.2



il mutare dell'atteggiamento degli investitori verso il rischio e delle opportunità di leva finanziaria durante il 2000 (grafico V.13). Nell'ultima parte dello scorso anno, i deflussi netti per investimenti di portafoglio sembrano aver penalizzato alcune monete asiatiche, in particolare il won (Capitolo III).

Mercati  
 sostanzialmente  
 calmi

Nonostante l'indebolimento di varie divise, nel periodo in rassegna – come in gran parte del 1999 – i mercati valutari sono rimasti sostanzialmente calmi. In generale la volatilità a breve termine si è mantenuta bassa e le contrattazioni hanno registrato un leggero aumento (grafico V.14). È ripresa l'attività nei mercati, come quello russo, in cui si era arrestata dopo la crisi del 1998. Un'improvvisa grave crisi ha tuttavia colpito la Turchia nel febbraio 2001. Quando il regime di parità mobili si è rivelato insostenibile, la lira turca ha perso oltre il 40% rispetto al dollaro e all'euro (Capitolo III). Nel momento in cui il presente Capitolo è stato dato alle stampe questo episodio era comunque rimasto localizzato.

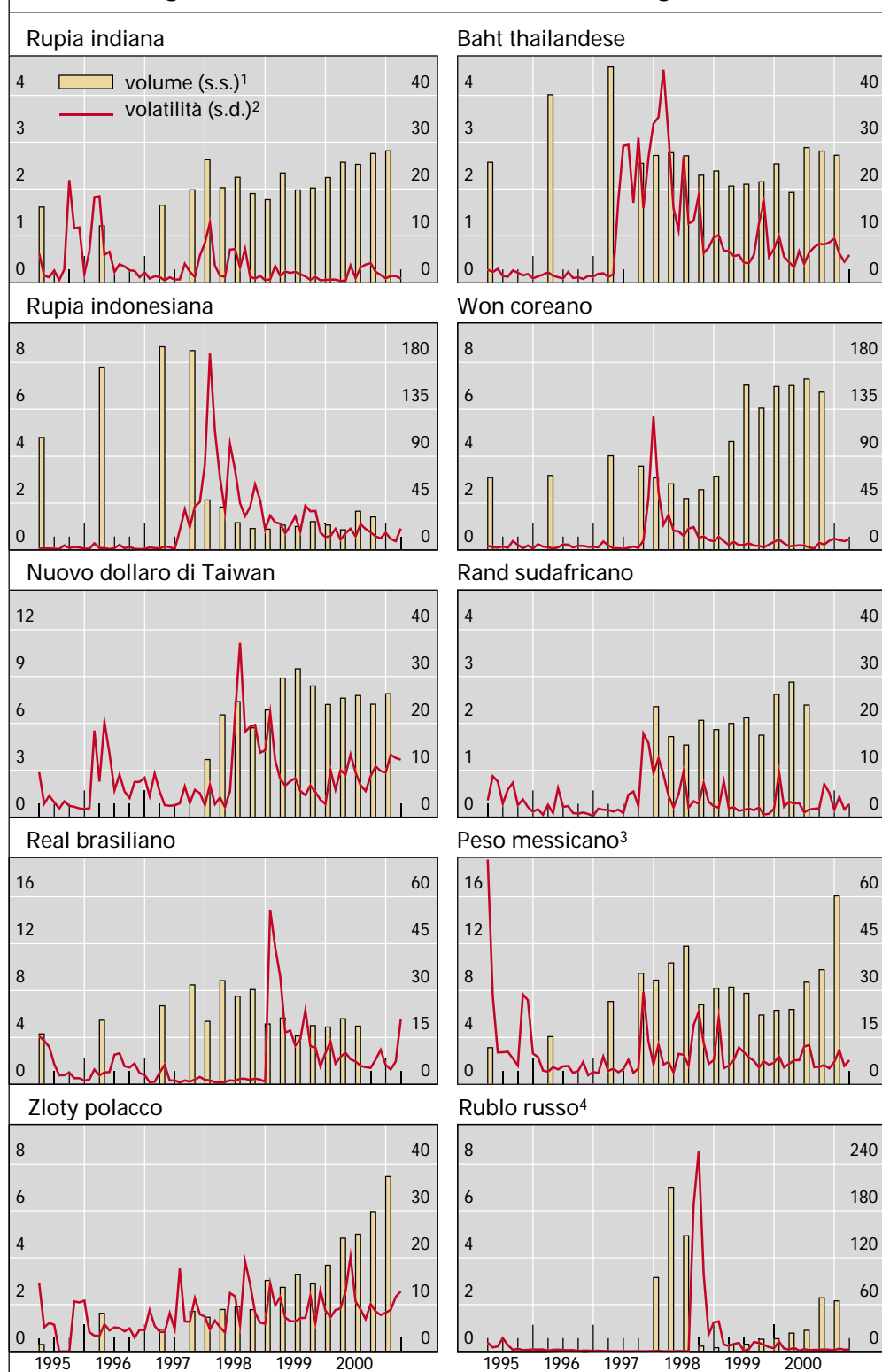
Il ruolo di ancora  
 del cambio

Il fatto che la crisi turca non si sia propagata ad altri mercati riflette presumibilmente due fattori. Innanzitutto, la minore assunzione di posizioni in cambi nel periodo in esame e la capacità apparentemente maggiore dei mercati finanziari internazionali di distinguere tra diverse qualità del credito possono aver attenuato il rischio di contagio (Capitolo VI). In secondo luogo, la resilienza dei mercati dei cambi potrebbe essersi accresciuta negli ultimi anni nella misura in cui le politiche valutarie sono divenute più flessibili, in linea con la tendenza dei paesi emergenti a una fluttuazione più libera e a un maggiore ricorso a nuovi approcci di politica monetaria intesi ad ancorare l'inflazione (Capitolo III).

Esistono due riscontri statistici di un'accentuazione di tale flessibilità dopo la crisi asiatica. In primo luogo, la volatilità dei cambi rispetto alla principale moneta di riferimento è in generale leggermente cresciuta sia in termini assoluti sia in rapporto a quella dei tassi d'interesse interni a breve (tabella V.3). In secondo luogo, la volatilità dei cambi bilaterali con il dollaro è aumentata più rapidamente di quella dei cambi effettivi nominali, pur restando inferiore a quest'ultima. Pertanto, sebbene il dollaro continui ad



## Volume degli scambi e volatilità nei mercati emergenti



<sup>1</sup> Stime del volume locale giornaliero di scambi nella moneta nazionale nel mese indicato (in miliardi di dollari USA), fornite dalle rispettive banche centrali, al netto delle duplicazioni, tranne per: Sudafrica, Brasile e Messico, comprese altre valute; Indonesia e Polonia, su base lorda e, per il 1995 e il 1996, medie annue; Thailandia, media relativa al secondo semestre 1995 e media annua per il 1996; Russia, dal 1999 solo operazioni interbancarie. <sup>2</sup> Scarto quadratico su un mese delle variazioni percentuali giornaliere annualizzate del tasso di cambio rispetto al dollaro USA. <sup>3</sup> Da ottobre 2000 il volume degli scambi comprende gli swaps di piccolo taglio. <sup>4</sup> Discontinuità nella serie, a causa di un aumento del numero di intermediari dichiaranti a partire da ottobre 2000.

Fonti: banche centrali; Datastream; elaborazioni BRI.

Grafico V.14

Volatilità dei tassi di cambio e d'interesse sui mercati emergenti <sup>1</sup>								
	Volatilità dei tassi di cambio				Volatilità dei tassi d'interesse <sup>2</sup>		Rapporto <sup>3</sup>	
	gen. 1995–dic. 1996		lug. 1999–mar. 2001		gen. 1995–dic. 1996	lug. 1999–mar. 2001	gen. 1995–dic. 1996	lug. 1999–mar. 2001
	bilaterali <sup>4</sup>	effettivi <sup>5</sup>	bilaterali <sup>4</sup>	effettivi <sup>5</sup>				
Corea	2,4	3,9	4,7	5,4	14,2	5,6	0,17	0,83
Filippine	1,3	3,1	5,9	6,7	42,8	15,4	0,03	0,38
Hong Kong	0,2	3,0	0,1	3,6	10,9	15,8	0,02	0,01
Indonesia	1,4	4,0	13,9	14,4	0,9	3,3	1,55	4,26
Singapore	1,9	2,5	2,7	3,3	46,1	35,7	0,04	0,08
Taiwan	2,0	3,2	2,1	3,4	24,2	6,6	0,08	0,32
Thailandia	1,0	...	4,1	...	27,7	32,3	0,04	0,13
Argentina	0,1	2,1	0,1	3,5	29,9	58,8	0,00	0,00
Brasile	3,0	4,6	6,2	6,6	42,0	4,3	0,07	1,45
Cile	3,4	...	4,7	...	8,6	14,1	0,40	0,33
Messico	9,2	10,3	4,9	5,4	38,9	18,9	0,24	0,26
Polonia	5,1	4,9	7,3	6,8	10,2	9,3	0,50	0,78
Repubblica ceca	3,0	3,0	4,1	3,9	7,9	3,6	0,38	1,12
Ungheria	4,1	4,0	2,2	2,2	4,8	6,9	0,85	0,32
Sudafrica	4,3	...	5,9	...	5,7	3,4	0,77	1,77

<sup>1</sup> Misurata come scarto quadratico sul mese civile di variazioni percentuali settimanali rapportate all'anno. <sup>2</sup> A tre mesi (per il Brasile, tasso overnight). <sup>3</sup> Tra la volatilità dei cambi bilaterali e quella dei tassi d'interesse. <sup>4</sup> Rispetto al dollaro USA (rispetto all'euro per Polonia, Repubblica ceca e Ungheria). <sup>5</sup> Ponderati in base all'interscambio.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella V.3

avere un ruolo importante per le valute dei paesi asiatici e latino-americani emergenti, il suo influsso pare essere oggi leggermente minore, e quello dei tassi di cambio effettivi maggiore, rispetto al periodo antecedente la crisi asiatica.

Ciò nondimeno, benché più libera che in passato, l'amministrazione del tasso di cambio pare non essere stata del tutto abbandonata. Nel 2000 e agli inizi del 2001 la volatilità dei cambi è rimasta bassa sia in termini assoluti sia in rapporto a quella delle coppie dollaro/yen ed euro/dollaro.

### La liquidità sui mercati valutari

Il possibile calo della liquidità sui mercati dei cambi e le sue eventuali implicazioni sono rimaste questioni preminenti nel periodo in esame. In termini generali, un mercato si considera liquido se vi possono aver luogo transazioni di grande ammontare senza effetti significativi sui prezzi. Mancano tuttavia i dati necessari per misurare direttamente la liquidità di un determinato mercato valutario secondo quest'accezione. Tradizionalmente, invece, vengono considerati altri parametri che forniscono indicazioni soltanto indirette: il volume degli scambi, che denota lo spessore del mercato in questione; il differenziale denaro-lettera, che ne misura i margini d'intermediazione; la volatilità, normalmente ritenuta un indicatore di rischio.

In prima analisi queste misure indirette della liquidità forniscono un quadro contrastante. Nel 2000 e nel primo scorcio del 2001 il volume delle contrattazioni

Volume degli scambi sui mercati valutari							
	Volume giornaliero, in miliardi di dollari USA					Variazioni medie annue, in percentuale	
	1989	1992	1995	1998	2000 s	1989-1998	1998-2000
Totale	590	820	1 190	1 500	1 100	11	-14
Pronti	350	400	520	600	450	6	-13
Termine/swaps	240	420	670	900	650	16	-15

Fonti: Lehman Brothers Foreign Exchange Research (per il 2000); BRI. Tabella V.4

in valuta su scala mondiale è rimasto ben inferiore ai livelli antecedenti la turbolenza finanziaria dell'autunno 1998 (tabella V.4). Un'inversione di tendenza di questo genere non si era mai verificata da quando fu condotta, nel 1989, la prima indagine su vasta scala sull'attività dei mercati dei cambi. Questa evoluzione, assieme all'aumento della volatilità in determinati segmenti, potrebbe significare che i mercati sono divenuti meno liquidi. D'altra parte, la persistenza di differenziali denaro-lettera contenuti sui mercati valutari sembrerebbe indicare che non vi è stata alcuna variazione.

Per avere un'immagine più accurata della liquidità, è necessario situare i suddetti andamenti nel contesto di tre importanti cambiamenti strutturali che hanno interessato i mercati dei cambi negli ultimi anni: la nascita della UEM, la rapida espansione dell'intermediazione elettronica sui mercati interbancari e la tendenza alla concentrazione nel settore bancario.

#### *Cambiamenti strutturali nei mercati valutari*

La creazione della UEM sembra aver influito principalmente sul volume delle contrattazioni. Il 1° gennaio 1999 l'aggregazione delle 11 valute nazionali confluite nell'euro ha eliminato da un giorno all'altro circa l'8% dell'attività mondiale in cambi e questo calo non è stato successivamente compensato da un corrispondente aumento delle negoziazioni in euro. Nel 2000 il volume delle contrattazioni euro/dollaro sembra essere stato inferiore a quello nelle

L'impatto della UEM

Composizione per valute delle operazioni in cambi <sup>1</sup>								
	Regno Unito		Giappone		Germania		Svizzera	
	aprile 1998	aprile 2000	aprile 1998	2° trim. 2000	aprile 1998	aprile 2000	aprile 1998	luglio 2000
	Quota percentuale sul volume totale delle contrattazioni locali							
Euro <sup>2</sup> /dollaro	22	28	7	13	52	65	21	15
Dollaro/yen	13	15	76	67	6	7	11	6
Dollaro/sterlina	14	33	3	...	4	2	5	11
Euro <sup>2</sup> /sterlina	3	2	0	...	3	3	2	0
Euro <sup>2</sup> /yen	2	1	4	3	2	4	2	1

Nota: per il 2000, stime non ufficiali.  
<sup>1</sup> Operazioni a pronti, a termine e swaps. <sup>2</sup> Per aprile 1998, marco tedesco.  
 Fonte: BRI. Tabella V.5

valute europee costituenti a Londra e Zurigo, ma superiore a Francoforte e Tokyo (tabella V.5). Il mercato euro/yen è rimasto esiguo, come già lo era quello marco/yen nel 1998. Negli ultimi anni gli scambi di dollari contro sterline sembrano aumentati a scapito di quelli euro/sterline.

Per quanto riguarda l'entità dei margini di contrattazione, non vi sono segnali che l'avvento dell'euro abbia modificato le condizioni di mercato in modo significativo. Nel 2000 i differenziali denaro-lettera per la coppia euro/dollaro hanno generalmente riprodotto quelli sugli scambi dollaro/marco nel 1998. Ciò sembra valere anche per le transazioni aventi come contropartita yen o franchi svizzeri. Le contrattazioni in sterline hanno costituito un'eccezione, in quanto nel periodo in esame i differenziali sono stati sensibilmente superiori sul mercato euro/sterlina rispetto a quello sterlina/marco nel 1998. Neanche la volatilità a breve termine dei cambi dell'euro risulta essere stata significativamente diversa da quella del marco prima del 1999 (tabella V.6).

Il secondo grande cambiamento strutturale è il crescente ruolo dell'intermediazione elettronica sul mercato interbancario a scapito della negoziazione diretta e per via telefonica. Nel 2000 l'85-95% delle contrattazioni interbancarie nelle principali valute è stato realizzato per via elettronica, contro il 50% circa del 1998 e il 20-30% del 1995. Due sistemi, EBS e Reuters, dominano attualmente questo segmento: mentre il primo gestisce per lo più transazioni in dollari, euro, yen e franchi svizzeri, il secondo viene utilizzato prevalentemente nelle operazioni aventi come contropartita la sterlina. Allorché in passato, con gli strumenti tradizionali, era di norma necessaria una serie di transazioni per acquisire i prezzi di mercato, oggi i brokers elettronici forniscono automaticamente agli operatori il miglior prezzo che questi possono ottenere, tenuto conto dei limiti di credito propri e delle loro controparti. Di conseguenza, gli operatori hanno ridotto il numero di transazioni eseguite e il volume degli scambi è diminuito. Nel contempo, la crescita di questa nuova forma di intermediazione, meno costosa rispetto ai canali tradizionali, ha ridotto sensibilmente i differenziali denaro-lettera sul mercato interbancario.

La perdurante tendenza alla concentrazione nel settore bancario ha costituito il terzo mutamento strutturale. Ciò ha avuto un impatto diretto sul volume delle contrattazioni in quanto negli ultimi anni il numero di operatori in cambi ha subito un calo significativo. Inoltre, assieme al diffondersi dell'intermediazione elettronica, la tendenza alla concentrazione ha ridotto

Crescente importanza dell'intermediazione elettronica

Concentrazione nel settore bancario

Volatilità sui principali mercati valutari <sup>1</sup>			
	Dollaro/yen	Euro <sup>2</sup> /yen	Euro <sup>2</sup> /dollaro
1980-89	10,2	7,3	10,9
1990-99	11,2	10,7	9,5
1997	11,5	11,4	8,6
1998	17,5	15,4	8,2
1999	12,6	14,2	9,3
2000-1° trim. 2001	9,6	16,7	13,4

<sup>1</sup> Scarto quadratico dei rendimenti giornalieri rapportati all'anno calcolato sui mesi civili. <sup>2</sup> Prima del 1999, marco tedesco.  
 Fonti: BCE; elaborazioni BRI. Tabella V.6

notevolmente il numero di istituti di credito che quotano prezzi in acquisto e in vendita per un'ampia gamma di coppie valutarie. Oggi questo servizio è offerto da meno di 20 operatori globali sui mercati valutari, il che rappresenta un netto calo rispetto alla metà degli anni novanta. Oltre al processo di concentrazione, negli ultimi anni sul volume degli scambi hanno influito sia il già segnalato ridimensionamento del capitale destinato alle attività di market-making e all'assunzione di posizioni aperte sia la riduzione del numero e dell'attività degli operatori, specie nel comparto dei macro hedge funds. È tuttavia difficile individuare l'eventuale effetto di tali sviluppi sui differenziali denaro-lettera o sulla volatilità dei cambi.

Una valutazione dell'impatto complessivo dei suddetti cambiamenti strutturali sulla liquidità dei mercati non è stata finora semplice. I dati sul volume delle contrattazioni, sui differenziali denaro-lettera e sulla volatilità, nonché le opinioni degli stessi operatori, fanno ritenere che l'introduzione dell'euro non abbia prodotto cambiamenti significativi. La quota crescente dell'intermediazione elettronica ha sicuramente ridotto il volume degli scambi e assottigliato i differenziali, ma il suo impatto sulla liquidità appare meno netto. È parimenti difficile ravvisare effetti di rilievo prodotti dal processo di concentrazione sulla liquidità. Nondimeno, queste ultime due tendenze sembrano aver avuto una duplice conseguenza. Se da un lato l'efficienza del mercato interbancario appare oggi maggiore rispetto alla metà degli anni novanta, dall'altro l'assottigliarsi dei differenziali, e pertanto le minori opportunità di profitto, hanno determinato una riduzione delle risorse assegnate all'attività di market-making. Tali andamenti stanno a indicare che le trasformazioni strutturali potrebbero in effetti aver migliorato la liquidità in condizioni normali, come quelle presenti nel periodo sotto rassegna. Resta tuttavia da vedere se non abbiano anche esacerbato l'incapacità o la riluttanza degli operatori a fornire liquidità in situazioni di stress.

In prospettiva, il diffondersi dell'intermediazione elettronica e la concentrazione in atto sul mercato interbancario stanno determinando un riorientamento dell'attività verso le operazioni con la clientela. Lo dimostra tra l'altro il crescente ricorso alle piattaforme automatizzate di negoziazione tra banche e clienti, che può essere visto come un modo per estendere a questo segmento i vantaggi dell'intermediazione elettronica. Si tratta di un ambito in cui sono attualmente presenti due società, Cognotec e Currenex, e sul quale stanno per affacciarsi altri due concorrenti, vale a dire Atriax (sostenuto da Reuters e da tre grandi banche commerciali) e FXall (che ha alle spalle un altro gruppo di importanti banche). Il possibile influsso di tali sviluppi sulla liquidità futura dei mercati costituisce un'ulteriore questione aperta.

Assenza di variazioni evidenti della liquidità dei mercati fino ad oggi

Prospettive

## VI. I mercati finanziari

### Aspetti salienti

Lo scorso anno i mercati finanziari hanno segnato un'inversione di tendenza. Sulle principali borse del mondo la straordinaria fase ascendente dei corsi azionari durata cinque anni si è conclusa con la deflazione di quella che, a posteriori, appare una "bolla" mondiale dei prezzi delle attività. I mercati che avevano registrato la maggiore espansione hanno subito i cali più netti; gli indici tecnologici sono fra quelli che hanno mostrato la fluttuazione ciclica più pronunciata. Sui mercati obbligazionari, al restringimento degli spreads creditizi nel 1999 ha fatto seguito il loro ampliamento lo scorso anno. Queste inversioni dei prezzi hanno avuto ripercussioni sui mercati emergenti, determinando un aumento degli spreads sui prestiti sovrani e mercati azionari più deboli specie in Asia e in America latina. L'allentamento della politica monetaria statunitense nei primi mesi del 2001 ha indotto un restringimento degli spreads creditizi, ma una ripresa solo esitante dei mercati azionari. Date le prospettive incerte degli utili societari, non è stato chiaro se questa correzione degli indici avesse esaurito il suo corso.

La flessione delle borse nel 2000 ha rappresentato in larga misura una correzione degli eccessi generati dal precedente ottimismo sui risultati economici delle imprese. Nel comparto dei titoli tecnologici, il divario fra il rialzo delle quotazioni e la crescita degli utili si è andato progressivamente ampliando. Allorché è mutato l'atteggiamento degli investitori, i diversi indici tecnologici nazionali hanno subito un calo generalizzato, indipendentemente dalle differenze nella dinamica sottostante dei profitti. Sui mercati creditizi le società di telecomunicazione avevano attinto ingenti fondi quando ancora le loro prospettive erano reputate buone, ma la disponibilità degli investitori ha ben presto lasciato il posto a timori per l'elevata leva finanziaria. Sebbene il rallentamento dell'economia mondiale e le prospettive meno favorevoli dei profitti societari abbiano avuto un chiaro ruolo nella caduta dei mercati, è nondimeno degno di nota il fatto che molte delle forti variazioni di prezzo non trovano un'evidente e immediata spiegazione nei nuovi dati sulle grandezze economiche fondamentali.

Le offerte pubbliche di azioni e le emissioni obbligazionarie dei mutuatari a più alto rischio, in particolare le società tecnologiche, sono rallentate passando da un ritmo estremamente rapido nel primo semestre 2000 a deboli livelli nel secondo. I suddetti mutuatari hanno fatto crescente ricorso al mercato monetario, dove gli spreads non erano aumentati in misura altrettanto pronunciata. Le società più quotate hanno invece continuato a raccogliere ingenti fondi nei mercati primari. Confrontati a un'offerta di titoli di Stato calante, gli investitori alla ricerca di sicurezza nei periodi di deterioramento

delle condizioni creditizie si sono rivolti verso i titoli con elevato merito di credito, come quelli di Fannie Mae e Freddie Mac.

Nonostante il generale peggioramento delle condizioni di finanziamento, gli investitori nei mercati emergenti hanno cercato di operare una selezione fra i potenziali mutuatari in base alla qualità creditizia ma, apparentemente, hanno trovato una scarsa offerta di titoli da parte dei prenditori più affidabili. I perduranti avanzi di bilancia corrente hanno limitato il fabbisogno di finanziamento esterno. Di fatto, grazie ai depositi record dei paesi asiatici e di quelli esportatori di petrolio, nel 2000 i flussi netti dal gruppo dei paesi in via di sviluppo verso le banche dichiaranti alla BRI sono stati superiori ai deflussi netti dovuti soprattutto a rimborsi durante le crisi finanziarie del periodo 1997-99.

Un aspetto degno di nota della recente fase di deterioramento delle condizioni finanziarie è stato l'ordinato funzionamento dei mercati anche in presenza di brusche oscillazioni dei prezzi. Il processo di adeguamento all'offerta decrescente di nuovi titoli di Stato aveva sollevato nella prima parte del 2000 timori circa le modalità operative di taluni importanti mercati, in particolare quello del reddito fisso degli Stati Uniti. Questi timori si sono affievoliti nella seconda metà dell'anno, di pari passo con la crescente disinvoltura con cui gli investitori hanno usato strumenti privati come gli swaps su tassi d'interesse per finalità di copertura, di determinazione del prezzo e altri scopi per i quali erano tradizionalmente utilizzate le emissioni pubbliche.

## Mercati azionari

### *Bolle dei prezzi delle attività e grandezze economiche fondamentali*

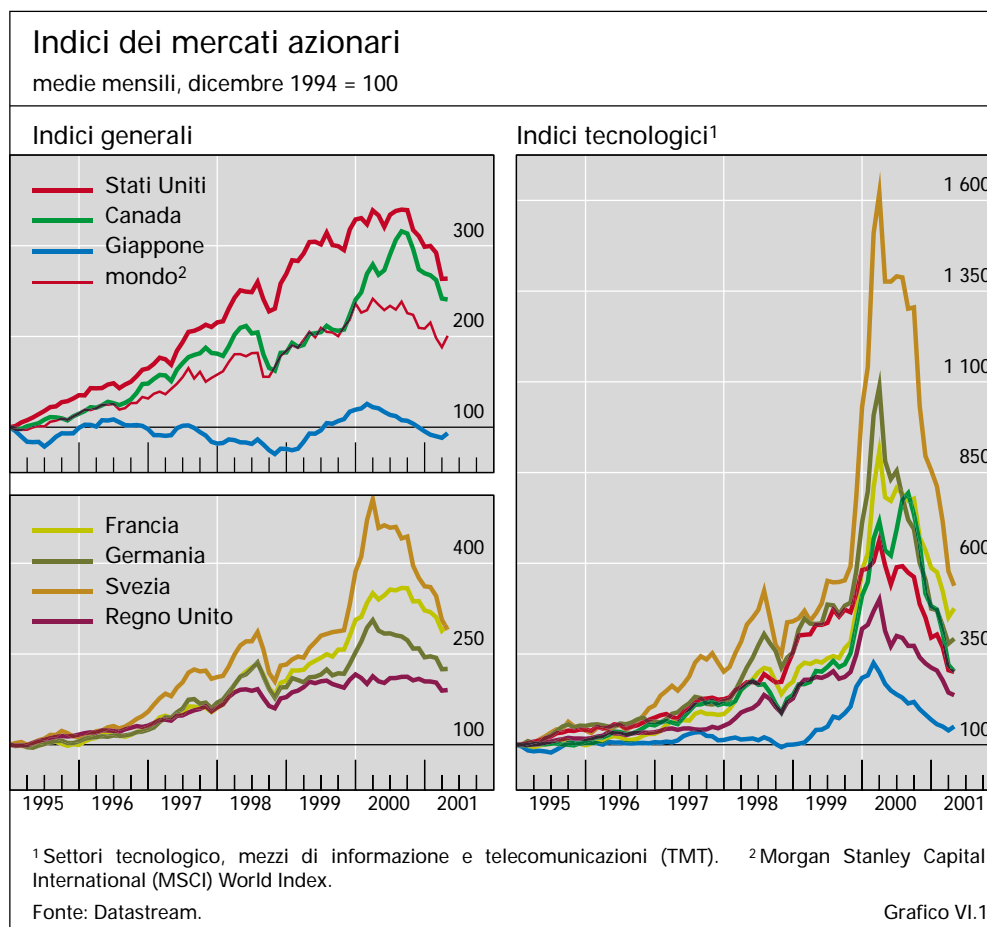
Fra l'aprile 2000 e il primo trimestre 2001 i listini azionari mondiali hanno subito in generale un drastico calo. Ribassi di entità analoga erano stati osservati nel 1990, in corrispondenza con l'ultimo episodio di recessione dell'economia mondiale. Tra i due periodi tuttavia sussistono differenze fondamentali quanto alle cause delle flessioni. Nei mesi di agosto e settembre del 1990, l'indice MSCI World aveva perso il 21%. Tali perdite traevano origine dall'andamento delle grandezze economiche fondamentali, poiché riflettevano prevalentemente lo shock dal lato dell'offerta prodotto dai prezzi del petrolio, raddoppiatisi a seguito dell'invasione irachena del Kuwait. Nell'episodio più recente l'indice MSCI è diminuito del 23% fra aprile 2000 e marzo 2001. Questa volta le perdite paiono però rappresentare la correzione di una "bolla" dei corsi azionari a livello mondiale anziché un crollo dovuto essenzialmente agli andamenti macroeconomici. Ciò nondimeno, la mutata situazione macroeconomica ha indubbiamente contribuito a determinare i tempi e l'entità delle flessioni dei prezzi.

Elementi a conferma della tesi di una "bolla" del mercato azionario possono essere desunti dal fatto che diversi mercati hanno registrato un protratto periodo di rialzi eccezionali, seguito da un annullamento pressoché simultaneo di tali rialzi (grafico VI.1). Questa coincidenza nei movimenti di prezzo si è verificata nonostante fondamentali macroeconomici in parte

I mercati azionari calano nel 2000 così come era avvenuto nel 1990 ...

... ma per differenti motivi

Aumenti eccezionali dei prezzi ...



... seguiti da un'improvvisa inversione di tendenza

divergenti. Nel quinquennio fino al marzo 2000 l'indice S&P 500 si è triplicato. La borsa di Stoccolma ha fatto segnare i guadagni più spettacolari, crescendo di quasi cinque volte nello stesso periodo. Le piazze di Parigi, Amsterdam, Francoforte e Toronto non sono state da meno, con rialzi compresi fra il 150 e il 250%. In larga misura gli aumenti paiono essere stati trainati da una spirale di ottimismo e di comportamenti gregari da parte degli investitori. Quando in marzo hanno raggiunto le punte massime, le valutazioni azionarie statunitensi si situavano a un livello medio pari a 33 volte gli utili unitari, ossia un coefficiente prezzo/utigli senza precedenti. In tutti questi mercati i prezzi hanno iniziato a calare nella primavera del 2000 e i cali sono stati in generale tanto più marcati quanto più forti erano stati i precedenti rialzi.

Nel comparto tecnologico la crescita degli utili non eguaglia quella dei prezzi

Il ciclo di ascesa e successiva inversione dei prezzi è stato particolarmente pronunciato nel comparto tecnologico. Durante la lunga corsa al rialzo degli indici tecnologici gli analisti di mercato avevano spiegato le elevate valutazioni con le attese di una più rapida crescita dei profitti. Taluni osservatori avevano inoltre sostenuto che il settore delle tecnologie era ampiamente immune dagli effetti di un rallentamento economico o di un aumento dei tassi d'interesse. Queste previsioni si sono tuttavia dimostrate infondate. Infatti, la crescita dei profitti non ha mai tenuto il passo con quella delle quotazioni, di modo che i rapporti prezzo/utigli hanno continuato a salire. Nel quinquennio considerato, i corsi azionari del settore tecnologico statunitense sono aumentati a un ritmo quasi cinque volte superiore a quello dell'espansione degli utili



Azioni tecnologiche: rapporti prezzo/utigli, variazioni dei prezzi e degli utigli							
	Rapporti prezzo/utigli			Variazioni percentuali			
	marzo 1995	marzo 2000	marzo 2001	marzo 1995–marzo 2000		marzo 2000–marzo 2001	
				prezzi	utigli	prezzi	utigli
Svezia	34,5	120,8	19,1	1 217	276	- 65	124
Germania	16,9	63,3	30,4	909	169	- 64	- 24
Francia	11,3	63,8	21,0	804	60	- 49	55
Italia	12,8	56,0	26,1	732	90	- 44	19
Paesi Bassi	14,7	64,6	33,0	654	71	- 58	- 18
Canada	20,4	59,0	14,7	586	137	- 53	88
Stati Uniti	19,2	53,2	24,7	509	120	- 55	- 2
Regno Unito	15,4	72,1	36,0	352	- 3	- 49	2
Giappone	57,3	169,3	89,3	254	20	- 55	- 15

Fonti: Datastream; elaborazioni BRI. Tabella VI.1

(tabella VI.1). Il differenziale di crescita nel segmento tecnologico è stato ancora più ampio sui mercati europei. Nel Regno Unito gli indici tecnologici si sono apprezzati persino in presenza di un calo degli utigli. Inoltre, la flessione dei corsi è iniziata dopo un periodo di tassi d'interesse crescenti e la dinamica dei profitti delle imprese tecnologiche si è indebolita ai primi segni di rallentamento economico. I rapporti prezzo/utigli sono sì calati, ma come spesso avviene a causa di una diminuzione dei primi piuttosto che di un aumento dei secondi.

Una caratteristica di rilievo dei ribassi dei titoli tecnologici è stata la somiglianza delle dinamiche sotto l'aspetto sia temporale che quantitativo. Essi sono infatti per lo più iniziati nel marzo o nell'aprile 2000 e nel marzo 2001 risultavano generalmente di entità compresa fra il 50 e il 70%, nonostante gli andamenti molto differenziati degli utigli nei vari paesi (tabella VI.1). L'elevata sincronia di questi movimenti non può essere interamente spiegata da analogie di fondo nella situazione dei settori tecnologici dei vari paesi. Essa va piuttosto interpretata come una conseguenza dell'elevato grado di incertezza circa le valutazioni, che potrebbe aver indotto gli investitori a ricercare ancoraggi quantitativi in altre borse. Questa funzione pare essere stata svolta principalmente dal Nasdaq, il più quotato fra gli indici del settore. Non essendovi molte indicazioni su cui basarsi se non un generale indebolimento della crescita degli utigli, la maggior parte degli indici tecnologici è perciò caduta insieme al Nasdaq.

Questo processo di ancoraggio contribuisce a spiegare il fatto che, nonostante una certa divergenza fra le grandezze macroeconomiche, durante il 2000 i mercati borsistici europei abbiano seguito al ribasso quelli statunitensi. È vero che negli ultimi anni le numerose fusioni e acquisizioni effettuate oltreoceano da imprese europee hanno stabilito un collegamento fra i profitti di queste ultime e la situazione economica negli Stati Uniti. Nondimeno, le correlazioni dei movimenti di prezzo fra le borse europee e americane appaiono maggiori di quanto spiegabile in base alle sole grandezze fondamentali.

#### *Informazioni economiche e corsi azionari*

Il recente calo dei mercati azionari non ha avuto luogo istantaneamente ma è il risultato di un processo durato diversi mesi, comprendente due tornate

L'incertezza fa del Nasdaq un ancoraggio per i prezzi

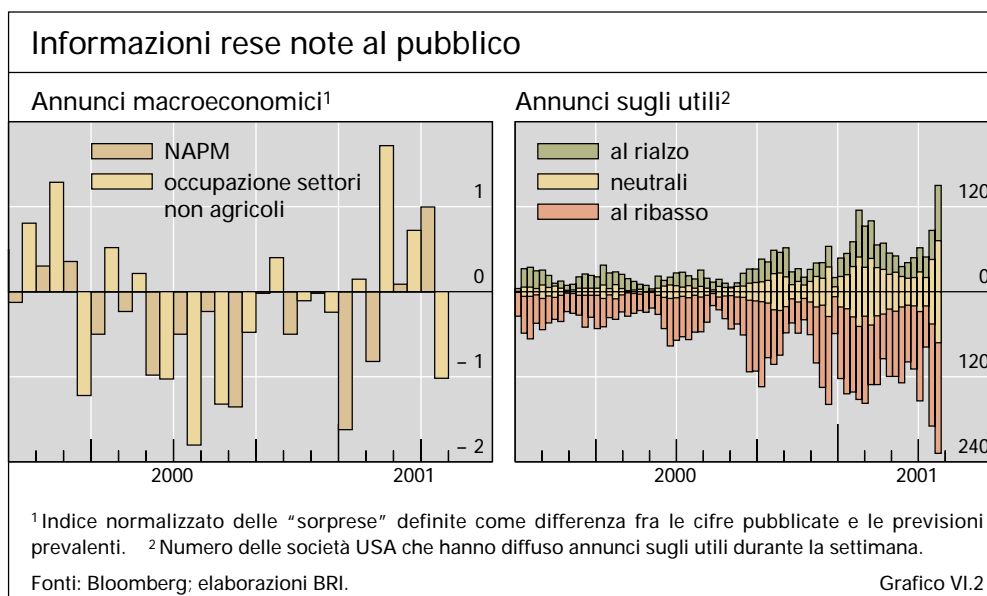
principali di ribassi. La prima ha avuto luogo fra aprile e maggio 2000, mentre la seconda è iniziata in settembre ed è continuata, a parte una breve pausa in gennaio, fino a tutto il primo trimestre 2001. In entrambi i casi, l'attenzione degli operatori di tutto il mondo si è concentrata sulle notizie ritenute in grado di influenzare la politica monetaria statunitense e, in particolare, sul loro effetto sull'indice Nasdaq. Tuttavia, i due episodi si sono notevolmente differenziati per la rilevanza che le informazioni pubblicate hanno avuto nel determinare specifici movimenti giornalieri dei corsi.

L'aspetto più notevole della prima tornata di ribassi è il fatto che non fossero individuabili significative nuove informazioni che potessero giustificare l'improvviso calo delle quotazioni. In questo senso, l'episodio è stato analogo alle crisi borsistiche mondiali dell'ottobre 1929 e dell'ottobre 1987. Nei primi mesi del 2000 i dati macroeconomici più seguiti, come le cifre sull'occupazione nell'industria e nei servizi negli Stati Uniti, segnalavano un persistente vigore dell'economia del paese (grafico VI.2). Ciò ha fatto nascere incertezze sulla portata di un inasprimento della politica monetaria le quali, insieme al crescente nervosismo dei mercati a riguardo delle valutazioni, hanno condotto a un'accentuata volatilità. L'andamento al ribasso del comparto tecnologico nel suo insieme ha però preso avvio solo agli inizi dell'aprile 2000, innescato a quanto pare unicamente da un cambiamento di umore degli investitori. Fa eccezione il 14 aprile, quando il Nasdaq ha perso il 10% a seguito della pubblicazione dei dati sui prezzi al consumo. Il mercato si è tuttavia ripreso nell'arco di una settimana, pur in assenza di nuovi dati macroeconomici. Fra aprile e maggio l'indice Nasdaq è sceso di quasi il 20%, apparentemente trascinato verso il basso dal crescente pessimismo degli investitori in assenza di buone notizie sull'economia.

Per la seconda tornata di ribassi è più facile identificare le informazioni che hanno influito sui mercati. Questa fase ha avuto inizio in settembre, quando un numero crescente di società quotate negli Stati Uniti ha annunciato che gli utili sarebbero stati inferiori alle stime degli analisti. Nei mesi

Assenza di nuove informazioni che possano giustificare i cali dei prezzi

Gli annunci sull'evoluzione degli utili incidono pesantemente sui mercati



immediatamente successivi, la crescente debolezza dei dati macroeconomici USA è culminata con la pubblicazione, il 2 gennaio 2001, di un'indagine della National Association of Purchasing Management (NAPM) secondo cui l'economia stava rallentando a un ritmo più rapido di quanto inizialmente previsto. Con il moltiplicarsi delle correzioni al ribasso dei profitti attesi, gli investitori hanno iniziato a dare maggior peso al nesso fra gli utili delle singole società e l'andamento dell'economia in generale, cosicché sia gli indici tecnologici ristretti che quelli più ampi sono costantemente calati. Fra settembre e la fine dell'anno il Nasdaq ha perso il 42%, mentre il MSCI World è sceso del 13%. I mercati hanno iniziato a riprendere quota il 3 gennaio 2001, quando la Riserva federale ha inaspettatamente abbassato di 50 punti base il tasso sui federal funds. Il Nasdaq ha guadagnato il 14%, l'aumento più alto mai registrato in una sola giornata. Nonostante le ulteriori riduzioni del tasso ufficiale USA, la ripresa è stata però solo temporanea. Sotto l'influsso degli annunci di utili deludenti, i corsi hanno ripreso la loro caduta in febbraio e marzo.

Nell'aprile 2001 una notizia apparentemente di secondaria importanza è stata all'origine di un forte apprezzamento del mercato, durato due settimane, che ha messo in evidenza un ottimismo di fondo a riguardo delle prospettive di profitto delle imprese. Un'importante società produttrice di personal computer ha annunciato agli inizi del mese che gli utili erano stati pari alle stime, e la notizia ha fatto impennare il Nasdaq del 9% e lo S&P 500 di oltre il 4% in una sola giornata. Alcuni giorni dopo, un abbassamento inatteso del tasso sui federal funds da parte della Riserva federale ha rafforzato il movimento di rialzo. Dopo due settimane, il Nasdaq aveva guadagnato il 33% e lo S&P 500 il 14%. L'ascesa dei prezzi ha fatto salire a 27 il rapporto prezzo/utigli per l'indice S&P 500, un livello quasi doppio rispetto alla media storica. Ancora più forte è stato l'ottimismo che ha alimentato il Nasdaq, per il quale il rapporto prezzo/utigli risultava sei volte superiore a quello dello S&P 500.

Gli investitori rimangono ottimisti

#### *Il mercato borsistico di Tokyo e le banche giapponesi*

Il mercato di Tokyo ha rappresentato l'eccezione di maggior rilievo alla tendenza quinquennale di espansione che ha connotato le principali borse mondiali. Questo mercato era rimasto debole fino al 1998 (grafico VI.1), allineandosi con il trend globale soltanto nel 1999. Come per gli altri mercati maggiori, lo stimolo proveniva dal boom del settore tecnologico. A ciò si aggiungeva il forte impulso impresso dagli sviluppi nel settore bancario. Nel 1999 gli operatori di mercato avevano infatti interpretato l'iniezione di ¥7,5 trilioni del governo giapponese a favore delle quindici principali banche del paese come la prova di un serio impegno per rafforzare il debole sistema bancario. Ciò aveva destato un'impressione particolarmente favorevole presso gli investitori stranieri, come dimostrato dai consistenti afflussi di capitali dall'estero. Lo slancio del mercato era stato inoltre sostenuto da grandi fusioni bancarie.

Gli sviluppi nel settore bancario ...

La borsa di Tokyo ha poi iniziato nuovamente a flettere nel 2000, in anticipo rispetto agli altri mercati. Nella prima parte dell'anno non vi erano dati facilmente identificabili che giustificassero i prezzi calanti, così come era

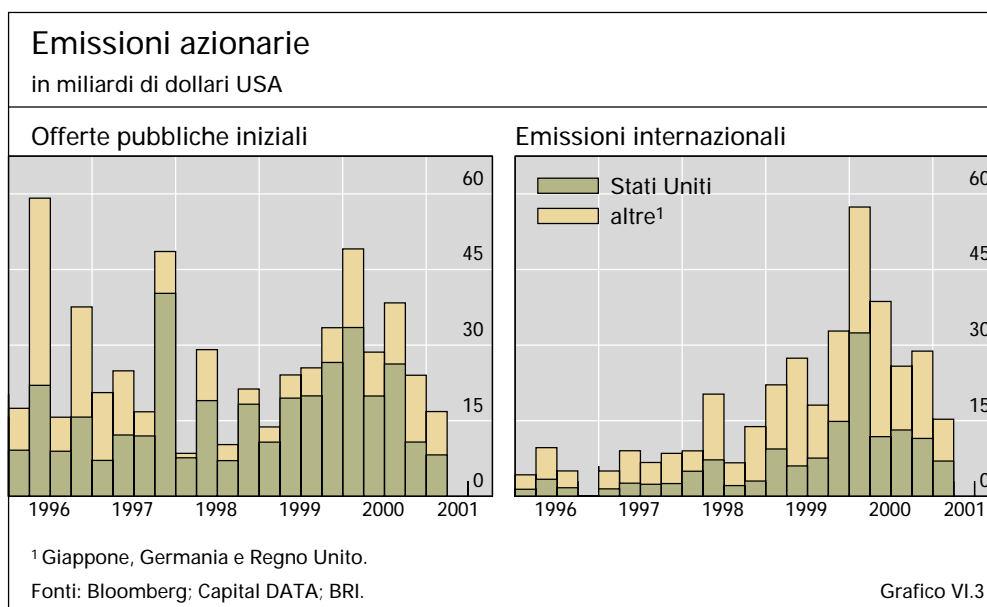
... hanno un ruolo importante sul mercato di Tokyo

avvenuto in occasione della susseguente prima tornata di ribassi del mercato statunitense. Solo in maggio si è evidenziata l'influenza degli indici USA, allorché le quotazioni del comparto tecnologico nipponico sono scese drasticamente in parallelo con quelle del Nasdaq e gli investitori esteri hanno iniziato a vendere. In estate, le stime fornite dalla Financial Services Agency sui prestiti in sofferenza delle banche giapponesi paiono aver inciso pesantemente sul mercato. Le pressioni in vendita si sono intensificate in ottobre con il fallimento della Chiyoda Seimei, una società di assicurazione del ramo vita, e con l'ulteriore calo dell'indice Nasdaq. A causa della debolezza della borsa di Tokyo, le banche nipponiche hanno avuto maggiore difficoltà a reperire fondi mediante la vendita delle loro partecipazioni incrociate e a realizzare profitti sufficienti per assorbire le perdite sui crediti. Agli inizi di quest'anno il governo giapponese ha cominciato a prendere in considerazione l'acquisto di tali partecipazioni in modo che non ne sia ritardata l'auspicata riduzione. Il ritorno de facto alla politica dei tassi d'interesse zero in marzo e l'elezione del Primo Ministro Koizumi in aprile hanno dato nuova forza al mercato.

#### Implicazioni per l'economia reale

Le ripercussioni sugli investimenti sono già palesi

Lo sgonfiarsi della "bolla" mondiale delle azioni tecnologiche ha già avuto conseguenze percepibili sull'economia reale. In particolare, è stato immediatamente evidente l'effetto prodotto sugli investimenti dal maggiore costo del capitale. Le più colpite sono state le imprese tecnologiche di nuova costituzione, che per raccogliere capitali avevano fatto massicciamente ricorso a offerte pubbliche iniziali (OPI). Il ricavato lordo delle OPI di Stati Uniti, Giappone, Germania e Regno Unito si è contratto da un livello quasi record di \$49 miliardi nel primo trimestre 2000 a \$29 miliardi nel secondo, ed è ulteriormente calato nel primo trimestre 2001 (grafico VI.3). Proporzionalmente, le emissioni azionarie internazionali annunciate di società statunitensi sono diminuite ancor più, mentre quelle delle società non statunitensi sono rimaste su livelli sostenuti per un ulteriore trimestre. Alcune imprese di nuova



Fiducia dei consumatori, disoccupazione e mercato azionario			
	Effetti stimati <sup>1</sup>		
	1992-94	1995-97	1998-2001
Rendimenti Nasdaq Tasso di disoccupazione negli USA	Fiducia dei consumatori USA		
	- 0,081	0,181	0,133*
Rendimenti CAC 40 Tasso di disoccupazione in Francia	Fiducia dei consumatori francesi <sup>2</sup>		
	0,009	- 0,134	0,037
	- 0,184*	0,125*	- 0,191
<sup>1</sup> Somma dei coefficienti di regressione rispettivamente sugli sfasamenti di due trimestri dei rendimenti azionari e sugli sfasamenti di due mesi dei tassi di disoccupazione. L'asterisco indica una significatività al livello dell'1% in base a una statistica chi-quadrato in un test di Wald di significatività congiunta dei coefficienti. <sup>2</sup> Basata sull'indicatore UE per la Francia.			
Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.			Tabella VI.2

costituzione hanno tratto vantaggio dal modesto recupero dei listini nel corso dell'estate, che ha rivitalizzato temporaneamente il mercato delle OPI.

Il regresso delle quotazioni azionarie si è altresì ripercosso sugli utili di bilancio e sul cash flow delle imprese statunitensi per il tramite dei loro schemi pensionistici a prestazioni definite e delle opzioni azionarie offerte ai dipendenti. Nel 1998 e 1999 i profitti erano stati accresciuti dal fatto che i guadagni in borsa si erano tradotti in un eccesso di finanziamento di tali schemi, che le società potevano dichiarare come reddito. La flessione degli indici nel 2000 ha privato numerose società di questa voce di reddito e, in caso di ulteriori ribassi, tali schemi potrebbero registrare un disavanzo che andrebbe ad aggiungersi ai costi. Al tempo stesso, fra le imprese tecnologiche si era sempre più diffusa la prassi di offrire ai dipendenti opzioni azionarie come forma di retribuzione. Negli Stati Uniti l'esercizio di queste opzioni consentiva alle società di ridurre il carico fiscale e quindi di accrescere i flussi finanziari, anche se a prezzo di un annacquamento del capitale posseduto dagli azionisti preesistenti. Per alcune delle maggiori imprese del settore questi vantaggi fiscali hanno rappresentato fino al 60% degli introiti generati dall'attività operativa. Ai prezzi correnti, tuttavia, una quota consistente di tali opzioni non sarà esercitata. Le imprese sono quindi confrontate a un crescente carico fiscale, nonostante il rallentamento delle vendite e l'aumento dei costi delle scorte.

Le ripercussioni sul clima di fiducia dei consumatori potrebbero essere di portata ancor maggiore. Per quanto gli effetti di ricchezza dei corsi azionari sui consumi dipendano dall'effettiva composizione del portafoglio detenuto dalle famiglie e quindi dalla performance degli indici generali, i recenti mutamenti nel clima di fiducia delle famiglie paiono attribuibili in buona misura ai movimenti del Nasdaq, indice relativamente ristretto. Come mostra la tabella VI.2, negli Stati Uniti per quasi tutti gli anni novanta e in Francia nei primi anni dello stesso decennio la fiducia dei consumatori si era tendenzialmente mossa in linea con il tasso di disoccupazione piuttosto che con i rendimenti azionari.

Le opzioni azionarie consentono alle società di ridurre il carico fiscale

Il Nasdaq condiziona la fiducia dei consumatori USA

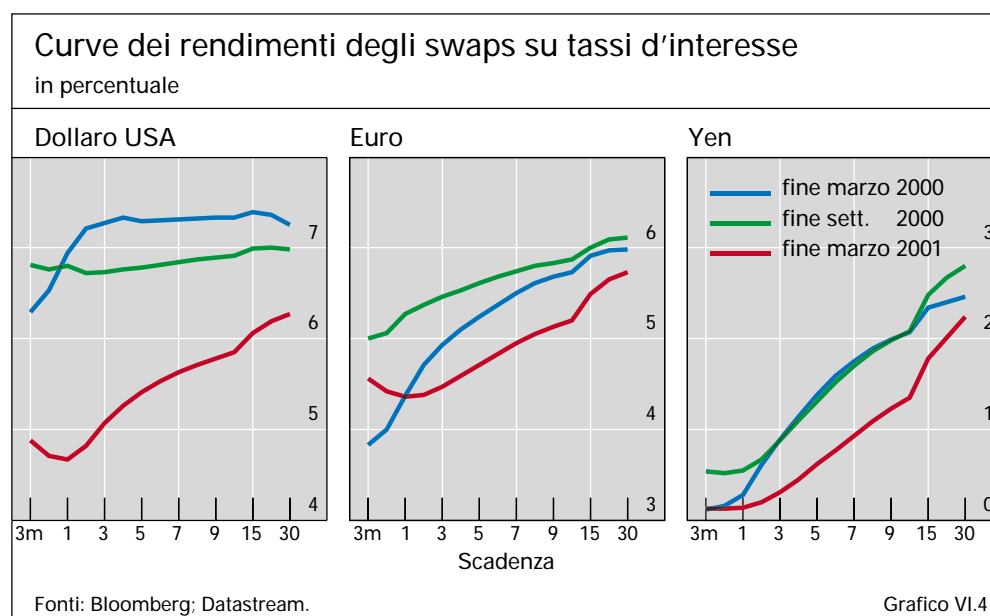
Dal 1998, tuttavia, negli Stati Uniti l'evoluzione del Nasdaq ha assunto un ruolo più importante nel determinare la fiducia dei consumatori rispetto al tasso di disoccupazione. Sebbene i titoli negoziati sul Nasdaq non costituiscano una quota rilevante dei portafogli delle famiglie, è possibile che i loro corsi siano oggi considerati come un indicatore prospettico della produttività del sistema economico. Di conseguenza, essi potrebbero esercitare un influsso sproporzionato sulle decisioni di spesa dei consumatori.

## Mercati del reddito fisso

Al pari di quelli azionari, nel 2000 i mercati obbligazionari hanno risentito delle più deboli prospettive reddituali delle imprese e dell'accresciuta avversione al rischio degli investitori. Gli spreads creditizi sono aumentati per una vasta gamma di strumenti e le emissioni nette di titoli di debito a lungo termine sono rallentate rispetto ai livelli record del 1999. Nel primo semestre gli ampi differenziali e il più elevato livello generale dei tassi d'interesse a lungo termine non hanno impedito ai prenditori, specie le società di telecomunicazione, di raccogliere fondi sul mercato obbligazionario. Nel secondo semestre, tuttavia, gli emittenti con merito di credito più basso hanno incontrato crescenti difficoltà a finanziarsi nel comparto a lungo termine e molti di loro si sono quindi rivolti alle banche. Tali difficoltà non paiono aver riguardato i prenditori più affidabili. In effetti, la minore offerta di titoli di Stato USA ha indotto alcuni di loro a offrire le proprie emissioni come strumenti sostitutivi a fini di garanzia, copertura e benchmark. Nel primo trimestre 2001 il restringimento degli spreads e un calo generalizzato dei tassi d'interesse hanno ricondotto i mutuatari con basso rating verso il mercato mondiale dei capitali.

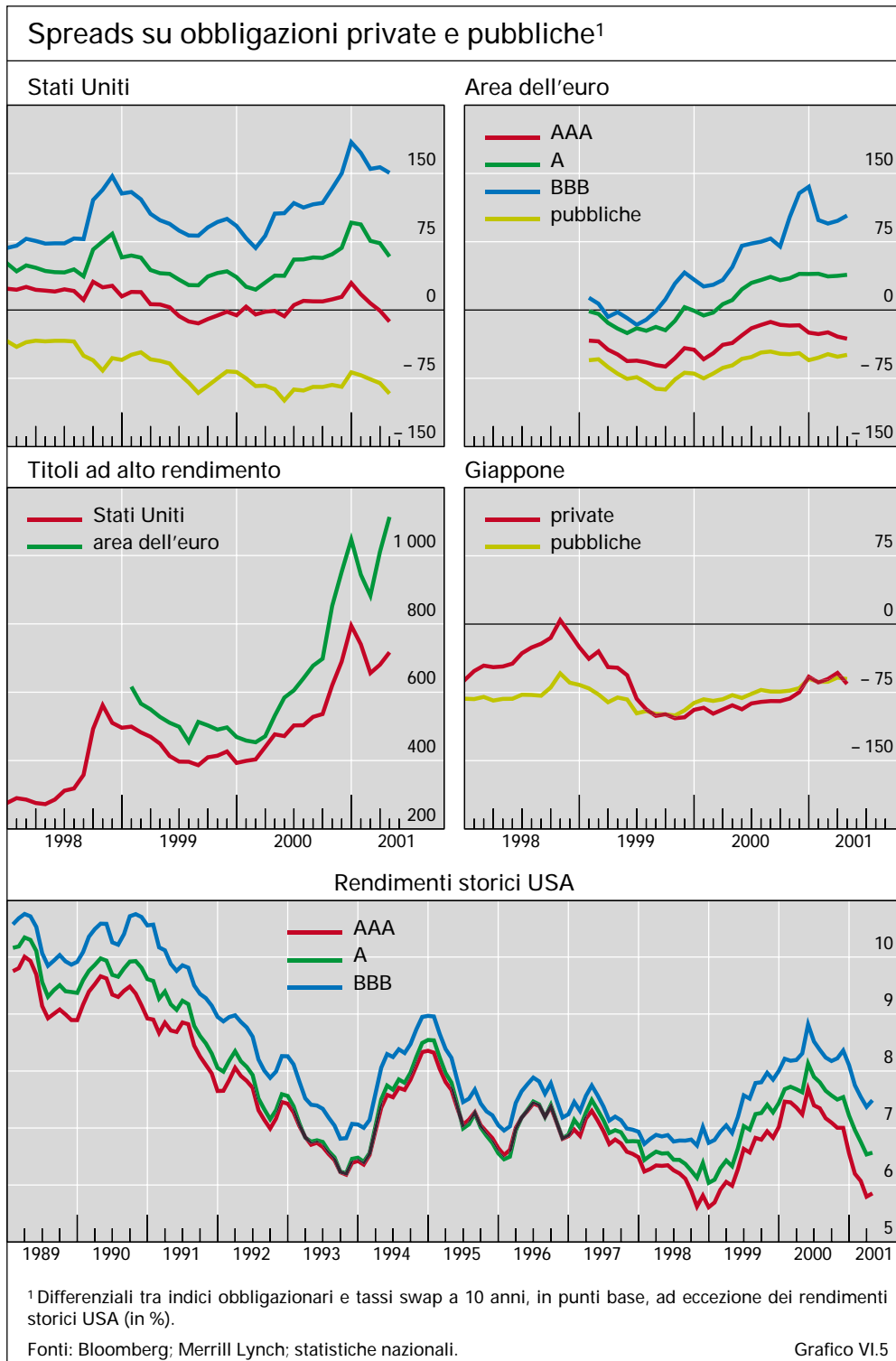
### *Prezzo del rischio di credito e risposta dei mutuatari*

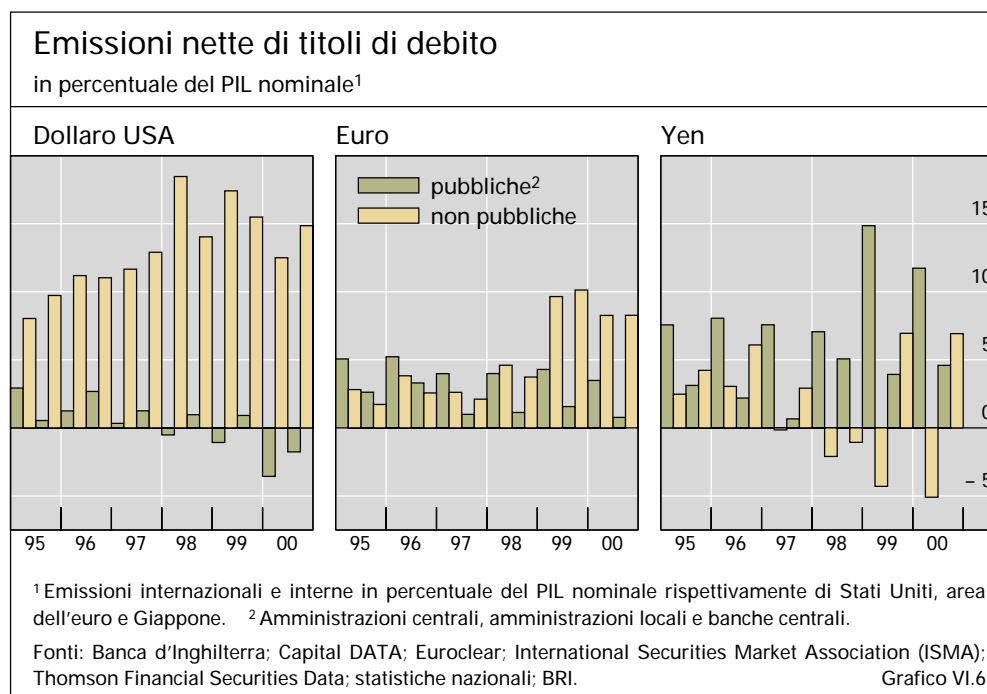
Tre fasi distinte hanno caratterizzato i mercati del reddito fisso nel corso del 2000 e nella prima parte del 2001. Nella prima fase, durata approssimativamente



da gennaio ad agosto, si è assistito all'inclinazione verso l'alto delle curve dei rendimenti e all'ampliamento generalizzato degli spreads creditizi in America del Nord e in Europa (grafici VI.4 e VI.5). Questi andamenti, pur avendo influito sul tipo di strumenti finanziari scelti dai mutuatari, hanno esercitato un impatto modesto sui collocamenti totali. Durante la seconda fase, protrattasi da settembre a dicembre 2000, le curve dei rendimenti hanno iniziato ad appiattirsi e gli spreads si sono fortemente differenziati a seconda

Tre fasi nell'evoluzione del prezzo del rischio creditizio





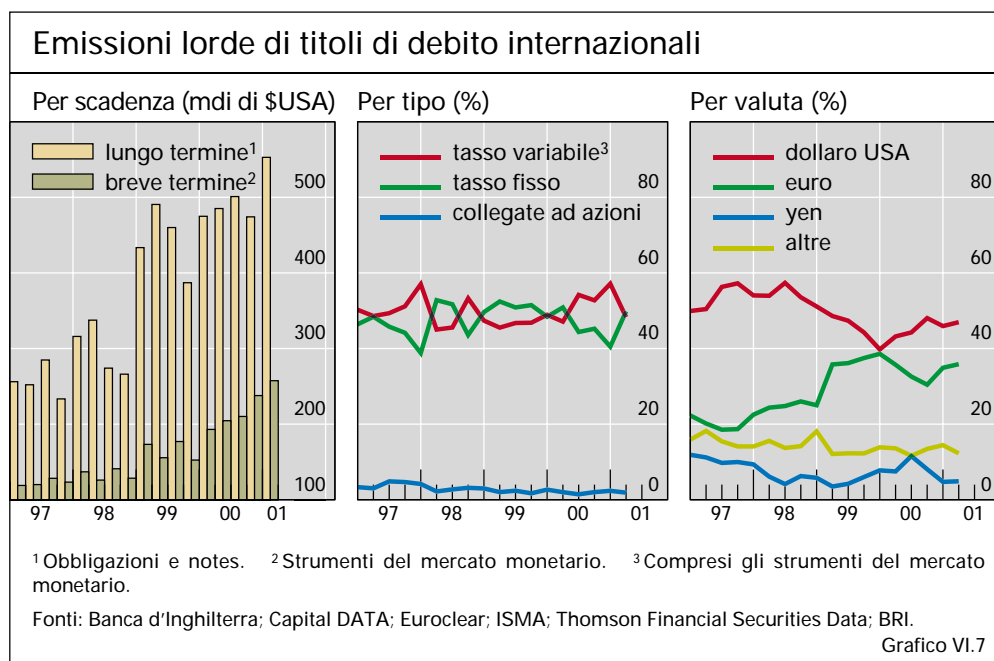
delle classi di strumenti. In particolare, gli investitori hanno mostrato interesse unicamente per le emissioni di prenditori primari. L'ultima fase, protrattasi dalla fine del 2000 ai primi mesi del 2001, ha visto un brusco movimento verso il basso delle curve dei rendimenti e una lieve riduzione degli spreads rispetto agli alti livelli toccati nei mesi precedenti; ciò ha rilanciato l'attività di emissione dei mutuatari a più basso rating.

Una prima fase di ampliamento degli spreads dovuta a utili incerti ...

La prima fase di aumento dei rendimenti e degli spreads non è parsa frenare l'attività complessiva di raccolta sui mercati finanziari. Questo periodo ha compreso l'ultimo rialzo dei mercati azionari e l'inizio della loro flessione. La maggiore incertezza circa le prospettive degli utili societari, segnalata dall'elevata volatilità dei mercati azionari, si è tradotta in un ampliamento degli spreads creditizi per la maggior parte degli strumenti debitori. Fra i titoli di qualità bancaria, l'andamento è stato più pronunciato per le obbligazioni in euro, con un aumento dei differenziali sugli swaps persino per i titoli più quotati. Mentre gli spreads sui titoli AAA in dollari USA sono stati pressoché costanti, quelli su altre classi di strumenti denominati in questa valuta sono saliti ai livelli osservati nei mesi successivi alla crisi finanziaria dell'autunno 1998. Ciò nonostante, l'attività sul mercato primario ha mostrato una buona tenuta nel primo semestre 2000. Le emissioni nette di mutuatari del settore non pubblico sono rallentate solo lievemente (grafico VI.6). Il dilatarsi degli spreads creditizi nei comparti del dollaro USA e dell'euro ha spinto taluni mutuatari internazionali verso il mercato dello yen, dove i costi per interessi erano relativamente bassi. Le emissioni lorde di titoli di debito internazionali in yen hanno raggiunto la cifra record di \$221 miliardi nel 2000 (grafico VI.7). Le aspettative degli operatori di un ulteriore inasprimento monetario, rispecchiate dall'inclinazione positiva delle curve dei rendimenti, potrebbero aver indotto alcuni emittenti ad anticipare i loro piani di collocamento.

... non frena l'attività di finanziamento





Durante questa prima fase le società europee di telecomunicazione hanno approfittato delle favorevoli attese del mercato circa le loro prospettive economiche per collocare un ingente volume di titoli. Nel corso del primo semestre tali società hanno complessivamente raccolto \$71 miliardi sul mercato obbligazionario internazionale (grafico VI.8). Il loro fabbisogno di fondi è derivato in buona parte dalle operazioni di fusione e dalle offerte per l'ottenimento delle licenze di telefonia mobile della terza generazione in Europa. La disponibilità di risorse finanziarie e gli elevati prezzi pagati per l'aggiudicazione di queste licenze, specie in occasione delle aste tenutesi nel Regno Unito in aprile e in Germania in agosto, hanno rispecchiato un ottimismo analogo a quello che aveva sostenuto le alte quotazioni di altri titoli tecnologici.

La seconda fase di ampliamento degli spreads creditizi ha avuto un impatto più significativo sull'attività di raccolta. Con il venir meno delle attese di uno scenario di "atterraggio morbido", nel terzo trimestre le curve dei rendimenti si sono appiattite, a indicazione della scarsa probabilità attribuita dal mercato a un ulteriore innalzamento del livello generale dei tassi d'interesse. I differenziali sui titoli di qualità primaria si sono mantenuti più o meno stabili durante il periodo, mentre quelli sulle emissioni con rating BBB o ad alto rendimento si sono drasticamente dilatati, fino a toccare livelli molto alti alla fine dell'anno. Per effetto di questo andamento divergente, verso la fine del 2000 le emissioni con rating più basso sono notevolmente rallentate mentre è rimasta sostenuta la provvista sul mercato primario delle banche europee più quotate e degli enti USA di emanazione governativa.

La vigorosa domanda di strumenti AAA è dipesa in parte dalla scarsità di titoli di Stato. Gli investitori che erano soliti ricorrere a quest'ultima categoria di valori nei periodi di deterioramento delle condizioni creditizie hanno invece acquistato strumenti ad alto rating del settore privato o parastatale. Nel

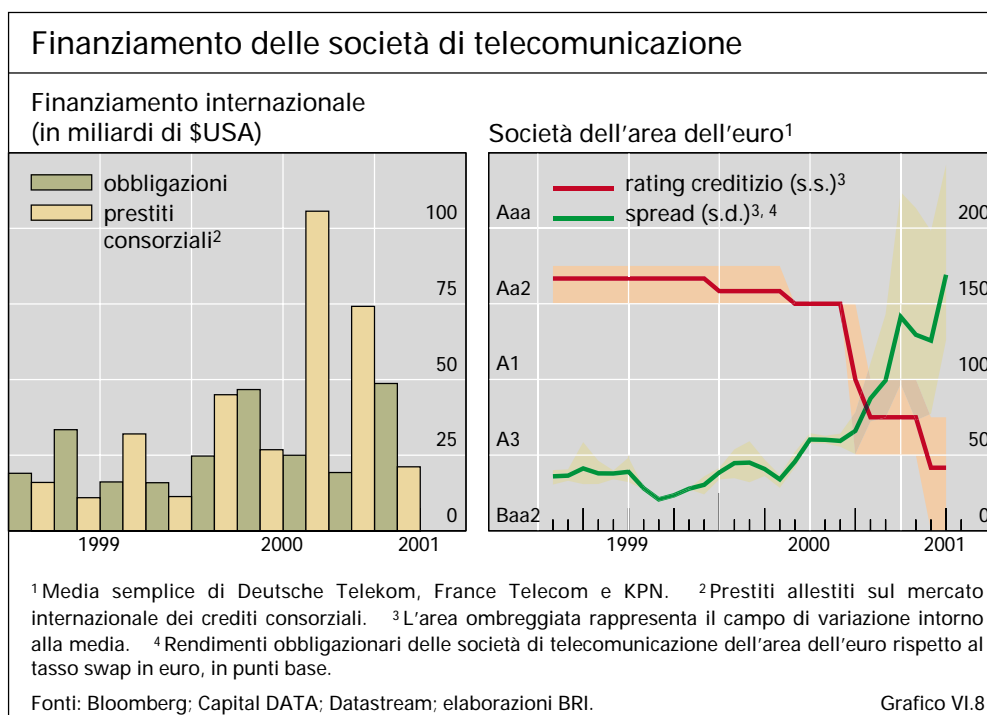
Nella seconda fase diminuiscono le emissioni a più basso rating

Gli enti di emanazione governativa hanno tratto vantaggio dalla minore offerta di titoli di Stato ...

mercato del dollaro USA, i titoli degli enti di emanazione governativa, in particolare le obbligazioni di Fannie Mae e Freddie Mac, sono stati fra gli strumenti preferiti dagli investitori in alternativa ai titoli del Tesoro USA. Negli ultimi anni, Fannie Mae e Freddie Mac hanno cercato di migliorare la liquidità dei loro titoli mediante grandi e regolari emissioni in dollari USA e in euro, con l'obiettivo di affermarne così il ruolo di benchmark per la valutazione di prezzo e la copertura di altri titoli. Nella prima parte dello scorso anno sono sorti timori circa il merito di credito di questi due enti, a seguito delle proposte presentate al Congresso in vista di abolire le linee creditizie pubbliche nonché le agevolazioni fiscali a livello locale di cui essi avevano fino allora beneficiato. Le pressioni sul piano legislativo si sono allentate verso la fine dell'anno, quando gli enti in questione hanno assunto l'impegno di innalzare i propri coefficienti patrimoniali e di migliorare l'informativa al pubblico.

... mentre le telecom risentono di un cambiamento del clima di mercato

Il rapido deterioramento delle condizioni di finanziamento per i prenditori con rating più basso nella seconda parte del 2000 è indicativo del mutato atteggiamento degli investitori riguardo alle prospettive di profitto dei settori delle tecnologie, dei mezzi di informazione e delle telecomunicazioni. Particolarmente penalizzate sono state le società telecom. Gli elevati prezzi raggiunti in Europa alle aste per le licenze di telefonia mobile della terza generazione avrebbero di per sé giustificato un certo declassamento dei ratings creditizi e un ampliamento degli spreads. Tuttavia, l'entità effettiva di entrambi (grafico VI.8) implica altresì una riconsiderazione delle prospettive di reddito in questo settore. In settembre il merito di credito di due delle maggiori imprese europee di telecomunicazioni è stato abbassato di più gradi in una volta sola, il che rappresenta una decisione eccezionalmente drastica nella prassi delle agenzie di rating. Fra settembre e dicembre gli spreads per queste due imprese si sono dilatati in media di 103 punti base. Di conseguenza, il



settore telecom in generale, che nel primo semestre era stato fra i più attivi sul mercato primario dei titoli di debito internazionali, ha diminuito l'attività di emissione nel secondo facendo maggiore ricorso ai prestiti consorziali.

Anziché ridurre le emissioni, alcuni mutuatari hanno risposto all'incerta evoluzione futura dei tassi d'interesse aumentando i collocamenti di strumenti a breve e a tasso variabile (grafico VI.7). Sul mercato internazionale degli strumenti di debito, fra il 1999 e il 2000 la quota dei titoli a breve sulle emissioni lorde complessive è salita dal 27 al 30%, e quella dei titoli a tasso variabile dal 47 al 53%.

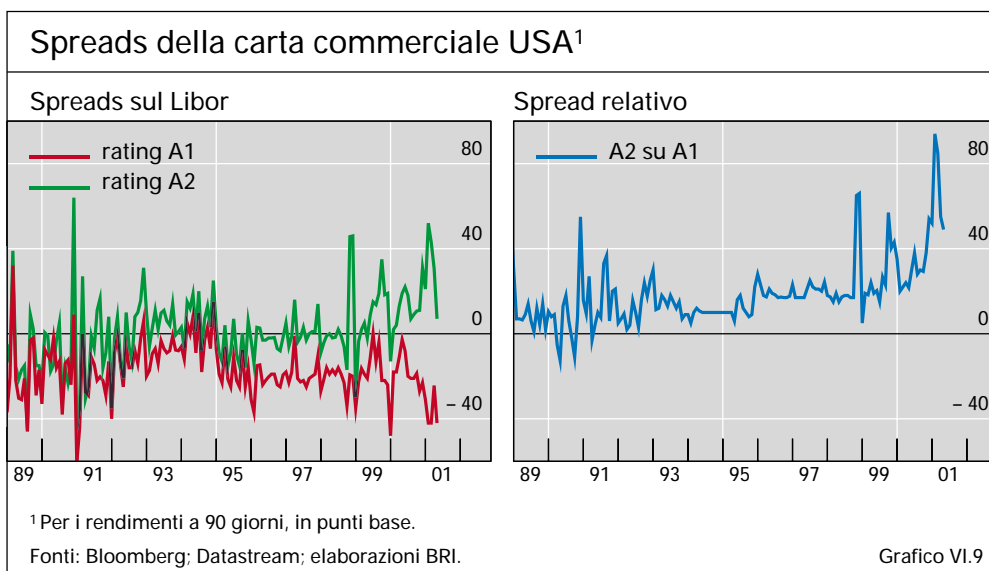
Analogamente, fra la fine del 2000 e l'inizio del 2001 il livello elevato e la volatilità degli spreads nel mercato della carta commerciale, di norma stabile, hanno costretto alcuni prenditori ad attingere a linee creditizie di riserva concordate con le banche. Sebbene negli anni recenti si sia frequentemente assistito nel quarto trimestre a un ampliamento del differenziale fra i titoli in dollari più quotati e quelli con rating più basso, l'incremento registrato a fine 2000 sul mercato della carta commerciale è stato eccezionalmente forte ed è proseguito ben oltre il termine dell'anno (grafico VI.9). Tale andamento è stato il risultato di diversi fattori, fra cui il declassamento del merito di credito di grandi emittenti, come Xerox e Lucent Technologies, la previsione che le aziende elettriche in California si sarebbero rese insolventi in gennaio, lo spostamento dei mutuatari verso strumenti debitori a breve a fine anno e la riluttanza delle banche ad apprestare linee di riserva senza un premio di rischio aggiuntivo. A fronte di tale situazione, numerosi emittenti sono passati a rifinanziare il proprio debito a breve sul mercato a lungo termine allorché le condizioni su quest'ultimo sono migliorate nel primo trimestre 2001.

Durante la terza fase le emissioni dei mutuatari con basso rating si sono riprese. Agli inizi del 2001 le curve dei rendimenti dei mercati degli swaps nelle tre maggiori valute si sono spostate verso il basso a causa del peggioramento delle prospettive di crescita e dell'attesa riduzione dei tassi guida. A ciò si è accompagnata una contrazione degli spreads creditizi, in seguito a un atteggiamento più benevolo degli investitori nei confronti dei declassamenti

I prenditori si rivolgono al mercato monetario ...

... ma vi sono turbolenze nel settore della carta commerciale

Nella terza fase, l'assottigliamento dei rendimenti e degli spreads ...



... stimola le emissioni dei prenditori a basso rating

della fase precedente. Il drastico calo dei costi di finanziamento, conseguito sia allo spostamento della curva dei rendimenti che al restringimento degli spreads, ha incoraggiato i mutuatari a fare ritorno ai mercati dei capitali. Le società di telecomunicazione in particolare hanno prontamente approfittato delle più favorevoli condizioni. Nel primo trimestre 2001 tali società hanno lanciato sul mercato obbligazionario internazionale nuove emissioni per \$49 miliardi, fra cui il prestito di \$16 miliardi collocato da France Telecom, la più grande emissione singola mai effettuata da un'impresa privata.

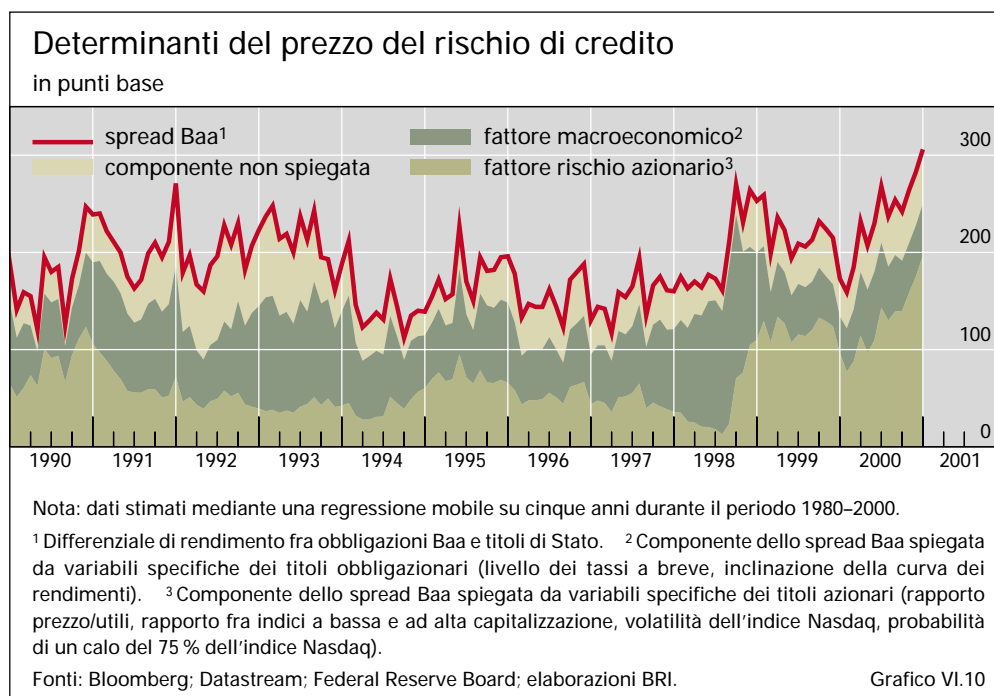
La ripresa dell'attività di emissione va attribuita in parte all'anticipazione dei programmi di finanziamento di mutuatari che ritenevano non duraturo il miglioramento delle condizioni del credito e, in parte, al concretizzarsi della domanda di fondi rimasta latente dall'ultimo trimestre 2000. Se il rallentamento della crescita mondiale si dimostrasse più grave di quanto attualmente previsto, gli spreads creditizi potrebbero riprendere la loro tendenza ad ampliarsi. Per contro, nell'ipotesi di un pronto ristabilimento dell'espansione economica, è possibile che le curve dei rendimenti siano nuovamente sospinte verso l'alto. Di fronte a tale incertezza, i mutuatari paiono aver scelto di assicurarsi il finanziamento sui mercati dei capitali fintanto che i costi di indebitamento rimanevano modesti rispetto ai parametri storici (grafico VI.5).

Agli inizi del 2001 le emissioni rifinanziano i crediti bancari

Anche la prevista contrazione del credito bancario ha sostenuto le emissioni obbligazionarie nella prima parte di quest'anno. In seguito al deteriorarsi delle condizioni di credito nella seconda metà del 2000, le banche si erano trovate con esposizioni indesiderate verso mutuatari a più basso rating. Nel corso dell'anno le banche commerciali avevano fornito alle società di telecomunicazione ingenti volumi di crediti a breve, nell'aspettativa che queste li avrebbero rifinanziati sul mercato dei capitali. L'attività sul mercato internazionale dei prestiti consorziali dà una misura del credito bancario alle società telecom; i prestiti allestiti per tali società sono saliti a \$252 miliardi nel 2000 a fronte di \$70 miliardi l'anno precedente. Di fatto, con l'ampliarsi degli spreads nel secondo semestre dello scorso anno, le società del comparto hanno avuto maggiori difficoltà a rifinanziare questi prestiti sui mercati obbligazionari, ponendo così le banche nella situazione di dover ricercare altri modi per ridurre la propria esposizione nei loro confronti.

#### *Cicli creditizi nel 1990 e nel 2000*

Nonostante gli ampi differenziali e l'andamento discontinuo delle emissioni, il ridimensionamento delle prospettive di reddito delle imprese è stato in generale meno traumatico per i mercati obbligazionari che per quelli azionari. In alcuni settori, in particolare le telecomunicazioni, il dilatarsi degli spreads nel 2000 ha rispecchiato il crollo del boom dei mercati azionari. Va però detto che rispetto a questi ultimi i mercati degli strumenti debitori si erano ripresi molto più lentamente dalla crisi finanziaria del 1998, quando per l'ultima volta gli spreads avevano toccato livelli paragonabili ai massimi di fine 2000. È quindi logico che anche la loro flessione sia stata più contenuta. Nondimeno, la solidità finanziaria complessiva del settore delle imprese ha effettivamente avuto un ruolo primario nel determinare gli andamenti dei mercati sia azionari che obbligazionari. Da questo punto di vista, il 2000 presenta molti punti in



comune con il 1990. In entrambi gli anni, i timori suscitati dall'eccessiva leva finanziaria, dall'elevato prezzo del petrolio e dal rallentamento economico negli Stati Uniti si sono tradotti in un analogo indebolimento dei mercati azionari e in un ampliamento degli spreads. I due episodi hanno messo in luce le conseguenze dei cicli finanziari sul prezzo di mercato del rischio di credito (Capitolo VII).

Vi sono elementi a riprova del fatto che il mercato obbligazionario ha iniziato a manifestare timori in merito alla valutazione delle attività societarie nell'ultima parte del 1998, vale a dire un anno e mezzo prima che le correzioni al ribasso di tale valutazione innescassero il drastico calo del livello generale delle quotazioni azionarie. Ciò risulta evidente nel grafico VI.10. Quest'ultimo suddivide il differenziale di rendimento fra obbligazioni con rating Baa e titoli paragonabili del Tesoro USA nella componente dovuta a fattori macroeconomici di fondo e in quella spiegata da fattori che condizionano tradizionalmente l'andamento dei prezzi azionari. Questo secondo insieme di fattori, comprendente l'indice prezzo/utigli, le valutazioni dei titoli a bassa e ad alta capitalizzazione e la volatilità di mercato, ha inciso sul differenziale di rendimento in misura relativamente più importante nel 1990 e nel periodo 1998–2000 che negli anni intermedi.

Oltre agli aspetti comuni, gli andamenti dei mercati delle obbligazioni societarie nel 1990 e nel 2000 presentano anche varie importanti differenze. In primo luogo, l'ampliamento dei differenziali nel 2000 ha chiaramente avuto una dimensione mondiale, poiché è stato osservato anche in Europa e in altre regioni. Nel 1990 i mercati delle obbligazioni societarie al di fuori degli Stati Uniti erano molto meno sviluppati e l'aumento dei premi per il rischio di credito era stato un fenomeno prevalentemente statunitense. In secondo luogo, dato che nell'episodio più recente le banche hanno evidenziato in generale bilanci più solidi, il credito bancario non dovrebbe contrarsi tanto nettamente quanto

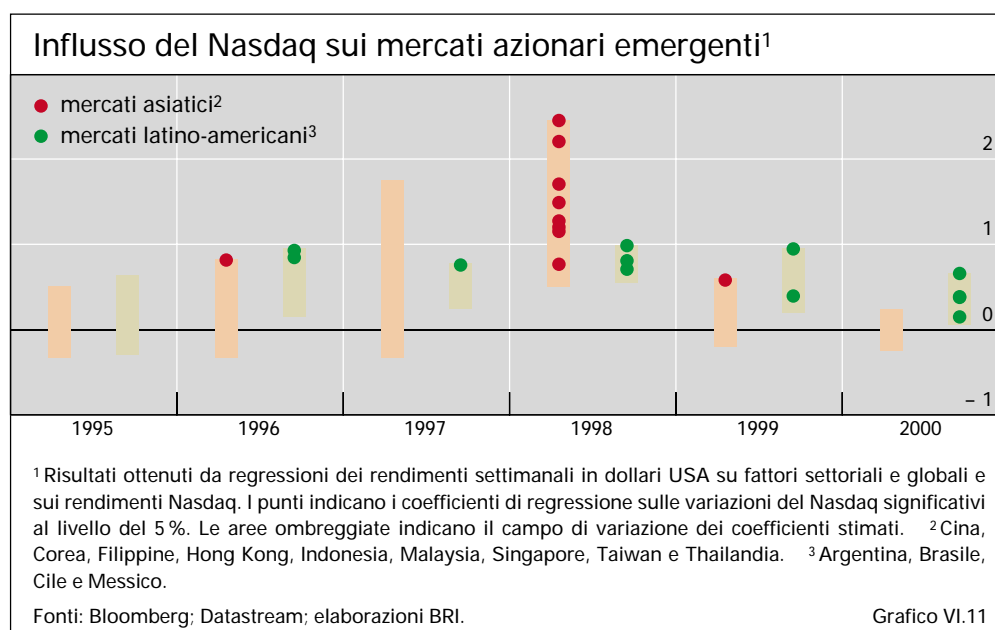
La componente rischio azionario svolge un ruolo importante sia nel 1990 che nel 2000 ...

... sebbene con importanti differenze

nei primi anni novanta. In terzo luogo, nonostante un certo rallentamento dell'attività di emissione nel 2000, soprattutto dei mutuatari con rating medio-basso, non si è verificato nulla di paragonabile al drastico calo dei collocamenti ad alto rendimento del 1990. Infine, nel 1990 lo stock in essere di obbligazioni ad alto rendimento era costituito in prevalenza da titoli di società relativamente affermate che erano state oggetto di acquisizioni finanziate con capitale di prestito. All'epoca gli investitori avevano fiducia nella propria capacità di valutare correttamente le attività sottostanti. Per contro, la recente ondata di emissioni ad alto rendimento è servita a finanziare il capitale circolante dei settori tecnologici in rapida espansione, con una dotazione relativamente scarsa di attività materiali. Di conseguenza, nel 2000 vi è stato un assai più stretto collegamento fra le turbolenze del mercato azionario e quelle del mercato obbligazionario, poiché in entrambi i casi esse rispecchiavano una maggiore incertezza circa la valutazione delle attività.

### Finanziamento esterno delle economie emergenti

Il calo dei prezzi sui mercati finanziari dei paesi industriali nel corso del 2000 si è propagato anche a quelli delle economie emergenti. Ciò ha contribuito a un ampliamento dei differenziali di credito e a indici azionari cedenti, in particolare in Asia e America latina. Gli effetti di propagazione sono risultati tuttavia più contenuti rispetto ad altri recenti episodi di deterioramento delle condizioni finanziarie. Inoltre, gli investitori paiono aver operato una più accurata distinzione fra i singoli paesi in base alla specifica situazione economica; gli spreads si sono perciò ampliati per le economie considerate a più alto rischio di credito, mentre per le altre essi non hanno subito variazioni di rilievo. Ciò nondimeno, la debole domanda di finanziamento esterno e i cambiamenti strutturali nel comportamento degli investitori hanno depresso ulteriormente i flussi bancari e mobiliari verso i mercati emergenti.

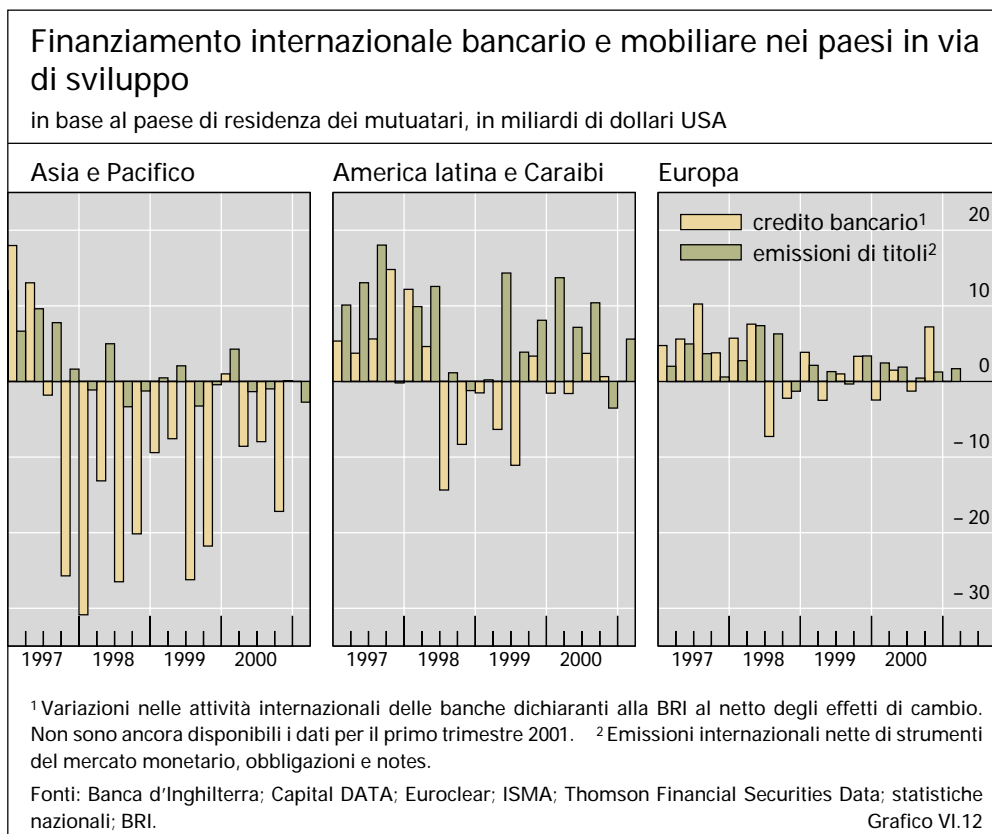


Nel corso del 2000 e nella prima parte del 2001 la maggioranza delle borse delle economie emergenti ha seguito al ribasso quelle dei paesi industriali. I cali più netti sono stati registrati sui mercati asiatici, soprattutto a causa dell'incidenza relativamente forte dei titoli tecnologici (Capitolo III). Per giunta, la flessione del Nasdaq pare aver inciso di per sé sui mercati azionari delle economie emergenti, anche tenendo conto della loro composizione settoriale. Ciò è valso in particolare per l'America latina, come risulta da un esame dei coefficienti stimati di una regressione dei rendimenti azionari nei mercati emergenti su fattori settoriali specifici e sui rendimenti del Nasdaq (grafico VI.11). Il diagramma evidenzia come, una volta eliminati gli effetti settoriali, il Nasdaq di per sé ha solo una debole capacità esplicativa per la maggior parte dei mercati asiatici esaminati e in quasi tutti gli anni considerati, ad eccezione del 1998. Viceversa, nel caso dei mercati latino-americani il Nasdaq ha un effetto autonomo statisticamente significativo, ancorché generalmente modesto, sui rendimenti locali per almeno uno dei quattro mercati e in ogni anno dal 1996.

Correlazioni settoriali influiscono sui mercati azionari emergenti

Mentre gli andamenti nei diversi mercati azionari sono stati simili, gli spreads sul debito sovrano dei mercati emergenti si sono differenziati da quelli sulle emissioni di mutuatari dei paesi industriali con qualità creditizia paragonabile. In alcune occasioni i primi hanno seguito al rialzo i differenziali del comparto ad alto rendimento, specie nel secondo trimestre e verso la fine del 2000, ma nel complesso sono stati più contenuti (grafico III.2). Gli investitori hanno rapidamente modificato la valutazione di prezzo del debito dei paesi confrontati con problemi specifici, come Argentina, Filippine e

Spreads sul debito sovrano più ristretti di quelli nel comparto ad alto rendimento ...



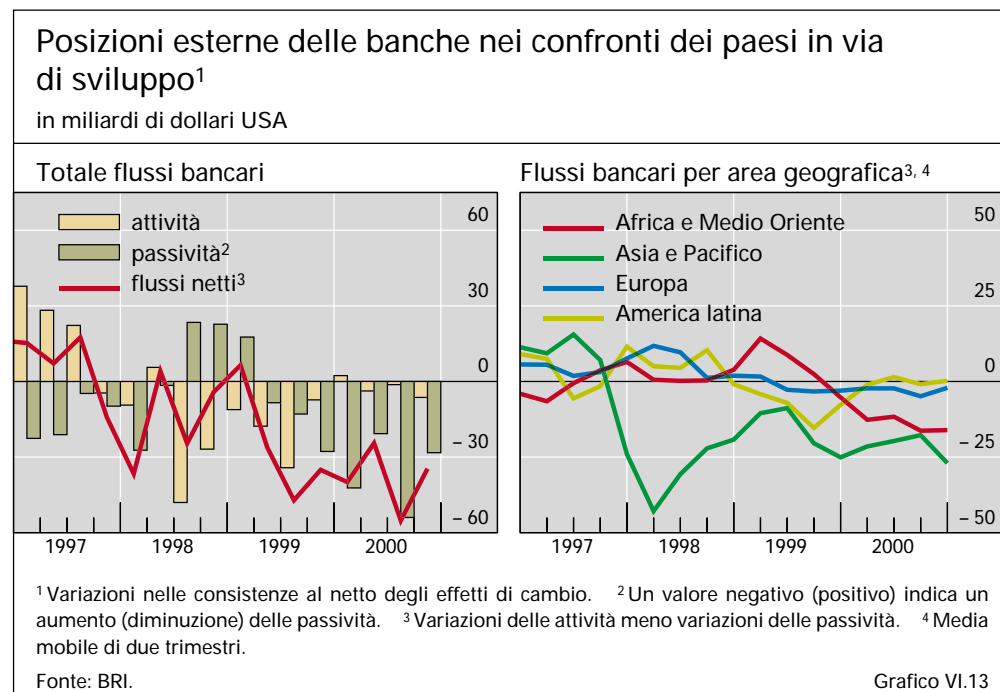
... ma i flussi bancari e immobiliari restano modesti

Turchia, mentre gli spreads per numerosi grandi mutuatari delle economie emergenti, fra cui Brasile, Corea, Messico e Thailandia, si sono mantenuti più o meno costanti nel corso dell'anno.

Nonostante le condizioni di finanziamento relativamente favorevoli, i flussi bancari e mobiliari internazionali verso i paesi in via di sviluppo sono rimasti deboli (grafico VI.12). Le emissioni nette di titoli di debito internazionali di questi paesi sono ammontate a \$42 miliardi, una cifra analoga a quelle del 1998 e 1999. I tre quarti del totale sono attribuibili a quattro paesi: Argentina, Brasile, Messico e Turchia. I prenditori asiatici ed europei hanno attinto al mercato per rifinanziare obbligazioni internazionali in scadenza, ma la raccolta netta in termini di nuovi finanziamenti è stata modesta.

La moderata attività di emissione si è accompagnata a una perdurante debolezza del credito bancario. Le attività sull'estero delle banche dichiaranti alla BRI verso i paesi in via di sviluppo sono calate di ulteriori \$10 miliardi nel 2000, pur se in misura decisamente inferiore alla diminuzione di \$70 miliardi registrata nel 1999. Le banche hanno di fatto accresciuto la propria esposizione nei confronti di alcuni paesi dell'Europa e dell'America latina, ma questo aumento è stato ampiamente compensato dagli ulteriori rimborsi effettuati dai paesi in via di sviluppo dell'Asia e dell'Africa.

Numerosi fattori hanno contribuito all'andamento difforme degli spreads dei mercati emergenti rispetto a quelli sui titoli ad alto rendimento, nonché al livello persistentemente basso dei flussi di finanziamento ai paesi in via di sviluppo. Un primo fattore, che ha influito sia sulle attività sia sulle passività verso le economie emergenti, è stato il miglioramento della loro posizione sull'estero (Capitolo III). Nel 2000 il gruppo nel suo insieme ha fatto registrare il più ampio avanzo di parte corrente degli ultimi vent'anni. A questo risultato ha concorso in buona parte il rafforzamento della posizione esterna dei paesi esportatori di petrolio.

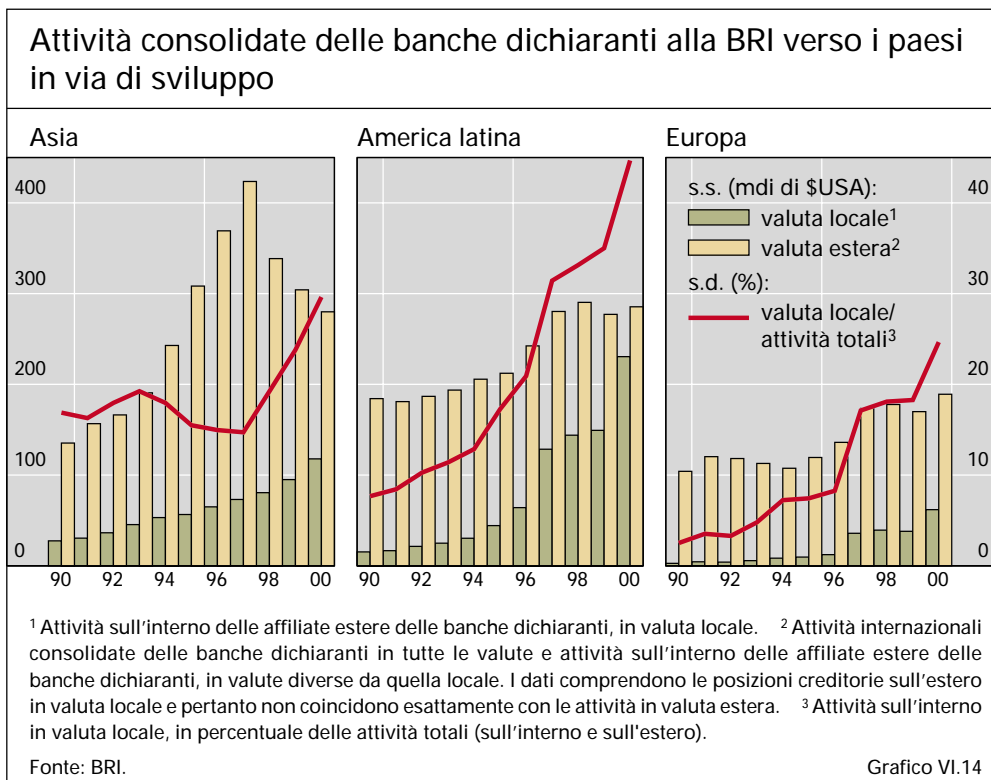




Nel 1999 gli avanzi correnti registrati dai paesi in via di sviluppo dell'Asia erano riaffluiti in larga misura verso il sistema finanziario internazionale sotto forma di rimborsi di prestiti bancari. Nel 2000 essi sono stati generalmente riconvogliati nel sistema attraverso il deposito delle eccedenze valutarie presso le banche internazionali. Di fatto, grazie ai depositi record effettuati dai paesi asiatici e da quelli esportatori di petrolio, nel 2000 i flussi netti dal gruppo dei paesi in via di sviluppo verso le banche dichiaranti alla BRI hanno superato i deflussi netti cumulativi da tali paesi durante le crisi finanziarie del 1997-99 (grafico VI.13). Nel 2000 queste economie nel loro insieme hanno depositato presso le banche internazionali un ammontare senza precedenti di \$145 miliardi, pari a circa il 125% del loro avanzo corrente aggregato. Tuttavia, diversamente da quanto avvenuto negli anni settanta, quando i petrodollari collocati presso le banche internazionali dai paesi esportatori di greggio avevano sostenuto l'espansione dei finanziamenti internazionali ai paesi in via di sviluppo, i fondi affluiti di recente non sono stati reincanalati verso queste economie.

Gli avanzi correnti sono riconvogliati sotto forma di depositi

Un secondo fattore che negli ultimi anni ha pesato sui flussi creditizi verso i mercati emergenti è stato il profilo più basso degli investimenti effettuati in questi mercati dagli investitori mondiali. Reagendo alle perdite subite durante le crisi finanziarie del periodo 1997-99, gli intermediari finanziari e gli hedge funds hanno ridotto la loro operatività in titoli di debito dei paesi emergenti. Ciò ha avuto conseguenze avverse sulla liquidità di questi strumenti. Nello stesso tempo ha però attenuato l'incidenza delle condizioni creditizie globali e della propensione al rischio sulla determinazione degli spreads dei mercati emergenti, concorrendo così ad allentare i legami fra questi e gli spreads dei titoli ad alto rendimento.



Le banche estere entrano nel sistema bancario locale

Un terzo cambiamento strutturale nel finanziamento dei mercati emergenti è stata la crescente presenza di banche estere nei sistemi finanziari locali. Negli ultimi anni i gruppi spagnoli hanno acquisito numerose banche in America latina, specie in Brasile, Cile e Messico. Tali operazioni hanno contribuito all'aumento, di circa quattro volte fra il 1995 e il 2000, delle attività in moneta locale delle banche dichiaranti alla BRI verso i paesi dell'area (grafico VI.14), che sono ormai quasi pari a quelle in valuta estera. Analogamente, le banche tedesche, italiane e di altri paesi europei hanno esteso la loro presenza in Europa centrale, soprattutto in Polonia, determinando una netta espansione dei crediti sull'estero in moneta locale verso questa regione. La penetrazione delle banche estere in Asia è stata più lenta ma, nonostante il disimpegno delle banche giapponesi verso la fine degli anni novanta, vi è una chiara tendenza ascendente. La maggiore presenza delle banche estere all'interno dei sistemi finanziari locali potrebbe aver agito da freno sugli impieghi creditizi transfrontalieri, nella misura in cui le banche acquirenti sono state indotte a riesaminare la propria esposizione complessiva al rischio paese.

## Funzionamento dei mercati

Ordinato funzionamento dei mercati nonostante il calo dei prezzi

Un aspetto rassicurante dei mercati finanziari nel 2000 è stato il loro buon funzionamento di fronte al calo dei prezzi, all'elevata volatilità e ai cambiamenti nella tipologia delle emissioni. Un precedente episodio di "fuga" verso strumenti liquidi e a basso rischio, nel terzo trimestre 1998, aveva innescato un circolo vizioso di deterioramenti della liquidità nei mercati a reddito fisso e azionari, che aveva perturbato gravemente il funzionamento del sistema finanziario globale. Nel corso del 2000 lo sgonfiarsi della "bolla" delle quotazioni azionarie, la rivalutazione del rischio di credito e le incerte prospettive a riguardo dell'offerta sui principali mercati dei titoli di Stato hanno suscitato timori analoghi, ancorché meno gravi, circa la capacità dei mercati di operare in modo ordinato. In questa occasione, tuttavia, sembra che i mercati abbiano reagito a tali pressioni in maniera relativamente composta.

Nonostante il numero eccezionalmente elevato di improvvise e forti variazioni dei prezzi, i mercati azionari hanno continuato a operare, e i prezzi sono parsi riflettere tanto i mutamenti di umore degli investitori quanto le nuove informazioni. Diciannove delle 100 maggiori oscillazioni giornaliere registrate dall'indice S&P 500 dal 1980 si sono prodotte nel 2000 o nel primo trimestre 2001, innescando talvolta meccanismi di interruzione automatica che hanno temporaneamente arrestato le contrattazioni di borsa. Nondimeno, la liquidità ha dato prova di resilienza sulla quasi totalità dei mercati, ed è stato generalmente possibile eseguire le transazioni.

La liquidità dà prova di resilienza sui mercati azionari

Una ragione delle brusche oscillazioni dei prezzi è stato il susseguirsi incessante nel periodo in esame di annunci – positivi, negativi o neutri – sull'andamento degli utili (grafico VI.2, riquadro di destra). La diffusione di queste informazioni è dovuta all'entrata in vigore della nuova normativa della US Securities and Exchange Commission, che impone alle società quotate in borsa di rendere disponibili al pubblico le informazioni rilevanti contestualmente alla loro comunicazione ad analisti e grandi investitori. Le nuove norme

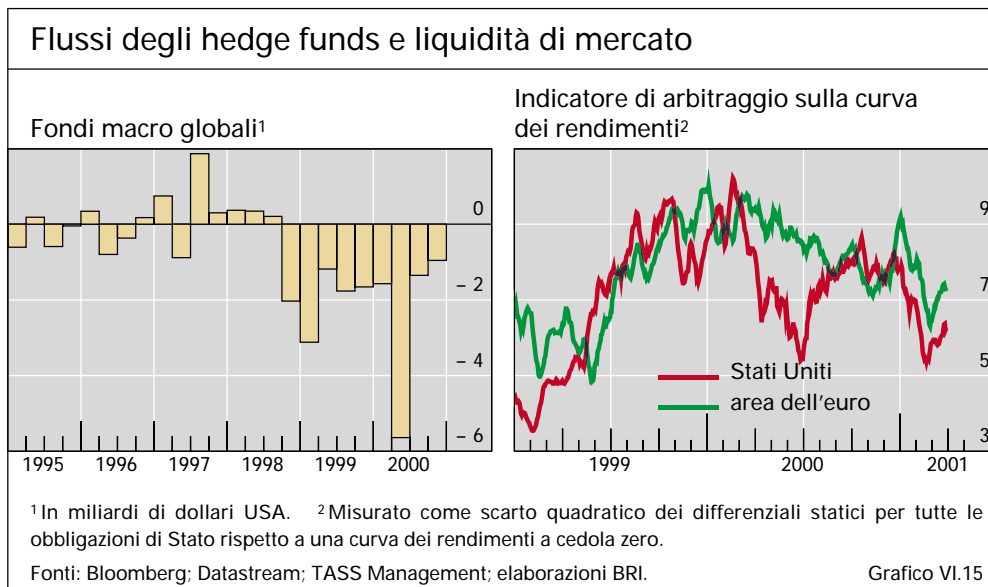
potrebbero aver contribuito non solo ad accelerare la risposta dei mercati alle informazioni concernenti le imprese, ma anche a ridurre l'impatto dei flussi degli ordinativi di borsa sui prezzi. In precedenza, queste informazioni pervenivano al mercato, non senza qualche interferenza, essenzialmente per il tramite degli scambi fra gli investitori meglio informati.

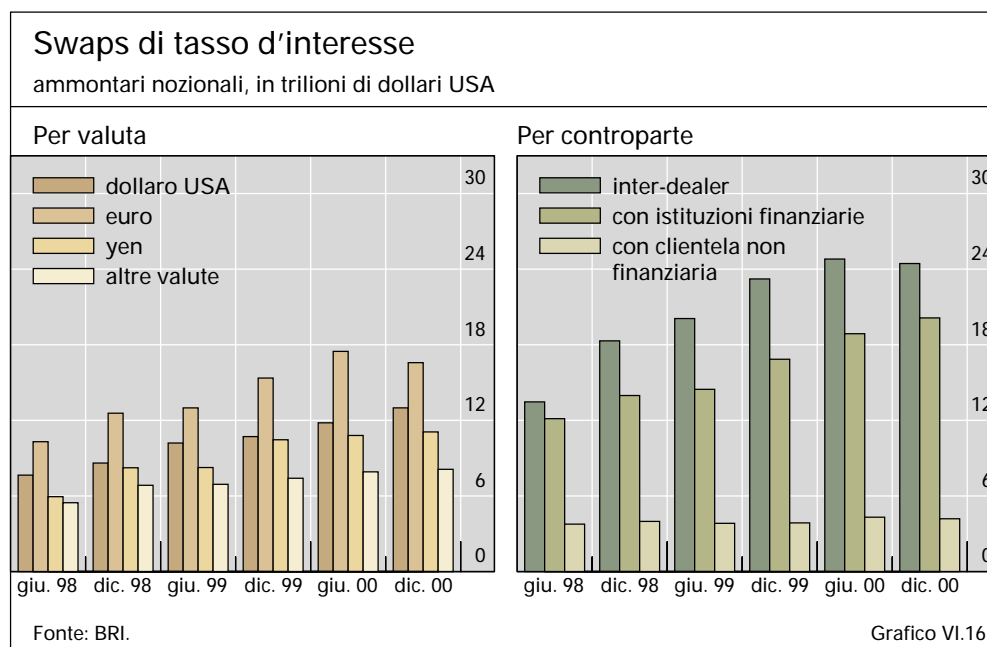
Anche il mercato della carta commerciale ha funzionato in modo ordinato. Il brusco ampliamento degli spreads al volgere dell'anno è stato la conseguenza di un numero insolitamente elevato di declassamenti di grandi emittenti societari, che hanno costretto i principali acquirenti di carta commerciale – i fondi d'investimento del mercato monetario – a vendere i titoli declassati in modo da rientrare nei limiti prudenziali sulle posizioni in strumenti a basso rating. Peraltro, come già notato, le imprese sono riuscite – indipendentemente dal loro merito di credito – a emettere un ingente ammontare di titoli a breve nel quarto trimestre, a riprova del fatto che il mercato nel suo insieme rimaneva vitale. I prenditori che non sono riusciti ad accedervi hanno comunque potuto attingere alle linee creditizie di riserva concordate con le banche proprio in vista di tale eventualità.

Un'ulteriore indicazione del buon funzionamento dei mercati in questo periodo è stata l'assenza di importanti fallimenti di istituzioni attive sui mercati mobiliari, sia nell'intermediazione che nell'assunzione di posizioni in proprio. Nel 1990 l'emissione e la negoziazione di titoli ad alto rendimento erano praticamente cessate a causa del dissesto della Drexel Burnham Lambert, all'epoca il più importante operatore nell'attività di underwriting e di market-making in questo segmento di mercato. Nel terzo trimestre 1998 il rischio di controparte associato a un singolo hedge fund in situazione critica, il Long-Term Capital Management, aveva in breve tempo determinato un drenaggio di liquidità dai mercati a reddito fisso. Questo episodio aveva a sua volta spinto molte grandi istituzioni finanziarie a ridimensionare o a sospendere l'attività di negoziazione in proprio e a sorvegliare più attentamente le proprie esposizioni creditorie. In entrambi i casi, l'improvvisa uscita di scena di un operatore considerato

Taluni mutuatari perdono l'accesso al mercato della carta commerciale ...

... ma possono attingere alle linee di sostegno ...





uno dei principali fornitori di liquidità in determinati settori aveva causato straordinarie ripercussioni sui mercati più in generale. Per contro, nulla di simile si è verificato durante il più recente episodio. Ciò induce a ritenere che le iniziative intraprese dopo la crisi del 1998 per rafforzare la gestione del rischio siano state fruttuose.

Agli inizi del 2000 il processo di adattamento alla diminuita offerta di titoli di Stato sul mercato primario aveva indotto taluni osservatori a esprimere preoccupazioni circa il modo in cui i principali mercati del debito, specie nel segmento del dollaro USA, avrebbero operato in tempi normali e a maggior ragione nei periodi di stress. Gli operatori si erano abituati a fare ricorso a questi titoli come riferimento per il prezzo di altri strumenti debitori, come mezzo per coprirsi e posizionarsi rispetto alla durata finanziaria e alla volatilità, nonché come base per i mercati dei futures e come valore di garanzia a fronte di finanziamenti. L'ordinato funzionamento dei mercati finanziari nel 2000 indica tuttavia che gli operatori hanno individuato strumenti privati in grado di rimpiazzare i titoli di Stato in molte di queste funzioni. Nel comparto del dollaro USA si è assistito a un più diffuso impiego dei titoli delle agenzie federali e degli swaps come parametri di prezzo e strumenti di copertura. Sui mercati denominati in euro il passaggio ai benchmarks privati è stato meno brusco, visto che gli investitori erano già abituati a utilizzare la curva dei tassi swap in euro a fini di prezzo e di copertura. Inoltre, in questo segmento era prevista una minore flessione nelle emissioni di titoli di Stato.

La diminuzione del premio di liquidità durante il 2000 rispecchia questo processo di aggiustamento. La crisi dell'autunno 1998 aveva acuito i timori degli investitori circa il rischio di liquidità, concorrendo a sua volta ad ampi scostamenti di taluni rendimenti pubblici rispetto a una curva di riferimento (grafico VI.15). In termini di entità di tali scostamenti, i timori circa la liquidità hanno raggiunto la punta massima nel primo trimestre 2000. Man mano che gli investitori si sono familiarizzati con la detenzione di titoli di emanazione

Gli investitori individuano strumenti privati ...

... per rimpiazzare i titoli di Stato

privata nei loro portafogli, nonché con la valutazione di prezzo e la copertura di tali emissioni mediante strumenti diversi dai titoli di Stato, questo indicatore è andato calando sui segmenti sia dell'euro sia del dollaro USA. Un passo significativo nella stabilizzazione del premio di liquidità sul mercato dei titoli del Tesoro USA è stato, in settembre, il venir meno dell'anomala inversione nella curva dei rendimenti decennali e trentennali.

Gli swaps di tasso d'interesse sembrano essere il candidato favorito per rimpiazzare i titoli di Stato come principale strumento di riferimento. L'ammontare nozionale in essere di tali contratti è aumentato dell'11% nel 2000, portandosi a \$49 trilioni (grafico VI.16). Il mercato degli swaps nelle valute confluite nell'euro era più ampio in termini nozionali di quello in dollari già prima dell'introduzione della moneta unica. Dal 1999 esso ha rafforzato la propria supremazia, di pari passo con l'utilizzo degli swaps per le stesse funzioni di copertura, di determinazione del prezzo o di altro tipo che erano normalmente assolte dai titoli del Tesoro USA sul mercato del dollaro. Quest'ultimo sta seguendo l'esempio del mercato dell'euro, facendo crescente ricorso agli swaps per le suddette finalità. Peraltro, i titoli del Tesoro USA non sono ancora stati chiaramente spodestati nel ruolo di principale benchmark sul mercato in dollari.

Gli swaps  
assurgono al  
rango di  
benchmark ...

L'idoneità degli swaps ad assumere molte delle funzioni precedentemente svolte dai titoli di Stato è stata propiziata dal graduale attenuarsi di taluni timori a riguardo del rischio di credito. Intermediari e clienti hanno elaborato una serie di standard in materia di garanzie e di documentazione contrattuale che paiono aver trovato ampia accettazione sui mercati degli swaps denominati nelle principali valute mondiali. Riducendo il rischio di credito associato alle posizioni swap in essere, tali misure possono aver contribuito a dissociare l'andamento dei differenziali di swap rispetto a quello degli spreads sulle emissioni societarie nel corso del 2000 e nei primi mesi del 2001.

... anche se  
il mercato presenta  
una forte  
concentrazione

Ciò nonostante, i mercati degli swaps hanno dovuto adeguarsi a un costante calo del capitale proprio allocato all'attività di negoziazione, in conseguenza delle fusioni e della ridotta propensione al rischio fra i grandi operatori in titoli. Ciò traspare dai dati per il secondo semestre 2000, che mostrano come il volume dei contratti swaps negoziati fra intermediari sia diminuito, pur in presenza di un aumento dell'attività totale. Con il progressivo ridursi del numero degli operatori primari in swaps, potrebbe divenire sempre più difficile trovare una contropartita agli ordini della clientela sul mercato inter-dealer. Questo fatto rischia a sua volta di ripercuotersi negativamente sulla liquidità che tali operatori possono offrire alla clientela.

## VII. I cicli e il sistema finanziario

### Aspetti salienti

Negli ultimi decenni la liberalizzazione dei sistemi finanziari ha migliorato l'offerta di servizi finanziari e l'allocazione delle risorse. Tuttavia, la stessa liberalizzazione ha presumibilmente anche ampliato le possibilità che si determinino cicli finanziari pronunciati. Questi, a loro volta, possono contribuire ad accentuare i cicli macroeconomici e sfociare, come fin troppo spesso è accaduto in passato, in costose crisi del sistema bancario. Il fenomeno ha riguardato sia le economie industrializzate sia quelle emergenti, ma è in queste ultime che i danni causati dall'instabilità finanziaria sono stati particolarmente gravi.

Alla radice di questi cicli finanziari vi è di regola un'ondata di ottimismo generata da sviluppi favorevoli nell'economia reale. L'ottimismo contribuisce a una sottovalutazione del rischio, una iperdilatazione del credito, aumenti abnormi dei prezzi delle attività, sovrainvestimenti in capitale fisico e, in alcuni casi, una spesa eccessiva in consumi. A un dato momento, allorché emergono aspettative più realistiche, si impone la necessità di eliminare gli squilibri accumulati nella fase di boom, e ciò provoca talvolta notevoli turbative sia nel sistema finanziario che nell'economia reale.

Per gli organi di vigilanza e le banche centrali l'affrontare i problemi creati dai cicli finanziari pone una sfida estremamente ardua, ma al tempo stesso di crescente rilevanza. In linea di principio, oltre ad aumentare la capacità di resistenza dell'economia a tali cicli, le autorità possono reagire direttamente alla formazione di squilibri finanziari. In pratica, tuttavia, questa modalità di risposta non è affatto semplice e solleva varie questioni sul piano concettuale e attuativo. In prospettiva, la risoluzione di tali questioni è importante se si vorranno assicurare la durevole stabilità e i benefici dei sistemi finanziari liberalizzati.

### Cicli finanziari

Da tempo i fattori di natura finanziaria concorrono a determinare la fisionomia dei cicli economici. Tuttavia, con la liberalizzazione dei sistemi finanziari interni e dei flussi internazionali di capitali, questo ruolo si è ampliato. Gli sviluppi sui mercati del credito e delle attività hanno oggi un impatto più profondo, rispetto a qualche decennio fa, sulla dinamica del ciclo congiunturale tipico e costituiscono una delle cause della maggior frequenza di crisi bancarie.

Questo fenomeno ha interessato sia il mondo industrializzato che le economie emergenti. Parecchi paesi industriali hanno sperimentato eccessi finanziari nell'ultima parte degli anni '80. Tali eccessi avevano agito da stimolo

Gli sviluppi finanziari hanno un impatto maggiore sui cicli economici ...

all'espansione economica, ponendo tuttavia anche le premesse per le recessioni e le turbative finanziarie dei primi anni '90. A partire dalla metà degli anni '90 l'attività economica ha ancora una volta tratto impulso dall'esuberanza dei mercati delle attività e dalla vigorosa espansione del credito. Più di recente, in alcuni paesi il ciclo finanziario pare avere nuovamente subito una svolta di tendenza (Capitolo VI), e tali sviluppi hanno contribuito a rallentare la crescita produttiva.

Molte economie emergenti hanno vissuto cicli finanziari particolarmente intensi, resi in genere più pronunciati da ampie oscillazioni nel flusso dei capitali internazionali. Il prezzo pagato è stato alto, con costi diretti per la risoluzione delle crisi bancarie spesso superiori al 10% del PIL, e costi indiretti ancora maggiori in termini di prodotto perso. La turbolenza che ha colpito vari paesi asiatici verso la fine degli anni '90 non ne è che un esempio.

All'epoca in cui i sistemi finanziari erano pesantemente regolamentati e l'azione delle banche centrali si focalizzava sul controllo degli aggregati monetari o creditizi, la possibilità che si generassero cicli finanziari perniciosi era limitata. Di regola, in questi regimi una rapida espansione della moneta veniva contrastata mediante un inasprimento dei controlli diretti sugli impieghi bancari o un aumento dei tassi d'interesse. Ciò frenava il ricorso alla leva finanziaria, limitando l'esposizione delle istituzioni finanziarie regolamentate verso gli squilibri nei mercati delle attività. Benché conducesse a distorsioni potenzialmente gravi nell'allocazione delle risorse, tale contesto regolamentato era meno soggetto alle ampie fluttuazioni cicliche che si osservano nel sistema odierno più liberalizzato.

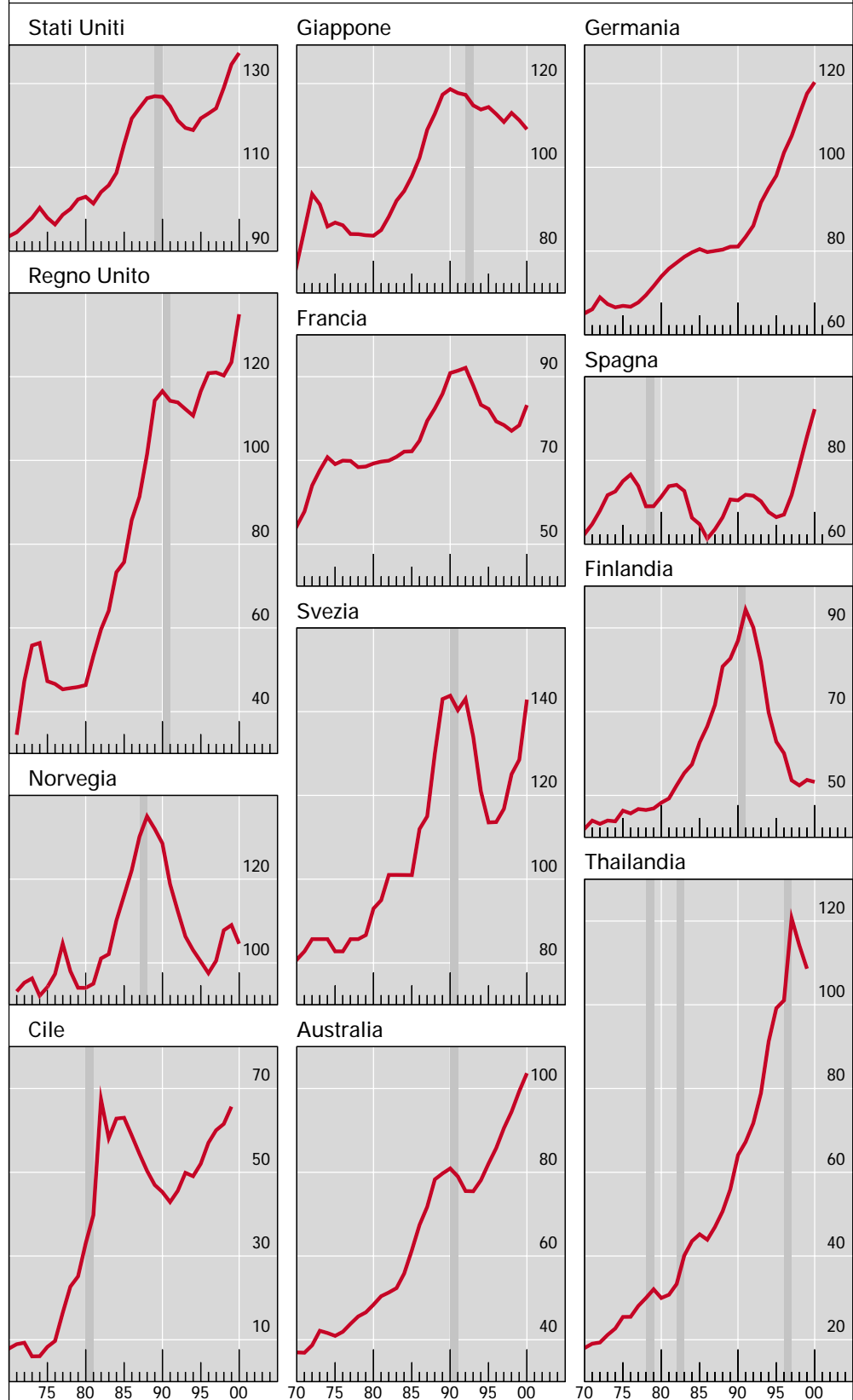
... in seguito alla liberalizzazione ...

Alla liberalizzazione si è accompagnato un notevole aumento delle attività finanziarie nei bilanci del settore privato, con un sensibile incremento dei livelli di debito in relazione al PIL e delle posizioni in strumenti collegati al mercato. Inoltre, l'espansione del credito è divenuta più sensibile sia alle condizioni economiche di fondo che alla percezione del rischio, mentre si sono rafforzati i legami tra mercati del credito e delle attività. E anche la spesa privata è sempre più reattiva all'evoluzione di questi ultimi. Insomma, il quadro odierno è connotato da una ben più stretta interconnessione fra l'andamento della macroeconomia e quello del sistema finanziario.

La salvaguardia della stabilità del sistema finanziario è quindi un obiettivo importante per molte autorità. Negli ultimi decenni, numerosi episodi di instabilità hanno tratto origine da carenze di politica macroeconomica, fra cui un'elevata inflazione, e da un'inadeguata gestione del rischio da parte delle istituzioni finanziarie. Tuttavia, l'esperienza mostra come si possano sviluppare squilibri finanziari anche in un contesto di bassa inflazione. Anzi, nonostante i miglioramenti realizzati recentemente nella gestione dei rischi, è ben possibile che una perdurante bassa inflazione, specie se accompagnata da una solida credibilità della banca centrale e da una crescita economica vigorosa, generi proprio quell'ottimismo che alimenta i boom creditizi e insostenibili aumenti dei prezzi delle attività. In un contesto siffatto, la fase ascendente del ciclo economico può essere caratterizzata da una sovradilatazione dei mercati del credito e da un'eccessiva accumulazione di capitale, e quella discendente dalla successiva drastica correzione di questi squilibri. Il dare una risposta a cicli

... ponendo nuove sfide alle autorità

## Cicli del credito e stress finanziario<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Credito privato in percentuale del PIL. La comparabilità fra i paesi è limitata dalle differenze esistenti nella definizione del credito privato. Le aree ombreggiate segnano l'inizio di stress nel sistema finanziario.

Fonti: G. Kaminsky e C. Reinhart, "The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems", *American Economic Review*, giugno 1999; statistiche nazionali; stime BRI. Grafico VII.1



di questo tipo pone considerevoli problemi alle autorità sia monetarie che di vigilanza.

### Credito e prezzi delle attività

I cicli del credito e dei prezzi delle attività procedono solitamente in coppia e spesso si rinforzano vicendevolmente. L'ascesa dei prezzi delle attività può stimolare la crescita economica e, nella misura in cui aumenta il valore dei beni impiegati come garanzia, può ridurre il costo dell'indebitamento e ampliare le disponibilità finanziarie delle imprese e delle famiglie. Il più rapido sviluppo economico e il maggior ricorso al credito possono a loro volta far lievitare ulteriormente i prezzi delle attività. L'interazione fra credito e mercati delle attività può essere ancor più forte quando i prezzi sono calanti e la situazione economica sta deteriorandosi. In particolare, la discesa dei prezzi riduce il valore delle garanzie detenute dalle istituzioni finanziarie, e può pertanto causare ingenti perdite a queste ultime come pure una notevole contrazione dell'offerta di credito.

Cicli di boom e crisi nei mercati delle attività ...

Nel corso degli ultimi decenni i movimenti dei prezzi degli immobili, specie di quelli non residenziali, hanno avuto un ruolo centrale nell'amplificare

Cicli del credito e dei prezzi delle attività <sup>1</sup>									
	Rapporto credito/PIL <sup>2</sup>			Prezzi degli immobili residenziali <sup>3</sup>			Prezzi degli immobili commerciali <sup>3, 4</sup>		
	minimo- massimo	massimo- minimo	4° trim. 1995 – 4° trim. 2000	minimo- massimo	massimo- minimo	4° trim. 1995 – 4° trim. 2000	minimo- massimo	massimo- minimo	4° trim. 1995 – 4° trim. 2000
	inizio anni '80 – fine anni '90			inizio anni '80 – fine anni '90			inizio anni '80 – fine anni '90		
Stati Uniti	25	- 7	16	.	.	30	39	-50	35
Giappone <sup>5</sup>	36	-11 <sup>6</sup>	- 5	115	-22 <sup>6</sup>	-12	132	-51 <sup>6</sup>	-35
Germania	.	.	23	59	-17 <sup>6</sup>	-16	233	-43	51
Francia	22	-14	2	87	- 8	24	407	-52	88
Italia	18	- 8	11	102	-11	9	194	-54	70
Regno Unito	72	- 8	19	215	-12	68	125	-27	22
Canada	28	- 1	11	102	- 3	10	54	-53	33
Spagna	11	- 5	26	230	- 6	43	601	-70	210
Australia	28	- 5	22	86	.	34	578	-49	25
Paesi Bassi	.	.	46	.	.	88	113	-20	69
Belgio	22	- 4	2	.	.	22	136	-26	32
Svezia	53	-30	27	121	-16	49	1 027	-83	123
Svizzera	45	.	- 3	101	-25	- 6	131	-31	1
Danimarca	12	-14	12	87	-19	46	277	-35	43
Norvegia	40	-37	4	175	-26	68	245	-44	12
Finlandia	48	-42	-10	286	-58	57	912	-49	24
Irlanda	.	.	40	.	.	124	48	-17	153

<sup>1</sup> Cicli definiti dal massimo e dal minimo rispettivamente del rapporto credito/PIL e dei prezzi degli immobili. <sup>2</sup> Variazione nel periodo corrispondente, in punti percentuali. <sup>3</sup> Variazione nel periodo corrispondente, in percentuale. <sup>4</sup> I dati si riferiscono generalmente alle principali città. <sup>5</sup> Prezzi dei soli terreni. <sup>6</sup> Nessun minimo individuabile; variazioni calcolate rispetto a fine 2000.

Fonti: Frank Russell Canada Limited; Investment Property Databank Ltd; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF); Nomisma; OPAK; Ring Deutscher Makler; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; altre associazioni private del settore immobiliare; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella VII.1

... soprattutto in quelli degli immobili ...

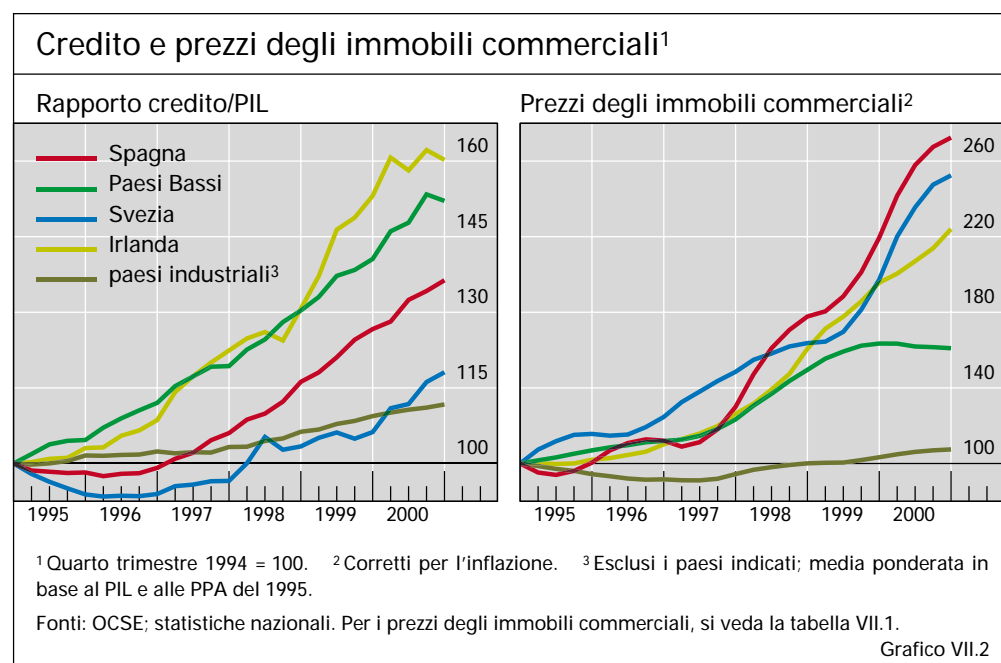
... hanno storicamente generato instabilità finanziaria

In molti paesi industriali i prezzi degli immobili non residenziali restano inferiori ai precedenti massimi

i cicli finanziari. In parte ciò è dovuto all'importanza dei beni immobiliari come garanzia reale dei prestiti bancari. Per giunta, il mercato dei fabbricati commerciali sembra essere particolarmente esposto a forti oscillazioni sia dei prezzi che dell'attività nel settore delle nuove costruzioni. Cicli pronunciati di boom e susseguente crisi in questo mercato hanno fatto da sfondo a molte delle traversie vissute dalle banche in Australia, Finlandia, Giappone, Norvegia, Regno Unito, Stati Uniti e Svezia tra la fine degli anni '80 e i primi anni '90 e, più recentemente, in vari paesi dell'Asia.

Anche l'evoluzione dei mercati degli immobili residenziali ha influito sui cicli finanziari, pur non essendo stata di regola la principale fonte diretta di instabilità. Il calo di prezzo delle abitazioni ha agito piuttosto nel senso di creare vincoli di natura finanziaria, in quanto la minore spesa in consumi da esso indotta frena la ripresa dalle recessioni economiche. La tendenza crescente dell'indebitamento delle famiglie osservata in molti paesi negli ultimi anni ha probabilmente accresciuto il peso che potranno avere tali vincoli in futuro.

A partire dalla metà degli anni '90 i paesi industriali con i più elevati tassi di espansione del credito sono stati generalmente anche quelli in cui si sono avuti i maggiori incrementi di prezzo degli immobili commerciali. Ad esempio, il credito è aumentato in modo particolarmente rapido in Irlanda, Paesi Bassi, Spagna e Svezia, e con esso i prezzi degli stabili non residenziali nelle maggiori città di questi paesi. A livello mondiale, tuttavia, malgrado segni di surriscaldamento in alcuni centri urbani, la fase ascendente dell'attuale ciclo non ha dato luogo a un diffuso boom del mercato in questione com'era avvenuto negli anni '80. Nella maggior parte delle economie industrializzate, fra cui Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Stati Uniti, le quotazioni dei fabbricati commerciali in termini reali restano ben inferiori ai precedenti massimi, nonostante i recenti aumenti. In Giappone, dove sul mercato continua a gravare la correzione del boom immobiliare degli anni '80, i prezzi sono ormai in calo da 11 anni.



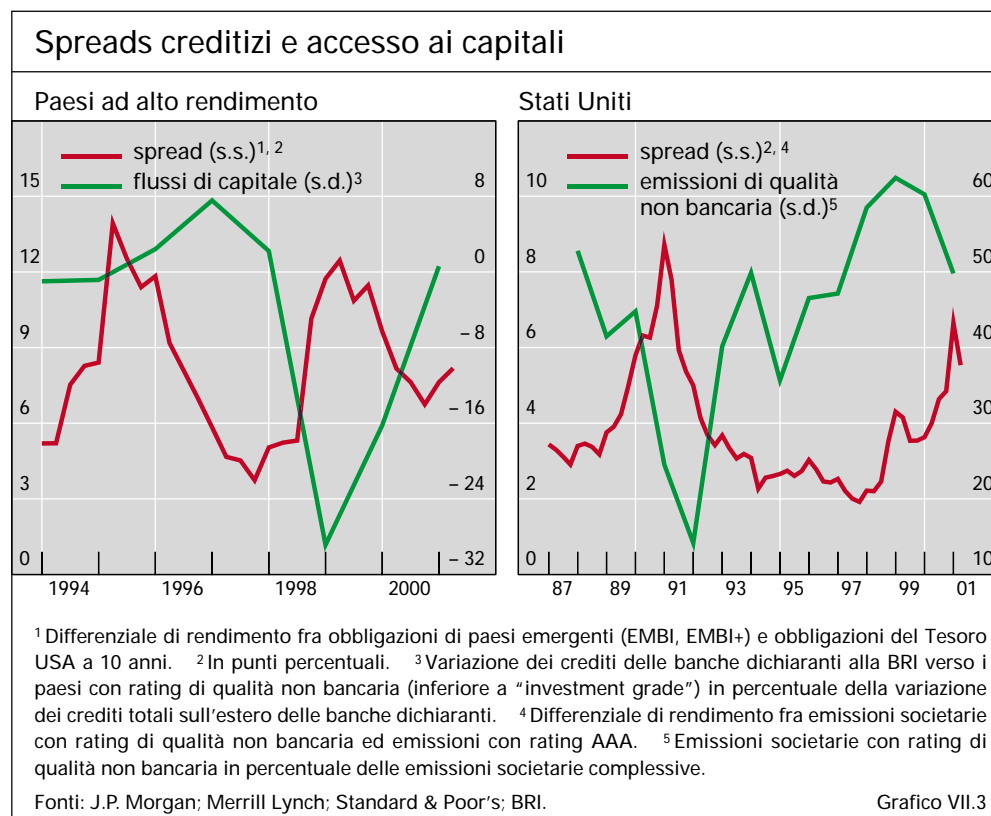
Durante l'attuale ciclo finanziario si è assistito in vari paesi a una rapida crescita dei mutui ipotecari per abitazioni, accompagnata da forti aumenti dei prezzi. In Australia, Norvegia, Regno Unito e Svezia, ad esempio, tali aumenti hanno fatto salire i valori nominali e reali degli immobili residenziali al disopra delle punte raggiunte verso la fine degli anni '80.

I cicli del credito sono di solito anche collegati ai cicli dei corsi azionari, seppure i nessi tendano a essere meno stretti di quelli osservati per il mercato degli immobili. Nondimeno, una caratteristica di spicco del ciclo finanziario espansivo della seconda metà degli anni '90 è stata la straordinaria crescita delle quotazioni azionarie, soprattutto nei settori tecnologico e delle telecomunicazioni. Per un certo tempo tale progressione è parsa capace di autoalimentarsi, in una spirale in cui i più alti prezzi delle azioni contribuivano ad accelerare la crescita economica, a destare aspettative di espansione futura ancora più rapida e ad aumentare la disponibilità delle banche a erogare credito, specie alle imprese dei settori con quotazioni in più rapida ascesa.

Anche se nel periodo in esame i guadagni azionari realizzati alla fine degli anni '90 sono stati in parte annullati, nel complesso la solidità dei sistemi bancari non sembra finora averne granché risentito. Nonostante questa resilienza, resta il fatto che durante l'ultimo decennio l'esposizione di molte banche verso il mercato azionario è cresciuta. Ciò deriva dall'ampliamento dell'attività di negoziazione in proprio, dal maggior volume di crediti concessi alle famiglie per finanziare l'acquisto di azioni e dall'accresciuta rilevanza dei proventi da commissioni connessi con la gestione di patrimoni e le operazioni di broking. Anche le famiglie sono maggiormente esposte all'andamento dei corsi azionari, e tali esposizioni sono sempre più visibili, soprattutto nei

L'espansione degli anni '90 è stata connotata da straordinari aumenti dei corsi azionari

Banche e famiglie sempre più esposte ai mercati azionari



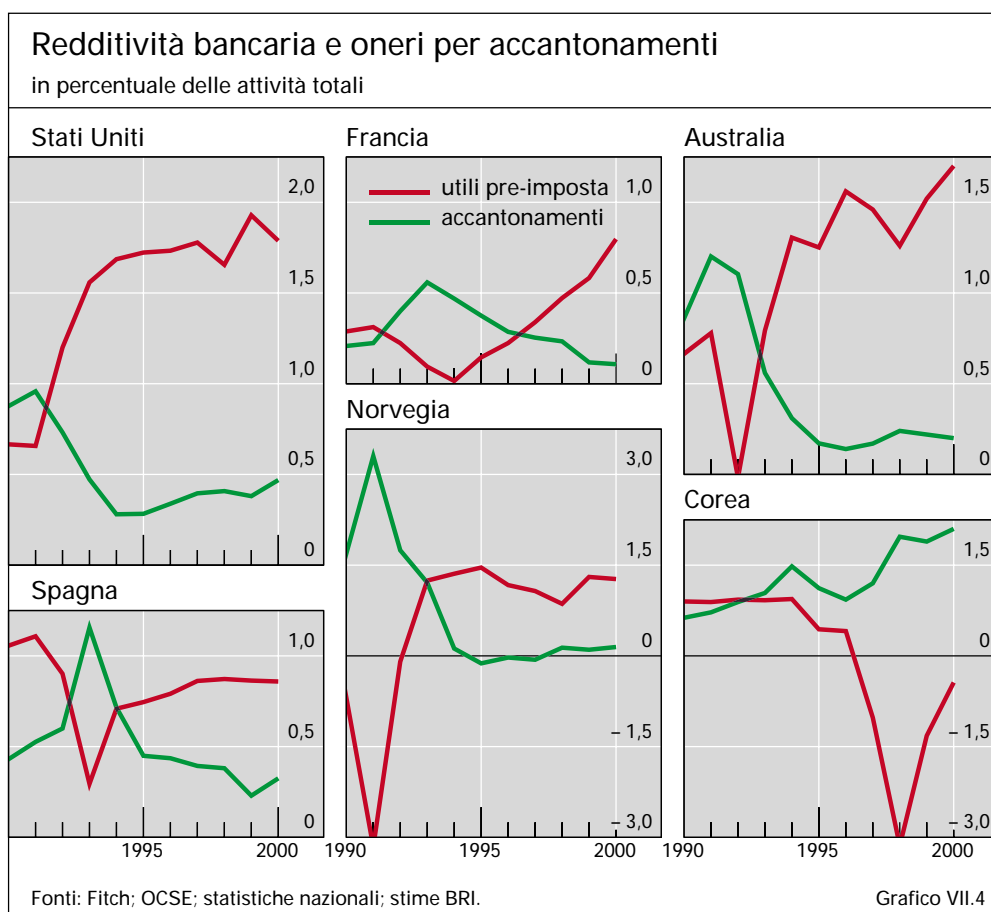
sistemi pensionistici a contribuzione predefinita. Questa evoluzione fa ritenere che sia aumentato ovunque, ma in particolare negli Stati Uniti, l'effetto di ricchezza.

### Comportamento ciclico delle istituzioni e dei mercati

I boom economici sono caratterizzati da un allentamento degli standard creditizi ...

I cicli finanziari sono altresì caratterizzati da fluttuazioni nella propensione al rischio, nonché nella sua percezione e valutazione di prezzo da parte dei mercati e delle istituzioni finanziarie. Nei periodi di forte crescita economica la propensione al rischio pare aumentare di pari passo con l'ottimismo riguardo al futuro. Ne è una manifestazione l'allentamento degli standard creditizi, come ad esempio l'applicazione di clausole cautelative e requisiti di garanzia meno stringenti. In tal modo, anche mutuatari relativamente ad alto rischio hanno più agevole accesso sia al finanziamento intermediato dalle banche sia ai mercati dei capitali.

Fenomeni del genere sono stati evidenti negli ultimi anni. La forte crescita delle economie asiatiche fra l'inizio e la metà degli anni '90 ha indotto afflussi senza precedenti di capitali esteri, che hanno finito per finanziare investimenti altamente rischiosi. Anche negli Stati Uniti un allentamento degli standard creditizi, specie nel periodo 1996-98, ha contribuito alla rapida espansione dei prestiti sindacati a imprese con rating inferiore a "investment grade" e dei crediti di qualità non primaria alle famiglie. Analogamente, in quel periodo si è assistito a un sensibile aumento delle emissioni di obbligazioni societarie relativamente ad alto rischio. In Europa gli standard creditizi sono stati



parimenti allentati nella seconda metà degli anni '90, come si evince dall'aumento in alcuni paesi del rapporto fra prestiti e valore delle garanzie nel comparto dei mutui ipotecari residenziali.

Anche il prezzo del rischio di credito si muove in modo prociclico, diminuendo durante i boom economici e aumentando nelle recessioni. Durante i periodi di rapida espansione del credito, molte banche sono disposte a comprimere i margini di interesse per difendere, o persino accrescere, le quote di mercato. Ad esempio, in Giappone negli ultimi anni '80 e in tutti i paesi asiatici verso la metà del decennio successivo i differenziali di tasso erano appena sufficienti a coprire i costi operativi. Negli Stati Uniti i margini bancari sui crediti commerciali e industriali sono calati durante gran parte degli anni '90, per poi risalire nel 1998, specie per la clientela più rischiosa. I margini hanno parimenti subito pressioni al ribasso in diversi paesi europei, in parte a causa della più intensa concorrenza. L'evoluzione ciclica del prezzo del rischio creditizio è evidenziata anche dagli spreads obbligazionari, che tendono infatti a restringersi nei periodi di forte crescita economica e ad ampliarsi nelle fasi recessive.

... da un  
assottigliarsi degli  
spreads ...

Un importante fattore alla base di questi andamenti generali è la tendenza dei profitti bancari ad aumentare nelle fasi di boom economico e a diminuire, spesso in modo drastico, in quelle di rallentamento. Il calo di redditività determina sovente una più bassa tolleranza al rischio e, in molti casi, una sensibile riduzione dell'offerta di credito da parte delle banche, le quali tendono a riorientare i propri portafogli verso impieghi relativamente sicuri o a caricare margini di interesse più elevati.

... e da un  
aumento dei profitti  
bancari ...

Il fattore che più contribuisce al profilo ciclico della redditività bancaria è la natura congiunturale delle perdite aggregate sui crediti, e in particolare quella degli accantonamenti, o svalutazioni, a fronte di tali perdite. Per le ragioni che si esamineranno più avanti, tali accantonamenti aumentano soltanto dopo che si è concretizzato un significativo deterioramento della

Redditività delle maggiori banche nel 1999 e 2000									
	Numero di banche	Utili pre-imposta		Oneri per accantonamenti		Margine di interesse netto		Costi operativi	
		1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000
		in percentuale sul totale dell'attivo medio							
Stati Uniti	12	2,17	1,79	0,44	0,63	3,34	3,22	3,84	4,10
Giappone <sup>1</sup>	16	0,42	0,37	0,90	0,52	1,14	1,07	0,89	1,01
Germania	4	0,43	0,55	0,28	0,18	0,95	0,82	1,65	1,74
Francia	4	0,69	0,83	0,20	0,18	1,14	0,94	1,85	1,91
Regno Unito	4	1,43	1,53	0,33	0,21	2,30	2,21	2,40	2,39
Canada	6	1,17	1,31	0,24	0,29	1,94	1,93	2,59	2,74
Spagna	4	1,21	1,33	0,33	0,35	2,62	2,63	2,65	2,62
Australia	4	1,72	1,85	0,24	0,20	2,72	2,43	2,55	2,39
Svezia	3	0,84	1,09	0,01	0,07	1,27	1,39	1,50	1,66
Svizzera	2	0,82	0,96	0,12	0,04	0,70	0,73	2,55	2,90

<sup>1</sup> Le cifre per il 1999 si riferiscono all'esercizio chiuso il 31 marzo 2000; quelle per il 2000 sono dati annualizzati del primo semestre dell'esercizio 2000.

Fonte: Fitch.

Tabella VII.2

qualità dei crediti. Ciò implica che di norma essi crescano unicamente nelle fasi di contrazione dell'economia, spesso per periodi di tempo assai brevi.

... spiegato in parte da minori accantonamenti per perdite su crediti

La stretta connessione fra profitti e accantonamenti per perdite su crediti è evidente nel ciclo attuale. Nella seconda metà degli anni '90 il rendimento del capitale proprio delle banche commerciali statunitensi ha costantemente superato i valori registrati durante i precedenti vent'anni. Nello stesso tempo gli oneri per accantonamenti delle banche USA sono calati in misura significativa. Del pari, il rendimento del capitale bancario nell'area dell'euro, benché alquanto più basso che negli Stati Uniti, è andato crescendo costantemente nel corso degli anni '90 in parallelo al calo degli accantonamenti. Di recente, anche in Australia, Regno Unito e Svezia l'elevata redditività delle banche è sorretta dal ridotto livello degli accantonamenti.

### Meccanismi alla base dell'amplificazione finanziaria

Nella misura in cui il sistema finanziario può essere ritenuto eccessivamente prociclico, le principali spiegazioni alla base di ciò risiedono in reazioni inappropriate da parte degli operatori del mercato al variare del rischio nel tempo. Tali reazioni possono essere indotte da vari fattori, fra cui il modo di valutare il rischio, gli incentivi che condizionano la risposta degli individui a una data valutazione e la natura del quadro regolamentare. Di questi tre fattori, il più importante è probabilmente la valutazione del rischio nel corso del tempo.

#### *Valutazione del rischio nel tempo*

Gli sviluppi economici favorevoli ...

I cicli finanziari sovente traggono origine da andamenti favorevoli dal lato dell'offerta. La storia abbonda di esempi in cui la liberalizzazione economica, la scoperta di nuove risorse o lo sviluppo di tecnologie innovative inducono una forte crescita economica e una possente ondata di ottimismo. L'ottimismo è spesso rafforzato dal fatto che tali sviluppi causano non solo un'accelerazione dell'attività economica, ma anche un rallentamento dell'inflazione e un aumento della quota dei profitti sul reddito nazionale.

... giustificano più alti prezzi delle attività ...

In queste favorevoli circostanze, forti incrementi dei prezzi delle attività sono giustificati. Il problema è che l'entità di tali incrementi non ha un solido ancoraggio, poiché essa dipende dalle aspettative riguardo a un futuro incerto. In molte fasi di espansione congiunturale le aspettative paiono divenire troppo ottimistiche, e i rischi sono conseguentemente sottovalutati. Il risultato è che i prezzi delle attività possono essere sospinti a livelli insostenibili e l'espansione del credito può di gran lunga sopravanzare la crescita nominale del PIL.

... ma un eccessivo ottimismo ...

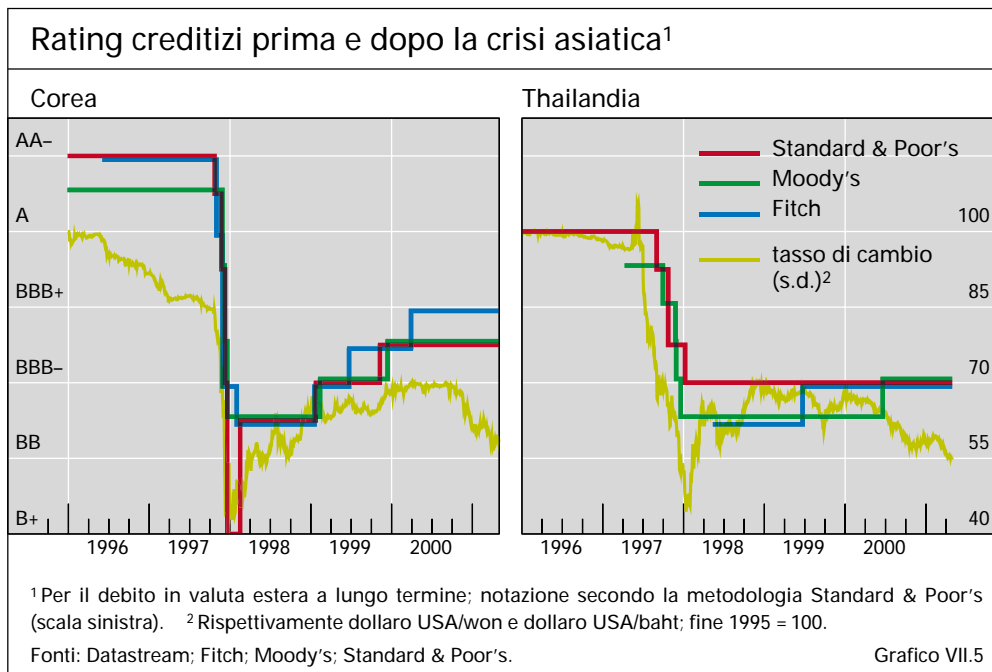
La tendenza da parte di investitori, imprenditori e intermediari finanziari a diventare eccessivamente ottimisti durante i boom può essere spiegata da vari fattori, alcuni dei quali riposano su distorsioni cognitive. Esperimenti psicologici indicano che quando gli individui valutano i possibili esiti di una situazione, essi tendono a mostrare una "miopia per le catastrofi", assegnando troppo poco peso a eventi nefasti con bassa probabilità. Vi è inoltre una tendenza dei singoli a ridurre la cosiddetta "dissonanza cognitiva", per cui l'informazione è normalmente interpretata in maniera tale da confermare le convinzioni preesistenti. Una conseguenza di tali distorsioni è che nei periodi

di forte crescita, bassa inflazione ed elevata redditività, le informazioni sono spesso giudicate in linea con la prosecuzione delle condizioni favorevoli, mentre invece è tenuto in poco conto l'emergere di sintomi di potenziali problemi futuri. Ma se la crescita rallenta sotto il peso degli squilibri finanziari e di sovrainvestimenti in capitale fisico, o la redditività diminuisce a causa della più intensa concorrenza e di una più celere progressione salariale, tali convinzioni possono mutare in maniera repentina, e le successive informazioni verranno lette in chiave assai più negativa. Può allora rapidamente subentrare un'ondata di pessimismo.

Un altro motivo, affine al precedente, che spiega la sottovalutazione del rischio nei recenti periodi di boom è la tendenza, presente in molti dei sistemi di misurazione del rischio attualmente in uso, a estrapolare implicitamente nel futuro le condizioni correnti. Ad esempio, le metodologie per la misurazione del rischio di credito basate sui corsi azionari tendono a mostrare un più basso rischio di insolvenza delle imprese nelle fasi espansive, allorché i prezzi delle azioni salgono e la volatilità diminuisce. Analogamente, i sistemi interni di rating utilizzati dalle banche per stimare il rischio di credito tendono a indicare un calo di quest'ultimo quando gli indici di insolvenza sono bassi. In parte ciò è dovuto all'orizzonte temporale breve sul quale è sovente misurato il rischio in questi sistemi. Ma anche i rating creditizi esterni vengono spesso corretti soltanto dopo il verificarsi degli eventi sfavorevoli, anziché quando il rischio sta aumentando. Ad esempio, durante la crisi asiatica, i declassamenti del merito di credito sono generalmente avvenuti dopo che avevano avuto luogo le ampie svalutazioni, e i rating sono poi stati nuovamente innalzati allorché la crisi è passata.

... e la tendenza a estrapolare la situazione presente ...

L'estrapolazione della situazione corrente può essere appropriata qualora le condizioni macroeconomiche siano molto persistenti. In questo caso, lo stato corrente dell'economia fornisce il criterio guida migliore, anche se impreciso,



per stimare l'evoluzione futura. Se questa visione è corretta, ne consegue che il rischio potrebbe non aumentare in una fase di boom, in quanto non vi è motivo di ritenere, per il solo fatto che l'economia attraversa un periodo di forte espansione, che diventi più probabile una recessione nel prossimo futuro. Per contro, se le forze che generano il boom creano anche le premesse per una recessione, come sembra spesso accadere, allora, a un certo punto del ciclo ascendente, il rischio comincia a crescere. L'aumento delle insolvenze nella successiva fase discendente potrebbe quindi essere più correttamente visto come la materializzazione dei rischi originatisi durante l'alta congiuntura, anziché come un più alto livello di rischio nella fase contrattiva.

... possono amplificare un'espansione economica

In pratica, è difficile stabilire se e quando il rischio comincia effettivamente ad aumentare durante un boom economico. A questo riguardo non vi sono risposte chiare e nette. Nondimeno, la storia insegna che gli episodi connotati da rapida crescita del credito, forte ascesa dei prezzi delle attività, spreads creditizi ristretti e alti livelli di investimento sono generalmente seguiti da stress nel sistema finanziario. Tali episodi sono presumibilmente contraddistinti da livelli di rischio superiori alla media, anche quando la contestuale situazione economica appare robusta. Il mancato riconoscimento di questa rischiosità può contribuire in misura rilevante ad amplificare la fase espansiva di un ciclo finanziario.

### *Incentivi*

La divergenza fra incentivi privati e pubblici ...

Anche gli incentivi che condizionano la reazione dei prestatori a una data valutazione del rischio possono influire sull'evoluzione dei cicli finanziari. L'esempio forse più chiaro è l'incentivo che induce la singola banca a inasprire gli standard creditizi in una fase recessiva. Mentre ciascuna istituzione può ragionevolmente presumere che lo stato dell'economia sia indipendente dal suo agire, a livello di sistema sussiste tuttavia una "fallacia dell'aggregazione", giacché se tutte le banche si comportassero nello stesso modo, l'economia ne sarebbe quasi certamente influenzata. E quand'anche la singola banca fosse consapevole di questa fallacia, essa avrebbe pur sempre l'incentivo a inasprire gli standard creditizi durante una recessione. Questo incentivo potrebbe essere superato mediante una qualche forma di coordinamento fra le istituzioni, ma tale approccio appare problematico in un sistema bancario competitivo.

... può anch'essa acuire la prociclicità del sistema finanziario

Gli incentivi possono parimenti essere distorti dall'esistenza di reti di salvataggio finanziario congegnate in modo inappropriato e da varie forme di limitazione della responsabilità. Questi meccanismi possono indurre i prestatori ad assegnare un peso insufficiente, da un punto di vista sociale, agli scenari sfavorevoli, poiché una parte delle perdite che comportano tali scenari sarebbe verosimilmente sopportata da altri, fra cui i contribuenti. Infine, gli schemi di remunerazione incentrati sui risultati a breve termine e sulla performance relativa, anziché assoluta, tendono a scoraggiare una visione di lungo periodo e la valutazione del rischio in termini aggregati.

### *Criteri contabili e quadro regolamentare*

Il modo in cui le istituzioni finanziarie reagiscono ai cambiamenti nella percezione del rischio dipende altresì dalla natura delle prescrizioni contabili e

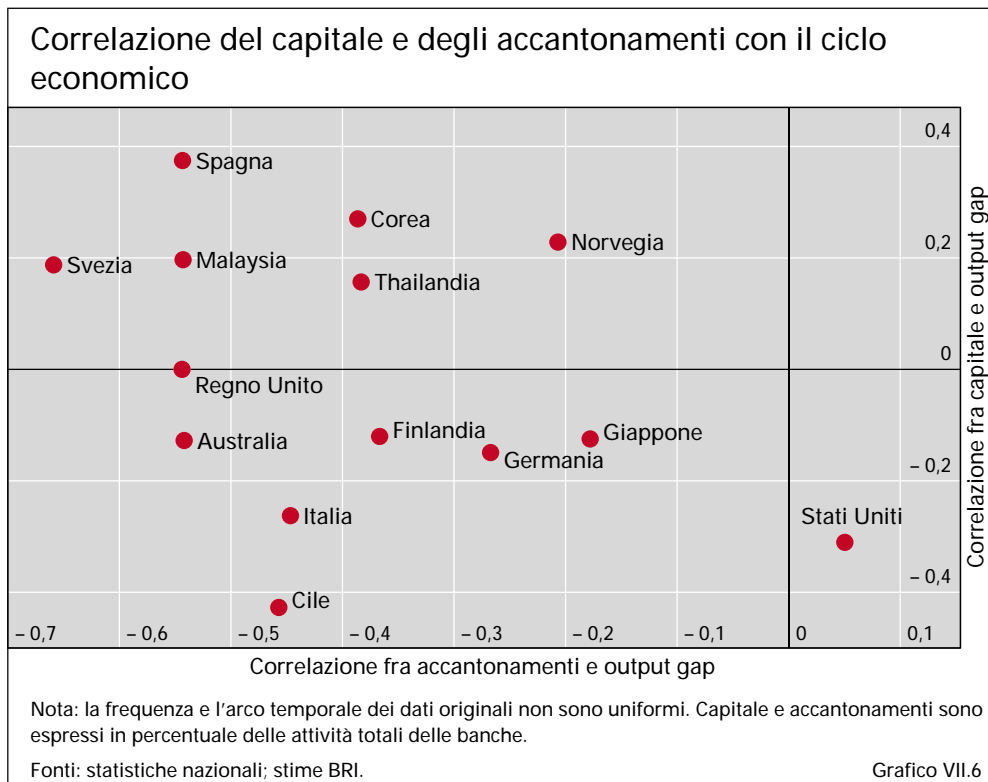


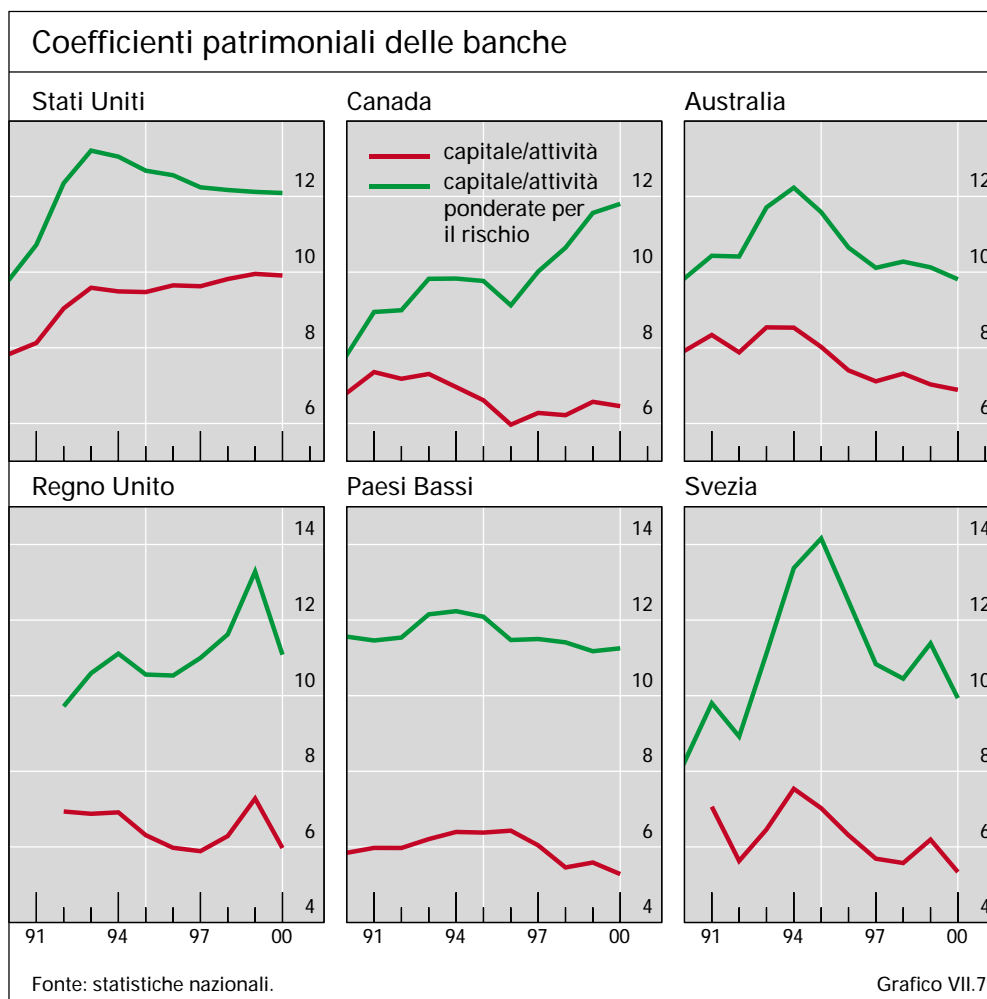
regolamentari. Tuttavia, la ricorrenza dei cicli finanziari nel corso della storia fa ritenere che la struttura del quadro normativo non svolga un ruolo primario nel determinare tali cicli.

Come si è già detto, le modalità di accantonamento per perdite su crediti incidono in misura rilevante sulla ciclicità dei risultati economici delle banche. In molti paesi le regole contabili consentono la creazione di tali poste soltanto dopo che si è prodotto un deterioramento chiaramente verificabile nella qualità dei crediti. Inoltre, spesso vigono restrizioni alla loro deducibilità fiscale. Di conseguenza, per una banca può risultare difficile accrescere gli accantonamenti in periodo di boom quand'anche giudichi correttamente che si sia deteriorata la solvibilità futura dei propri debitori. Se è vero che gli utili addizionali che risultano per effetto dei minori accantonamenti potrebbero essere trattenuti in bilancio, anziché essere distribuiti come dividendi o impiegati per finanziare l'acquisto di azioni proprie, in pratica ciò non è sempre possibile, date le pressioni esercitate sul management della banca affinché venga massimizzato il rendimento del capitale.

I criteri di accantonamento sono attualmente orientati al passato ...

Il modo in cui è strutturata la regolamentazione del patrimonio delle banche è parimenti in grado di influire sulla dinamica dei cicli finanziari. Se un quadro regolamentare basato su coefficienti minimi di capitale può contribuire alla stabilità complessiva del sistema finanziario, esso può altresì, in determinate circostanze, accentuare le fasi di contrazione economica. La ragione è che le diffuse perdite possono indurre diverse banche a diminuire drasticamente gli impieghi, in particolare per evitare gli ingenti costi in termini di reputazione e altri oneri che possono derivare dal mancato rispetto dei coefficienti patrimoniali minimi. Un inasprimento dei controlli o degli standard creditizi in risposta alle perdite può anch'esso amplificare la tendenza recessiva.





... e gli attuali requisiti patrimoniali minimi non sono molto sensibili al rischio

Sebbene i riscontri empirici dell'incidenza di questi fattori normativi non siano univoci, è ragionevole ritenere che la contrazione del credito bancario che accompagna tipicamente un rallentamento congiunturale verrebbe mitigata qualora aumentasse il grado di patrimonializzazione durante la precedente fase ascendente. Le attuali regole sull'adeguatezza del capitale prescrivono un aumento del *livello* del patrimonio nella misura in cui si espandono gli impieghi, ma non un aumento del *coefficiente* del patrimonio in rapporto alle attività. In effetti, secondo le regole vigenti il requisito patrimoniale a fronte di un dato portafoglio non varia nel tempo con il variare della rischiosità del portafoglio. Inoltre, data la probabile tendenza delle banche a sottodimensionare gli accantonamenti in periodo di boom economico, il volano di risorse a disposizione del sistema bancario per assorbire eventuali perdite potrebbe addirittura diminuire durante quel periodo.

I coefficienti di capitale non si muovono sistematicamente in linea con il ciclo economico

Se si confrontano gli andamenti nei vari paesi non emerge una solida relazione fra i *coefficienti* patrimoniali effettivi delle banche e il ciclo economico. Dopo la metà degli anni '90 in alcuni sistemi bancari il coefficiente aggregato è aumentato, in altri si è invece ridotto. Forse il dato più chiaro che emerge dai raffronti internazionali è che nei paesi che hanno avuto problemi bancari alla fine degli anni '80 e nei primi anni '90 i coefficienti patrimoniali sono cresciuti sensibilmente soltanto dopo che i problemi si sono manifestati,

per poi diminuire gradualmente man mano che l'espansione economica si è andata consolidando. In certa misura, l'aumento degli indici patrimoniali agli inizi degli anni '90 può essere dovuto a pressioni esercitate dalla regolamentazione, ma un altro fattore importante è stato il bisogno delle banche investite dalla crisi di dimostrare al mercato la loro ritrovata solidità. Una volta che questo scopo è stato raggiunto e che la crescita economica ha ripreso slancio, i più elevati rapporti capitale/impieghi sono stati visti come un impedimento alla redditività e sono di conseguenza calati.

## Possibili risposte da parte delle autorità

In linea di principio, per rispondere ai problemi creati dai ricorrenti cicli finanziari, potrebbero essere impiegati strumenti di vigilanza, regolamentari e monetari. Tuttavia, una questione sostanziale che si pone alle autorità è se una tale risposta sia opportuna e, in caso affermativo, quale forma essa debba assumere.

Le autorità possono reagire ai cicli finanziari ...

Secondo una delle opinioni prevalenti, il migliore contributo che i responsabili delle politiche possono fornire alla stabilità finanziaria e macroeconomica consiste nell'assicurare che l'inflazione sia bassa e stabile, che l'infrastruttura finanziaria soddisfi standard internazionali ampiamente accettati e che gli eventi finanziari avversi vengano affrontati con tempestività. I fautori di questo approccio fanno rilevare che molti dei cicli sfociati in gravi turbative finanziarie si sono prodotti nei paesi in cui l'inflazione era elevata oppure la vigilanza bancaria e l'informativa al pubblico erano inadeguate. Essi sottolineano altresì i problemi pratici (trattati più avanti) che comporta la formulazione di un approccio più interventista.

Un punto di vista alternativo è che le suddette condizioni, seppure necessarie per il mantenimento della stabilità finanziaria, non sono di per sé sufficienti. In particolare, è evidente che anche i paesi a bassa inflazione sono soggetti a costosi cicli finanziari originati da ondate di eccessivo ottimismo. Di conseguenza, si potrebbe sostenere che la stabilità finanziaria e macroeconomica sarebbe rafforzata qualora le autorità prendessero in più seria considerazione politiche volte a ridurre la sensibilità dell'economia a questi cicli o, più ambiziosamente, a controllare la loro evoluzione mediante la manovra discrezionale degli strumenti normativi e di vigilanza o dei tassi d'interesse ufficiali.

... ma le opinioni differiscono ...

Questa diversità di opinioni, almeno per quanto concerne la fattibilità e la desiderabilità della manovra discrezionale degli strumenti ufficiali, riflette in parte una differente valutazione della capacità dei responsabili delle politiche di individuare gli squilibri finanziari. Mentre la presenza di un boom creditizio insostenibile e di un assetto distorto dei prezzi delle attività è facilmente individuabile ex post, ben più difficile è ravvisarla ex ante. A questo proposito viene fatto osservare come sia improbabile che le autorità sappiano giudicare sistematicamente meglio delle istituzioni private la sostenibilità delle tendenze in atto. Pertanto, esse dovrebbero astenersi da interventi mirati specificatamente a contenere la fase espansiva di un ciclo finanziario. Un controargomento è che l'opportunità di una reazione delle istanze ufficiali non

... sull'opportunità e sul modo di intervenire

dipende tanto dalla loro migliore capacità di giudizio rispetto al settore privato, quanto piuttosto dal fatto che, avendo responsabilità e incentivi differenti, esse possono senz'altro reagire in modo differente alla medesima valutazione delle tendenze correnti. Ad esempio, le autorità pubbliche sono verosimilmente più attente degli operatori privati ai possibili scenari avversi, specie quando molte istituzioni presentano esposizioni comuni. Si può altresì presumere che esse abbiano orizzonti temporali più estesi e siano mosse da incentivi non distorti dall'esistenza di reti di salvataggio finanziario.

### *Strumenti di vigilanza e regolamentari*

Ove si giudichi opportuno che le istanze ufficiali reagiscano alla ricorrenza dei cicli finanziari, un'ovvia base di partenza è l'impiego a questo fine della vigilanza e della regolamentazione prudenziale. In tale ambito alle autorità si offrono tre opzioni di massima: migliorare la comprensione del rischio aggregato da parte del pubblico; stabilire regole che rendano il sistema finanziario e la macroeconomia meno vulnerabili agli squilibri finanziari; rispondere in modo diretto agli squilibri variando discrezionalmente i requisiti prudenziali.

Le autorità possono evidenziare l'evolversi del rischio nel tempo

La prima opzione affronta la questione cruciale della misurazione del rischio nel corso del tempo. Le autorità di vigilanza potrebbero contribuire a migliorare la valutazione del rischio aggregato da parte del pubblico mediante, ad esempio, la diffusione di rapporti e discorsi di alti funzionari. Potrebbero inoltre richiedere alle istituzioni finanziarie di eseguire prove di stress dirette a evidenziare e valutare l'esposizione verso particolari vulnerabilità e prescrivere la segnalazione o la pubblicazione di dati addizionali sui rischi. Iniziative in questo senso sono state recentemente adottate dalle autorità di vigilanza di alcuni paesi alle prese con una rapida espansione del credito e forti aumenti dei prezzi immobiliari.

Dispositivi regolamentari come ...

La seconda opzione consiste nel congegnare dispositivi regolamentari che possano operare come una sorta di stabilizzatori automatici, così da limitare la natura prociclica del sistema finanziario. A questo riguardo rivestono particolare importanza le regole che disciplinano il patrimonio minimo e gli accantonamenti nel settore bancario. Assieme, questi due elementi costituiscono la principale salvaguardia di una banca contro le contingenze avverse, laddove in linea di principio il patrimonio è destinato a proteggere dalle perdite impreviste, gli accantonamenti da quelle latenti o presunte.

... i requisiti patrimoniali minimi ...

Le modifiche alla regolamentazione del capitale proprio delle banche recentemente proposte dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria prevedono un collegamento assai più stretto fra i requisiti patrimoniali *relativi* e le misure del rischio *relativo*. Ciò ridurrà di per sé in misura significativa molte delle distorsioni sorte sotto il regime dell'Accordo ora vigente e rafforzerà la solidità delle istituzioni finanziarie. Inoltre, l'affinamento dei requisiti relativi e la maggiore enfasi posta sul controllo prudenziale e sull'informativa (Secondo e Terzo Pilastro) dovrebbero facilitare l'individuazione precoce dei problemi da parte delle autorità di vigilanza, delle banche e del mercato. Nella misura in cui ciò si tradurrà in una minore indulgenza a livello regolamentare e in più pronte misure correttive, potranno essere evitati molti dei peggiori eccessi collegati al ciclo finanziario.

Le modifiche proposte implicano altresì che i requisiti patrimoniali minimi a fronte di un dato portafoglio varino nel tempo in linea con l'evoluzione del rischio *misurato*. Ciò può accrescere ulteriormente la solidità delle banche e ridurre la prociclicità del sistema finanziario. La misura in cui questa potenzialità si materializza dipende però anche dall'esattezza con cui il rischio misurato ricalca l'esposizione sottostante. Se il rischio fosse sottostimato nella fase espansiva, allora i requisiti patrimoniali prudenziali potrebbero senz'altro essere insufficienti, lasciando così il settore bancario eccessivamente esposto a un regresso dell'economia. Per contro, la stabilità del sistema finanziario verrebbe probabilmente rinforzata qualora l'emergere di squilibri inducesse a riconoscere l'accresciuto rischio e quindi ad aumentare la dotazione di capitale nel settore bancario.

Nella misurazione del rischio un aspetto importante è l'orizzonte temporale sul quale è compiuta la valutazione. Le proposte di emendamento dell'Accordo sui requisiti patrimoniali non specificano un particolare arco di tempo, per cui le banche dovranno stimare il rischio futuro sulla base della situazione corrente e delle esperienze maturate con i rispettivi mutuatari. Le stesse proposte fanno tuttavia rilevare che, stante la difficoltà di prevedere eventi *lontani* nel tempo, le istituzioni dovranno considerare con grande cautela tali proiezioni. Al tempo stesso, nel quantificare il rischio ai fini del calcolo del requisito patrimoniale, le proposte si basano sulle probabilità di perdita nell'arco di un anno associate a una certa categoria di esposizione, com'è prassi comune. Una questione aperta è se questo metodo di quantificazione indurrà le banche a *valutare* anche il rischio su un orizzonte annuale. In tal caso, la valutazione potrebbe assumere una prospettiva troppo ravvicinata. Un arco temporale superiore all'anno appare appropriato, visto che il tempo occorrente a una banca in difficoltà per ricapitalizzarsi o ristrutturare il proprio bilancio è solitamente più lungo di un anno, e a maggior ragione se le difficoltà fossero condivise da varie istituzioni. Inoltre, un periodo di riferimento più esteso si rende opportuno se quello limitato a un anno conduce a frequenti riclassificazioni dei prestiti, causando eccessive variazioni del patrimonio di vigilanza nel corso del ciclo economico.

Anche i criteri di accantonamento possono essere concepiti in modo da operare come stabilizzatori automatici. Un passo in questa direzione è stato compiuto in Spagna. In base alle regole da poco introdotte, al momento in cui il credito è erogato le banche sono tenute a costituire un accantonamento per perdite future in misura corrispondente all'incidenza storica di lungo periodo delle perdite connesse con la specifica tipologia di prestito. Tale approccio dovrebbe attenuare la ciclicità dei profitti bancari, aumentando gli oneri per accantonamenti nei periodi di alta congiuntura e consentendo, in virtù dei fondi addizionali costituiti, di meglio assorbire le perdite su crediti in tempi di recessione.

Queste regole sono state tuttavia criticate sul piano concettuale. La creazione di un accantonamento comporta una svalutazione dell'attivo netto della banca. Dal punto di vista contabile una tale rettifica di valore al momento dell'erogazione del credito è generalmente ritenuta inappropriata, poiché il valore corrente ("fair value") di un prestito concesso a condizioni di prezzo

... gli accantonamenti in funzione prospettiva ...

corrette dovrebbe non essere inferiore al suo valore nominale. Sebbene le autorità di vigilanza possano essere riconfortate dalla copertura addizionale che la svalutazione implica, gli organi di normazione contabile spesso obiettano che un tale accantonamento basato su regole cogenti può generare un'immagine distorta della situazione di una banca.

Un approccio alternativo consiste nel prescrivere la costituzione di un accantonamento ogniqualvolta il margine di interesse su un prestito non copra la presumibile perdita derivante da una potenziale insolvenza. Secondo questo approccio l'accantonamento non sarebbe generalmente richiesto al momento dell'erogazione, presumendo che il rischio sia correttamente integrato nel prezzo, ma potrebbe essere prescritto in seguito, ove la banca giudicasse deteriorato il merito di credito del mutuatario senza che siano cambiate le condizioni di tasso. Uno sviluppo ulteriore di tale approccio sarebbe l'abbandono degli accantonamenti per perdite su crediti, con l'adozione di una contabilità ai valori correnti di mercato per tutte le attività e passività finanziarie.

Quali che siano i meriti di un sistema di accantonamento orientato al futuro e, al limite, di una piena contabilità al valore corrente, di fatto questi approcci comportano varie importanti difficoltà. In primo luogo, poiché i crediti non sono di regola negoziati sul mercato, la loro valutazione è inevitabilmente soggettiva, in quanto dipende dall'apprezzamento della banca creditrice circa le probabilità di rimborso. Alcune autorità contabili temono che questa soggettività di giudizio dia modo al management di livellare artificialmente gli utili. In secondo luogo, l'impatto sulla ciclicità del sistema finanziario prodotto dagli accantonamenti orientati al futuro e dalla contabilità al valore corrente dipende molto dalla misura in cui il rischio è stimato correttamente nell'arco del tempo. Se il rischio è sistematicamente sottostimato nella fase di boom, i crediti tenderanno a essere sopravvalutati durante i periodi di forte crescita, sia indirettamente, per effetto degli accantonamenti inadeguati, sia direttamente, nel caso di una contabilità al valore corrente. In tali circostanze l'applicazione di questo metodo di contabilizzazione a tutti gli strumenti finanziari contribuirebbe ad aumentare la prociclicità del sistema finanziario. Per contro, se il rischio fosse correttamente considerato maggiore nelle fasi di forte e protratta crescita, la prociclicità verrebbe probabilmente ridotta, in quanto le banche riconoscerebbero che una parte degli utili conseguiti in tale congiuntura rappresenta di fatto il pagamento di un premio destinato a coprire le prevedibili perdite nella fase di contrazione dell'attività.

Nella misura in cui la non corretta valutazione del rischio costituisce un problema rilevante, trova maggiore giustificazione una qualche forma di accantonamento obbligatorio iniziale. Date le obiezioni sollevate dalle autorità contabili, un'opzione consisterebbe nel richiedere alle istituzioni finanziarie di detenere capitale non soltanto a copertura delle perdite non prevedibili, ma anche a fronte di una sorta di "accantonamento prudenziale", calcolato sulla base dell'incidenza media di lungo periodo delle perdite su crediti. L'effetto sarebbe quello di accrescere la dotazione patrimoniale del sistema nei periodi con bassi indici di insolvenza.

Anche le regole concernenti la valutazione delle garanzie reali e il rapporto prestiti/garanzie potrebbero fungere da stabilizzatore automatico. Nei paesi

che adottano criteri orientati al lungo termine nella valutazione delle garanzie reali e prescrivono rigorosi scarti di garanzia per i mutui ipotecari, il sistema finanziario appare meno prociclico, anche se resta difficile discernere il ruolo di questi fattori da quello di altre concause. Nel quadro degli emendamenti proposti per l'Accordo sui requisiti patrimoniali minimi un possibile approccio consisterebbe nel riconoscere esplicitamente che nel tempo il valore delle garanzie è generalmente correlato alla probabilità di insolvenza, cosicché nei periodi in cui le perdite su crediti tendono ad aumentare il valore delle garanzie tende correlativamente a diminuire.

... e i criteri di valutazione possono fungere da stabilizzatori

La terza opzione di vigilanza, basata non su regole predefinite, bensì sulla discrezionalità, consiste nel variare nel tempo i coefficienti prescritti di capitalizzazione e di accantonamento in base all'evoluzione del rischio aggregato. Ciò potrebbe avvenire modificando esplicitamente il requisito patrimoniale minimo applicabile a tutte le banche, oppure attuando i cambiamenti a livello di singole istituzioni attraverso il processo di controllo prudenziale. Entrambi gli approcci potrebbero essere giustificati qualora le autorità di vigilanza ritenessero che le variazioni del rischio aggregato non trovino adeguata rispondenza nelle decisioni delle singole banche. L'innalzamento dei livelli di capitalizzazione e di accantonamento in periodo di boom potrebbe contribuire a ritardare la formazione di squilibri finanziari rendendo più costosa l'erogazione del credito, e rafforzerebbe le difese del sistema bancario contro un'eventuale svolta recessiva. Tale risposta potrebbe essere considerata coerente con un'accresciuta enfasi sulla dimensione macroprudenziale della regolamentazione finanziaria.

I requisiti prudenziali potrebbero essere modificati nel corso del tempo ...

La manovra discrezionale dei requisiti patrimoniali e di accantonamento nel corso del tempo pone tuttavia vari problemi. Primo fra tutti è quello dell'individuazione del ciclo pertinente. Un altro è la possibilità che tali aggiustamenti generino "moral hazard". Infatti, qualora gli operatori del settore privato maturassero la convinzione che le autorità hanno adottato un regime che prevede un aggiustamento sistematico degli strumenti di vigilanza al fine di contenere l'esposizione complessiva del sistema finanziario, essi potrebbero prestare minore attenzione alla valutazione del rischio aggregato. Inoltre, se dovesse comunque prodursi un episodio di instabilità finanziaria, le autorità potrebbero sentirsi in parte colpevoli per non aver aggiustato tempestivamente gli strumenti prudenziali, con la conseguenza che esse sarebbero probabilmente più inclini a promuovere interventi di salvataggio pubblico che a imporre le necessarie misure correttive. Per giunta, potrebbe essere intaccata la reputazione delle autorità, e con essa la loro capacità di assolvere i propri compiti.

... ma ciò comporta particolari problemi per le autorità ...

A un livello più pratico, sorgono poi molti difficili quesiti sul piano attuativo. Ad esempio, le variazioni andrebbero applicate alla totalità delle banche oppure a livello di istituzioni singole nel quadro del controllo prudenziale? In quest'ultimo caso, dovrebbero riguardare le banche maggiormente esposte al ciclo, oppure soltanto quelle più importanti dal punto di vista sistemico? In che modo le autorità compirebbero le necessarie valutazioni, e come le difenderebbero pubblicamente? Infine, non vi è il rischio che tale manovra prudenziale spinga i finanziamenti verso il settore non regolamentato? La

... sebbene non vadano escluse variazioni occasionali

difficoltà di dare una risposta a tali questioni rende di fatto problematica per le autorità di vigilanza una variazione frequente dei requisiti minimi di capitale e di accantonamento al fine di ridurre l'ampiezza dei cicli finanziari. Esse non dovrebbero tuttavia escludere una loro variazione su base occasionale.

### *Politica monetaria*

Anche la politica monetaria può essere impiegata in risposta ai cicli finanziari ...

Anche la politica monetaria può, in linea di principio, essere impiegata per affrontare i cicli finanziari. La ragione sottostante è semplice. L'espansione del credito costituisce un ingrediente essenziale della formazione di squilibri nel sistema finanziario e di una concomitante sovraccumulazione o allocazione distorta del capitale fisico. Come si è già osservato, la stabilità del livello generale dei prezzi di beni e servizi può non essere un presidio sufficiente contro tali eccessi e, di conseguenza, contro il rischio di instabilità finanziaria. Negli attuali regimi di moneta fiduciaria, a differenza di quanto avveniva in quelli basati sulla moneta-merce, come il gold standard, il principale vincolo esogeno alla creazione di credito nella sfera monetaria è la funzione di reazione delle autorità, tipicamente nella forma della manovra dei tassi d'interesse ufficiali. E se tale funzione di reazione non comprende una risposta al formarsi di squilibri finanziari, questi ultimi possono essere involontariamente assecondati.

... ma ciò pone difficili problemi, come ...

Tale argomentazione, tuttavia, fa sorgere una serie di questioni spinose, come l'individuazione dei potenziali squilibri, la compatibilità dell'obiettivo della stabilità finanziaria con quello della stabilizzazione dei prezzi e l'efficacia della manovra dei tassi d'interesse nel correggere gli squilibri finanziari.

... l'individuazione degli squilibri finanziari ...

Per quanto riguarda l'individuazione degli squilibri, la situazione delle autorità monetarie è sostanzialmente simile a quella degli organi di vigilanza. Entrambe le istanze incontrano notevoli problemi nell'individuare gli squilibri ex ante. Nondimeno, una differenza è che, laddove la banca centrale non esplica funzioni di vigilanza, essa potrebbe non disporre di adeguate informazioni prudenziali. Non è peraltro del tutto chiaro quanto analitici debbano essere i dati sulle singole istituzioni affinché si possano discernere gli squilibri più generalizzati che sono tipicamente alla radice di instabilità sistemiche. Nella misura in cui tali informazioni sono importanti, potrebbero essere attivati meccanismi per la loro trasmissione alla banca centrale. Un'altra possibile differenza è che, in ragione delle sue responsabilità di portata generale in ordine alla stabilità macroeconomica, la banca centrale potrebbe di fatto avere una più acuta percezione delle interazioni complessive in atto fra il sistema finanziario e la macroeconomia.

... la risoluzione di possibili conflitti con altri obiettivi ...

La seconda questione è se il ricorso alla manovra dei tassi d'interesse non sia potenzialmente in conflitto con l'obiettivo di stabilità dei prezzi perseguito dalla banca centrale. Nel corso degli ultimi anni molte banche centrali hanno adottato un approccio in base al quale il tasso guida è posto a un livello atto ad assicurare che l'inflazione attesa nell'orizzonte temporale prescelto sia uguale o vicina al valore di obiettivo. Secondo un'interpretazione restrittiva di tale approccio, la banca centrale dovrebbe reagire agli sviluppi nel settore finanziario soltanto se questi influiscono sulle previsioni di inflazione. In un'accezione più ampia, per contro, sono concepibili circostanze in



cui il formarsi di squilibri finanziari renderebbe opportuno il posizionamento dei tassi d'interesse a un livello più alto di quello giustificato dalle prospettive inflazionistiche immediate. La logica di una tale linea d'azione sarebbe che, contenendo gli squilibri finanziari, la banca centrale potrebbe contribuire a evitare l'instabilità finanziaria futura e fors'anche una conseguente discesa dell'inflazione al disotto del valore di obiettivo. Sebbene i più elevati tassi d'interesse possano avere come "costo" una certa deviazione dell'inflazione dal valore programmato nel breve periodo, la manovra potrebbe essere considerata coerente con il conseguimento della stabilità dei prezzi su un arco temporale più esteso.

Forse la situazione in cui è più chiaro il potenziale conflitto fra la stabilità finanziaria e un'interpretazione restrittiva dell'approccio basato su obiettivi di inflazione si ha quando sviluppi favorevoli dal lato dell'offerta si traducono in una forte crescita economica, in un calo dell'inflazione e in aspettative oltremodo ottimistiche circa il futuro. In un siffatto contesto il saggio di rendimento reale del capitale, e quindi il tasso d'interesse "naturale" (o Wickselliano), è verosimilmente aumentato. Eppure, il quadro di riferimento su cui si basa l'obiettivo di inflazione potrebbe di fatto richiedere una riduzione dei tassi d'interesse (Capitolo IV). È tuttavia possibile che tale riduzione non faccia altro che rafforzare l'ondata di ottimismo, specie se la banca centrale gode di una solida credibilità, contribuendo in definitiva ad ampliare ancor più gli squilibri finanziari.

D'altra parte, seppure in queste circostanze possano essere opportuni tassi d'interesse più elevati, una manovra in questo senso può dar luogo a considerevoli problemi di economia politica. Dato il modo in cui viene correntemente interpretato il corso della politica monetaria, per la banca centrale potrebbe non essere facile spiegare al pubblico in maniera convincente che ha innalzato i tassi per ragioni di stabilità finanziaria qualora non vi siano evidenti pressioni inflazionistiche. Inoltre, nel caso in cui riesca a moderare gli eccessi finanziari, la banca centrale rischia di essere criticata per aver intaccato quello che a molti appariva come un boom robusto e sostenibile.

Per converso, una riduzione dei tassi d'interesse ai fini della stabilità finanziaria non sembra presentare problemi di questo tipo. Di qui il pericolo di una risposta asimmetrica, per cui le banche centrali diminuiscono rapidamente i tassi non appena una turbativa finanziaria è superata, mentre sono riluttanti ad aumentarli quando gli squilibri si stanno accumulando. Questo fatto può incoraggiare l'assunzione del rischio, in quanto il pubblico si aspetta che la politica monetaria venga "in soccorso" del sistema finanziario ogniqualvolta si produce una turbativa.

Una terza questione concerne l'efficacia dei più alti tassi d'interesse nel contenere gli squilibri finanziari. Da un lato, la manovra di politica monetaria può essere preferita agli strumenti di vigilanza per il motivo che l'innalzamento dei tassi interesserebbe indistintamente le istituzioni regolamentate e non. Dall'altro, un incremento relativamente modesto dei tassi potrebbe essere addirittura controproducente qualora suscitasse un'accresciuta fiducia nell'impegno antinflazionistico della banca centrale e, con ciò, aspettative ancor più ottimistiche riguardo al futuro. È pertanto possibile che occorran

... e l'efficacia degli interventi

forti incrementi dei tassi d'interesse per ottenere risultati apprezzabili. Ma l'effetto di tali incrementi sarebbe difficile da prevedere. Inoltre, a meno di una pronta correzione in senso inverso allorché gli squilibri cominciano a recedere, ne potrebbe conseguire una severa recessione, con un'economia gravata dall'effetto congiunto di prezzi calanti delle attività e tassi d'interesse elevati.

Queste difficoltà implicano che, così come la manovra degli strumenti di vigilanza, l'impiego della politica monetaria al fine specifico di contenere gli squilibri finanziari richiede grande cautela. Esse tuttavia non devono necessariamente escludere un utilizzo sporadico della leva monetaria a questo scopo.

Nel definire la risposta delle autorità è importante il coordinamento

Nel formulare una qualsiasi risposta ufficiale è particolarmente importante il coordinamento fra le istanze cui competono differenti responsabilità. Nella maggior parte dei paesi i vari strumenti dianzi esaminati non sottostanno al controllo di un'unica istituzione. La vigilanza prudenziale è spesso esercitata al di fuori della funzione monetaria, e altri organi ancora stabiliscono le norme in materia di imposte, contabilità e informativa pubblica. Si aggiunga che non tutte queste istanze hanno come obiettivo fondamentale la stabilità finanziaria. Senza il necessario coordinamento fra le banche centrali e le autorità prudenziali, fiscali e contabili vi è il pericolo che difettino le risposte appropriate di parte ufficiale ove se ne presenti il bisogno.

## VIII. Conclusioni: il recente passato come prologo?

Tutti gli sguardi si sono volti verso gli Stati Uniti quando la crescita nella più grande e vivace economia del mondo è bruscamente rallentata nella seconda metà dello scorso anno. Inoltre, la risposta alla spontanea domanda – quale sarà il seguito degli eventi? – ha assunto ancor più rilevanza, in quanto il Giappone non mostrava alcun segno di ripresa durevole, mentre emergevano indicazioni di indebolimento in altre aree. Questi accadimenti confermano che il ciclo economico non è scomparso. Essi evidenziano altresì come le previsioni che si limitano a estrapolare il recente passato siano destinate per definizione a non cogliere i punti di svolta. Questo insegnamento, se vale per gli economisti, vale parimenti per le banche allorché cercano di prevedere le future perdite su crediti.

Tali sviluppi hanno inoltre innescato un dibattito sui limiti insiti in alcuni precetti di politica economica che ancora godono di largo favore. La bassa inflazione, pur rimanendo quanto mai desiderabile, sempre più mostra di essere condizione non sufficiente ad assicurare la stabilità macroeconomica e finanziaria. Analogamente, la presenza di un sistema bancario sano non preclude l'insorgere di turbative finanziarie dirompenti originate da altre fonti. Infine, appare ormai evidente che le autorità monetarie e gli organi di regolamentazione finanziaria non possono continuare a svolgere il proprio compito in modo adeguato senza un efficace dialogo a livello nazionale e internazionale. Purtroppo, queste nuove constatazioni non fanno che confermare l'antica verità che le cose risultano essere sempre più complicate di quanto non appaiano a prima vista.

Il formulare previsioni sulle prospettive di crescita a breve termine negli Stati Uniti è reso più difficile dalla coesistenza di diversi paradigmi concorrenti, ognuno dei quali ha una qualche plausibilità. Un primo paradigma, che potrebbe essere contrassegnato con la denominazione "nuova era", si incentra sul lato dell'offerta. Esso enfatizza l'aumentato potenziale di crescita degli Stati Uniti, l'incremento dei profitti sottostanti come giustificazione dei più elevati prezzi delle attività, e la maggiore capacità delle imprese di evitare forti oscillazioni delle scorte. Si tratta essenzialmente di uno scenario di "atterraggio morbido", che prefigura una ripresa a forma di V. Il secondo è più orientato alla domanda e ha quindi una certa connotazione keynesiana. Stando a questo modello interpretativo, quali che siano gli sviluppi positivi dal lato dell'offerta negli Stati Uniti, la domanda aggregata sarebbe cresciuta troppo rapidamente e troppo a lungo. La correzione di tali eccessi nell'era postbellica ha sempre comportato un periodo di crescita al disotto del potenziale, anche quando l'inflazione misurata non era alta. Il terzo paradigma, che pone l'accento sia sull'offerta sia sulla domanda, ha le proprie radici intellettuali nel pensiero europeo dell'epoca anteriore al conflitto mondiale. Il

ciclo inizia con un'espansione accelerata del credito e un ottimismo magari giustificato da innovazioni tecnologiche, cui fa seguito una fase di "ottimismo eccessivo" e di sovrainvestimento. Esso sfocia in un crollo dei profitti con i connessi effetti sui corsi azionari e, infine, in una ridotta capacità del sistema finanziario di assecondare nuove decisioni di spesa. Evidentemente, quest'ultimo scenario implicherebbe un atterraggio più duro, quand'anche non fosse preceduto da un significativo grado di inflazione a livello aggregato.

Indipendentemente dal paradigma prescelto, si può ritenere che gli andamenti negli Stati Uniti influiscano sugli altri paesi in misura maggiore che in passato, e viceversa. Dal lato dell'economia reale, i legami commerciali si stanno intensificando da decenni. Più di recente, gli investimenti diretti esteri, e in particolare le fusioni societarie, hanno grandemente ampliato il ruolo svolto dalle imprese multinazionali, i cui profitti consolidati riflettono sempre più gli andamenti su scala mondiale. Inoltre, la crescente complessità della catena internazionale delle forniture di manufatti ad alta tecnologia implica che i cicli di prodotto intrinseci di questo settore in rapida espansione abbiano un poderoso impatto in quasi ogni parte del globo. I migliorati mezzi di comunicazione hanno essi stessi facilitato la trasmissione internazionale dei cambiamenti nell'umore e nella fiducia del mercato, con le connesse ripercussioni sui consumi e sugli investimenti.

I mercati dei capitali, la cui dimensione e portata si sono enormemente ampliate negli ultimi anni, generano ulteriori legami internazionali. Rendimenti obbligazionari, prezzi delle azioni, spreads creditizi e premi di rischio hanno infatti mostrato una crescente tendenza a muoversi all'unisono nei diversi paesi, solitamente nella direzione tracciata dagli Stati Uniti. Tali connessioni aumentano anche la probabilità che l'eventuale disfunzione di un mercato si manifesti rapidamente altrove. Ma oltre a essere chiaramente importanti in sé, questi legami potrebbero rendere sempre più difficile la diversificazione del rischio sui mercati dei capitali, in special modo – come si è potuto osservare al tempo della crisi di LTCM – nelle situazioni di forte tensione. Infine, sebbene il consolidamento nel settore finanziario continui a essere un processo eminentemente interno ai paesi, l'espandersi dell'attività transfrontaliera delle maggiori banche offre un altro canale per il cui tramite gli shock possono trasmettersi su scala internazionale.

Alla luce di questi collegamenti, due semplici considerazioni si impongono. La prima è che le misure interne di politica economica hanno riverberazioni internazionali e sono pertanto legittima materia di dibattito internazionale. Il ritardo nella ristrutturazione dei settori finanziario e delle imprese in Giappone potrebbe avere conseguenze rilevanti anche al di fuori del paese, in particolare nell'Est asiatico. Qualora il rallentamento dell'economia USA dovesse durare più a lungo del previsto, un mancato sostegno alla crescita in Europa da parte delle autorità europee sarebbe destinato a ripercuotersi altrove. Inoltre, il modo in cui i responsabili economici negli Stati Uniti potrebbero cercare di smorzare l'impatto di una protratta decelerazione e l'importanza da essi assegnata alle conseguenti variazioni del cambio sarebbero chiaramente di grande rilievo per il mondo, in generale, e per coloro che hanno di recente investito negli Stati Uniti, in particolare. Del pari, le misure dirette a rendere

più resilienti i sistemi finanziari interni sarebbero evidentemente di interesse per le istituzioni estere potenzialmente in grado di fornire nuove risorse sotto forma di capitale e di competenza tecnica.

La seconda considerazione è che occorre una maggiore, e più efficace, cooperazione internazionale. Diventerà tuttavia più difficile soddisfare questa esigenza se i nuovi governi di Washington e Tokyo sceglieranno di concentrarsi in modo più esclusivo sulle problematiche interne, se l'Unione europea sarà assorbita oltremisura dalla questione dell'allargamento e se i responsabili delle economie emergenti si chiuderanno a ogni forma di cooperazione sentendosi emarginati da processi che vedono protagonisti i paesi industriali. Vi è poi il crescente pericolo che, qualora non siano gestiti in modo efficace i risvolti meno gradevoli della globalizzazione, questa lasci il posto a un'evoluzione in senso inverso. Una possibilità è l'eccessivo ricorso a soluzioni regionali. Un'altra, il ritorno a un vero e proprio protezionismo, da molti ancora considerato un'opzione praticabile. Nel caso in cui l'erompere di frizioni commerciali da tempo latenti o il peggioramento della situazione economica dovesse portare alla superficie tali tendenze, queste dovrebbero essere vigorosamente contrastate, affinché non siano compromessi i benefici economici degli ultimi decenni.

### Politiche per promuovere la stabilità macroeconomica e la crescita

Una buona politica economica presuppone che si sappia non soltanto qual è l'obiettivo desiderato, ma anche come conseguirlo. Nel momento in cui questa Relazione è andata alle stampe vi era incertezza a riguardo di entrambi gli aspetti. Per molti commentatori è chiaramente desiderabile una ripresa rapida della spesa e della crescita economica negli Stati Uniti. Essa eviterebbe una protratta inflessione del prodotto e concretizzerebbe il potenziale offerto dalla nuova economia. Si possono anche trovare argomenti a favore della tesi secondo cui un tale esito è possibile, anche se richiederebbe verosimilmente un certo sostegno da parte delle politiche economiche. Le attività patrimoniali detenute dai consumatori superano ancora di gran lunga le passività. Gli analisti del mercato azionario continuano a prevedere che i profitti si riporteranno su un sentiero di crescita a due cifre e che gli investimenti aumenteranno di conseguenza. La perdurante forza del dollaro e gli ampi afflussi di capitali negli Stati Uniti sembrano anch'essi dare motivo di ottimismo.

Altri, invece, mettono in dubbio sia la desiderabilità di una tale veloce ripresa, sia la possibilità che essa si concretizzi. Nell'economia statunitense esistono vari e ben noti squilibri finanziari, fra cui i livelli di indebitamento storicamente elevati, tanto delle famiglie quanto delle imprese, nonché il crescente debito esterno. Ciò ha indotto taluni a concludere che una ripresa e un'espansione moderate potrebbero di fatto essere un esito preferibile, giacché consentirebbero di riassorbire gradatamente gli squilibri, scongiurando in tal modo il pericolo di una recessione ancora più grave in tempi successivi. Questa conclusione sarebbe giustificata ove vi sia motivo di dubitare che il tasso di crescita del prodotto potenziale si sia veramente accelerato nella

misura in cui taluni sostengono. Se così non fosse, una ripresa vigorosa potrebbe più facilmente ravvivare le pressioni inflazionistiche.

Per coloro che considerano prudente evitare un brusco recupero dell'attività economica, potrebbe essere un bene che questi stessi squilibri finanziari rendano meno probabile un tale esito. Paiono esservi anche altri fattori, forse alquanto potenti, che agiscono nella stessa direzione. I prezzi delle azioni sono già calati di molto ma, secondo i parametri più tradizionali, la loro valutazione appare ancora elevata. Lo stock di beni di consumo durevoli di recente acquisto e gli investimenti non redditizi in impianti e attrezzature, specie nel comparto informatico, potrebbero senz'altro indurre a posticipare le nuove decisioni di spesa. Qualora la domanda effettivamente si indebolisse, il risvolto negativo di una più veloce crescita della produttività sarebbe un minor numero di ore lavorate e maggiore disoccupazione, con effetti di retroazione sulla fiducia dei consumatori. Le istituzioni finanziarie, per parte loro, una volta che cominciasse ad appuntare l'attenzione sui rischi a cui le espone il calo degli utili aziendali, potrebbero per diverso tempo mostrarsi riluttanti a finanziare nuovi piani di spesa.

La Riserva federale ha inizialmente ritenuto che prevalessero i rischi in senso recessivo. Ai primi di gennaio essa ha dato avvio a un processo di energica riduzione dei tassi d'interesse, proseguito fino a metà maggio. I timori che gli elevati livelli di debito e l'inasprimento degli standard creditizi potessero limitare gli effetti della manovra sono stati mitigati dal fatto che appariva disponibile un margine per attuare, se ritenuto necessario, ulteriori riduzioni. La flessione dei rendimenti benchmark a lungo termine fino al marzo 2001 era coerente con questa aspettativa e con la convinzione che la Riserva federale non sarebbe stata vincolata nella sua azione da aumenti significativi delle pressioni inflazionistiche. Dopo di allora, però, con maggiore frequenza sono state espresse preoccupazioni a riguardo dell'inflazione, considerato che i tassi a lungo termine erano risaliti al di sopra dei valori osservati prima dell'allentamento monetario. I più elevati livelli retributivi, l'inversione di tendenza nella crescita della produttività, le persistenti carenze nell'offerta di energia e le ripercussioni sui prezzi interni di un possibile calo del dollaro sono stati i fattori all'origine delle inquietudini.

Sull'evoluzione a breve termine dell'economia statunitense influirà anche l'assetto definitivo della legislazione sugli alleggerimenti fiscali proposta dalla nuova Amministrazione. Un taglio delle imposte per \$1¼ trilioni, da attuarsi fra il 2002 e il 2011, è già stato approvato dal Congresso. Non è tuttavia sicuro se il testo di legge finale contemplerà anche uno sgravio con effetto nell'anno in corso. La desiderabilità di tale sgravio dipende molto dall'esito macroeconomico prospettato. Nel caso in cui l'economia si riprenda rapidamente, un'espansione fiscale con impatto immediato tenderà a peggiorare il deficit di risparmio presente negli Stati Uniti. Per contro, essa sarebbe ben più opportuna qualora ci si aspettasse un indebolimento pronunciato dell'economia. Il problema, ovviamente, è che questa decisione va presa in anticipo, sulla base di previsioni macroeconomiche altamente incerte.

Quel che si può affermare con assai maggiore certezza è che il ripristino di favorevoli prospettive di crescita dei profitti aziendali contribuirà molto

a mitigare gli effetti di un'eventuale prolungata debolezza dell'economia. Fortunatamente gli Stati Uniti hanno molti attributi positivi a questo riguardo. Sia i mercati del lavoro che i salari tendono a essere flessibili, e la struttura legale per la ristrutturazione di debiti e la chiusura di capacità produttive esuberanti è ben consolidata. Il settore finanziario, pur condividendo le ridotte prospettive di reddito, in linea generale appare solido. Il fatto che l'eccesso di beni d'investimento si concentri nel settore informatico, dove l'ammortamento è solitamente rapido, dovrebbe parimenti essere di ausilio. Inoltre, dopo la crisi delle casse di risparmio dei primi anni novanta, i politici hanno meglio compreso che una risoluzione precoce dei problemi nel settore finanziario è in definitiva assai meno costosa di un atteggiamento di passiva indulgenza.

Non si può dire che questi punti di forza caratterizzino l'economia giapponese. Al contrario, il decennale processo di ristrutturazione delle banche e delle imprese ha lasciato in retaggio un calo tendenziale dei prezzi delle attività, capacità industriali in eccesso e, soprattutto, il perdurare di mediocri prospettive di profitto. I principali ostacoli a un cambiamento di fondo continuano a essere un sistema politico basato su interessi particolari e la cultura del favore reciproco. Le continue iniezioni fiscali e le garanzie a sostegno dell'economia, intese all'origine come rimedio transitorio, sono state sempre più impiegate in alternativa a provvedimenti politicamente scomodi che avrebbero minacciato la sopravvivenza di molte aziende e accresciuto temporaneamente il tasso di disoccupazione. Se con l'avvento del nuovo primo ministro si parla oggi maggiormente di azione, questa potrà concretizzarsi soltanto allorché sarà emerso un consenso politico sull'esigenza di un cambiamento reale.

Un altro malaugurato problema è che il differire la ristrutturazione non soltanto ne accresce i presumibili effetti dolorosi, ma erode altresì il margine a disposizione delle autorità per alleviare queste conseguenze mediante stimoli macroeconomici. I tassi d'interesse ufficiali in Giappone sono di fatto ridiscesi a zero e, dati i prezzi calanti, i rendimenti reali sono tornati a essere positivi. Inoltre, i successivi pacchetti fiscali hanno fatto salire a oltre il 120% il rapporto fra debito pubblico e PNL. Ciò nonostante, qualora fossero portate avanti riforme strutturali proiettate al futuro potrebbe comunque valere la pena di assumere ulteriori rischi su entrambi i versanti della politica economica per far sì che il conseguente aumento della disoccupazione venga compensato da un'accresciuta domanda.

La Banca del Giappone ha già deciso di acquistare una gamma di attività più ampia del normale. È concepibile che essa possa estendere ulteriormente tale gamma, a condizione che il governo fornisca garanzie atte a preservare la sua autonomia al verificarsi di perdite sui crediti. Potrebbe altresì essere preso in considerazione l'acquisto non sterilizzato di attività denominate in valute estere, sebbene in questo caso vada ovviamente anche tenuto conto degli interessi di altre autorità nazionali. Il recente impegno a non rialzare i tassi ufficiali fintantoché l'indice dei prezzi al consumo non cessi di calare è stato senz'altro utile. Nondimeno, potrebbe anche essere opportuno considerare un impegno più esplicito a perseguire un obiettivo in termini di livello dei prezzi o di tasso d'inflazione. Un tale quadro operativo consentirebbe al pubblico

di attendersi una significativa risalita dei prezzi e, di conseguenza, tassi d'interesse reali negativi. Al tempo stesso darebbe una certa assicurazione che non verrebbe permesso agli aumenti dei prezzi di diventare poi incontrollabili, come accadde in circostanze simili negli anni trenta.

Quanto a un ulteriore stimolo fiscale, la sua raccomandabilità dipende dal punto di equilibrio desiderato fra le esigenze di breve periodo e la necessità di un risanamento fiscale a più lungo termine. Il bisogno di stimolo fiscale a breve sarà in parte determinato dai cambiamenti nel clima di fiducia associati al processo di ristrutturazione. Da un lato, le connesse perdite di posti di lavoro rischiano di intaccare la fiducia, ma dall'altro una chiara e risoluta volontà d'azione, in luogo dell'inerzia, potrebbe avere un effetto diametralmente opposto. Ovviamente, se i maggiori esborsi per prestazioni previdenziali fossero finanziati mediante un ridimensionamento degli investimenti pubblici improduttivi, anche un indirizzo fiscale immutato potrebbe apportare vantaggi sostanziali. Per quanto riguarda la necessità di riequilibrare i conti pubblici nel più lungo periodo, occorre evidentemente predisporre al più presto un piano credibile per affrontare il problema. Quel che appare invece più difficile da accettare è che il momento in cui la necessità di ristrutturare in Giappone coincide con un rallentamento dell'economia mondiale sia anche il momento appropriato per dare effettivamente inizio a tale processo.

A confronto delle spinose questioni con cui sono alle prese i responsabili delle politiche negli Stati Uniti e nel Giappone, i problemi che si pongono ai loro omologhi nell'area dell'euro appaiono quasi banali. In prima analisi, non sono ravvisabili importanti squilibri finanziari a livello di famiglie, imprese o amministrazioni pubbliche. Molti paesi hanno inoltre compiuto progressi significativi, anche se poco notati, nel migliorare l'efficienza dei mercati del lavoro e dei prodotti e nell'attuare altre riforme strutturali destinate ad accrescere con il tempo l'efficienza allocativa. Con ciò non si vuol dire che non occorran ulteriori riforme. I regimi contributivi aggravano artificialmente il costo del lavoro, e il carico tributario rimane molto pesante. Alcuni settori abbisognano urgentemente di maggiore deregolamentazione. E vi è una crescente consapevolezza del fatto che i potenziali guadagni di produttività offerti dalle nuove tecnologie potranno essere realizzati appieno soltanto rendendo più flessibili i mercati del lavoro e potenziando la formazione professionale.

Un sintomo di tali problemi di fondo dei mercati europei è il fatto che con il procedere dell'espansione si siano palesate crescenti carenze di manodopera qualificata e che l'inflazione sia rimasta ostinatamente al di sopra dell'obiettivo dichiarato dell'Eurosistema. Quest'ultima considerazione, unitamente alla sensazione che per il resto tutto procedesse bene, contribuisce a spiegare l'atteggiamento "attendista" dell'Eurosistema di fronte agli incipienti segni di rallentamento economico. Va poi aggiunto che molte banche centrali nazionali dell'area dell'euro mostrano tradizionalmente una marcata preferenza per una visione di medio periodo nella conduzione della politica monetaria, rifuggendo pertanto da quello che esse considerano un eccessivo interventismo. A prescindere dalla validità o meno di tale visione, di fatto i responsabili delle politiche in Europa sono rimasti aperti alla possibilità che le



prospettive economiche per l'area dell'euro siano oggi più strettamente legate che in passato a quelle delle altre regioni. Di conseguenza, hanno rilassato leggermente le condizioni monetarie a metà maggio. Essi dovrebbero essere pronti ad allentarle ulteriormente nel caso in cui fattori di natura sia globale che locale determinino un'attenuazione ancora più evidente delle spinte inflazionistiche.

Una possibile fonte di pressioni disinflazionistiche nell'area dell'euro potrebbe essere un significativo recupero della moneta unica, nei confronti forse sia del dollaro che dello yen. Ciò si accompagnerebbe ovviamente a effetti inflazionistici negli Stati Uniti e a un'attenuazione delle pressioni deflazionistiche in Giappone. La logica sottostante a un tale scenario potrebbe essere semplicemente quella di un'inversione spontanea del deprezzamento dell'euro, la cui entità e durata non sono peraltro mai state facilmente spiegabili. Ma un possibile argomento aggiuntivo in favore del rafforzamento dell'euro è l'ipotesi di un protratto periodo di crescita relativamente più rapida in Europa, dovuta principalmente alla dinamica più esitante dell'economia negli Stati Uniti e nel Giappone. Tuttavia, il fatto che l'euro continui a non apprezzarsi in modo deciso rispetto al dollaro seppure questi assunti macroeconomici appaiano sempre più plausibili, induce a considerare un scenario alternativo. Se il dollaro rimane forte, sia perché i mercati si attendono una vigorosa ripresa della crescita negli Stati Uniti sia perché la moneta americana viene vista come un valore rifugio in tempi agitati, il disavanzo della bilancia corrente USA è destinato a rimanere elevato. E ciò potrebbe, prima o poi, comportare un aggiustamento più drastico dei tassi di cambio.

Ancora più difficile è prevedere il futuro corso degli eventi per quanto concerne il rapporto di cambio dollaro/yen. Pare comunque esservi una crescente disponibilità, sia in Giappone che negli Stati Uniti, a tollerare un deprezzamento dello yen, sempre che esso avvenga con gradualità e sia collegato a importanti riforme strutturali in Giappone atte a migliorare le prospettive di crescita a più lungo termine. L'ovvio pericolo è che questo processo possa sfuggire di mano. Alla luce del forte incremento delle importazioni a basso costo che sta già erodendo l'eccedenza commerciale nipponica, dei tassi d'interesse praticamente a zero e dei crescenti dubbi circa la solidità delle istituzioni finanziarie, tale possibilità non può certo essere scartata. Qualora la debolezza dello yen dovesse tradursi in un aumento dei tassi d'interesse in Giappone, con ripercussioni sulle banche che hanno assunto ingenti posizioni in titoli di Stato, essa potrebbe addirittura minacciare la stabilità finanziaria interna. Un'altra conseguenza sgradita sarebbe l'acutizzarsi delle pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti, dove la posizione commerciale bilaterale nei confronti del Giappone costituisce un'annosa questione politica. E, ovviamente, non è neanche da escludere il pericolo di svalutazioni competitive negli altri paesi asiatici, fra cui potenzialmente la Cina. La recente crisi asiatica dopo tutto è stata provocata in parte dalla forza del dollaro sullo yen nel 1996 e 1997.

Fortunatamente, com'è spiegato nel capitolo introduttivo della Relazione, la maggior parte dei paesi asiatici ha sviluppato nel frattempo una maggiore capacità di resistenza agli shock originati dalle variazioni di cambio

delle monete dei principali paesi industriali. Purtroppo, talune vulnerabilità rimangono. In molte delle economie asiatiche minori la crescita economica dipende fortemente dalle esportazioni. Questo non sarebbe di certo un male, se non fosse per la quota preponderante dei prodotti elettronici destinati agli Stati Uniti. Un protratto rallentamento dell'economia americana, specie se indotto dalla spesa per investimenti, avrebbe chiaramente notevoli contraccolpi su questi paesi. Inoltre, poiché la Cina è destinataria di una parte più ampia del volume complessivamente calante degli investimenti diretti esteri, molte economie asiatiche non potrebbero più contare sull'effetto ammortizzante di questi flussi.

In siffatte circostanze sarebbe normale fare maggiormente leva sulla domanda interna per stimolare la crescita, e in effetti sono già state prese varie iniziative meritevoli in tal senso. Una crescente preoccupazione, tuttavia, è che la situazione delle finanze pubbliche in diversi paesi asiatici sia divenuta meno solida. Ciò vale per la Cina, dove sono chiaramente necessari miglioramenti nell'amministrazione tributaria, e per l'India in particolare. In molti paesi va poi tenuto conto dei perduranti esborsi di bilancio per la ristrutturazione del settore bancario. Inoltre, dato che in numerosi casi tale ristrutturazione rimane incompleta, è lecito dubitare della capacità del sistema finanziario di generare il credito di cui potrebbe necessitare un'espansione trainata dalla domanda interna. La conclusione ovvia è che la ristrutturazione avrebbe dovuto essere rapida e definitiva. Ora però che si è mancata questa occasione, appare meno chiaro quale sia la via da seguire nelle circostanze presenti. Per alcuni la risposta è semplice: meglio tardi che mai. Va tuttavia anche osservato che, così come nel caso del Giappone, è difficilmente immaginabile un momento meno propizio per intraprendere le necessarie riforme strutturali.

Le vulnerabilità delle altre principali economie emergenti sono di natura alquanto diversa. I paesi dell'America latina sono in generale meno aperti al commercio estero e quindi meno esposti a una flessione della domanda in altre regioni. Il Messico costituisce per certi versi un caso a parte, dati i suoi intensi e sempre più stretti legami commerciali con gli Stati Uniti, ma vi è motivo di sperare che grazie a questa posizione esso benefici di crescenti investimenti esteri in cerca di potenzialità produttive a basso costo. Anche il perdurante vigore del dollaro non sembra causare granché disagio alla maggior parte delle economie latino-americane, con l'evidente eccezione dell'Argentina, sebbene molte di esse presentino ampi disavanzi correnti. I paesi che sono esportatori netti di petrolio hanno tratto vantaggio dal rincaro del greggio, ma di fatto quasi tutti hanno fortemente aumentato la spesa in consumi e le importazioni. Il loro fabbisogno corrente di finanziamento è stato finora coperto da ampi afflussi di investimenti diretti esteri. Essi rimangono però fortemente esposti a eventuali mutamenti di umore dei mercati finanziari internazionali e soprattutto all'aumento generalizzato dell'avversione al rischio che potrebbe conseguire a un rallentamento economico mondiale. Vi sono già stati vari periodi in cui il finanziamento sui mercati obbligazionari internazionali è diventato estremamente oneroso o addirittura impossibile. Molti paesi dell'America latina hanno compiuto progressi considerevoli nel privatizzare e liberalizzare le proprie economie, nel riportare l'inflazione su livelli bassi e nel

creare i presupposti normativi per un quadro di politica monetaria e fiscale sostenibile. Quanto più credibile verrà resa questa cornice operativa a lungo termine, tanto maggiore sarà l'effetto rassicurante prodotto sugli investitori esteri e, di conseguenza, la probabilità che essi non reagiscano negativamente a manovre di breve periodo volte a sostenere la domanda in presenza di shock globali. I problemi attuali dell'Argentina, che ha regolarmente disatteso l'impegno di riformare a fondo le finanze pubbliche e il mercato del lavoro, sono una chiara testimonianza di queste interrelazioni.

In altre parti dell'economia mondiale non è difficile ravvisare squilibri macroeconomici, ma questi appaiono in genere meno rilevanti dei problemi strutturali che sono di impedimento alla crescita. In Turchia, così come in gran parte dell'Africa, nonché in Russia e negli altri paesi della CSI, il problema fondamentale continua a risiedere negli assetti di governo politico e societario. Senza una legislazione adeguata e un sistema giudiziario indipendente, i diritti di proprietà restano incerti e la corruzione permane endemica. In una tale situazione avversa, aggravata in molti paesi dalla quasi totale mancanza di infrastrutture finanziarie, non sorprende che il risparmio e l'investimento interno rimangano su livelli molto bassi e che gli investimenti diretti esteri non siano aumentati in modo apprezzabile. Anche se occorreranno vari anni per porre rimedio a queste carenze di fondo, alla Banca mondiale e al Fondo monetario internazionale va riconosciuto il merito di avere in misura crescente richiamato su di esse l'attenzione del mondo.

Infine, anche in molti paesi del Medio Oriente e dell'Europa centrale sono necessari cambiamenti strutturali. Nel primo caso vanno compiuti sforzi per diversificare la struttura produttiva dell'economia e per ridurre la dipendenza dalla manodopera qualificata estera. Per i paesi esportatori di petrolio vi è da sperare che la perdurante sostenutezza dei prezzi del greggio fornisca loro l'impulso finanziario per compiere una siffatta trasformazione e non offra invece un facile pretesto per differirla nel tempo. Nell'Europa centrale dovrebbe essere dedicata maggiore attenzione al problema della disoccupazione strutturale, nonché alla forte dipendenza dagli afflussi di capitali esteri per il finanziamento degli ampi disavanzi commerciali. Ci si può attendere che le profonde riforme strutturali già intraprese nella regione incoraggino l'ulteriore afflusso di fondi. Nondimeno, è necessario che siano adottate misure volte ad assicurare il mantenimento della stabilità finanziaria nell'eventualità che tali flussi di capitali subiscano un'inversione di tendenza.

## Politiche per promuovere la stabilità finanziaria

Nel definire il quadro normativo e regolamentare del settore finanziario, si presenta un ben noto trade-off fra sicurezza ed efficienza. Gli eventi recenti inducono tuttavia a ritenere che questo trade-off abbia una componente dinamica, oltre che statica. Nei sistemi più orientati al mercato pare esservi una maggiore propensione a fornire il capitale di avviamento che consente di realizzare innovazioni in grado di aumentare nel tempo la crescita della produttività. Ma questi stessi sistemi potrebbero erogare credito in misura eccessiva, finanziando in tal modo progetti dubbi e intensificando artificialmente la

concorrenza fra le banche per quelli validi. Di conseguenza, vi è la possibilità che sia i crediti produttivi sia quelli improduttivi si trasformino in sofferenze, con pregiudizio per i prestatori e la solidità del sistema finanziario. Pertanto, le politiche volte a promuovere la stabilità finanziaria dovranno soppesare i benefici di un più rapido ritmo di crescita nel lungo periodo a fronte dei costi di più violenti cicli economici allorché gli eccessi finanziari vengono rimossi. Alla luce di un tale trade-off, è difficile individuare strategie globali ottimali per promuovere la stabilità finanziaria, specie in un mondo in cui le preferenze nazionali divergono ancora sensibilmente; nondimeno, è pur sempre possibile ricercare e attuare misure verosimilmente in grado di migliorare il trade-off.

Nella pratica, le politiche per il rafforzamento della stabilità finanziaria hanno molteplici dimensioni. Un aspetto importante è l'identificazione delle vulnerabilità specifiche che promanano dalla recente evoluzione macroeconomica. Un secondo aspetto consiste nell'individuare le nuove tendenze e i nuovi prodotti al fine di prevederne le possibili ripercussioni sulla stabilità finanziaria. E un terzo è la ricerca dei modi atti a rafforzare ciascuno dei tre pilastri fondamentali su cui poggia il sistema finanziario internazionale: istituzioni finanziarie, funzionamento dei mercati e infrastrutture sottostanti. Significativi passi avanti sono stati compiuti nel periodo sotto rassegna in ognuna di queste tre aree.

Considerando anzitutto la questione delle attuali vulnerabilità, vale la pena di ricordare che il sistema finanziario mondiale ha attraversato un lungo periodo di deregolamentazione e di consolidamento. Di conseguenza, esso è oggi più che mai retto dal mercato, globalizzato, interdipendente e soggetto a rapidi movimenti. Tali caratteristiche hanno reso intrinsecamente difficile riconoscere le fragilità e stabilire quali debbano essere i rimedi. Purtuttavia, si impone l'ovvia domanda: giacché la recente, lunga fase di crescita economica si è accompagnata a una rapidissima espansione del credito e a un'eccessiva esuberanza dei prezzi delle attività, è possibile che un rallentamento economico metta a nudo debolezze nel sistema finanziario che potrebbero accentuare questa evoluzione dell'economia reale?

Una prima serie di argomenti rende meno verosimile questa possibilità. In passato la principale causa di fragilità finanziaria risiedeva solitamente nel livello eccessivo dei prezzi immobiliari; tuttavia, nella recente ripresa essi sono stati relativamente moderati. Per giunta, i tassi ufficiali sono stati innalzati già a partire dalla metà del 1999. Da allora, i ribassi delle quotazioni azionarie hanno ridotto la capitalizzazione globale di \$10 trilioni, ossia un terzo del PIL mondiale. Anche i differenziali di credito si sono ampliati in misura significativa – superando in molti casi i livelli di fine 1998 – essendo stati resi ovunque più stringenti gli standard creditizi. Eppure, malgrado la durata e l'entità di tali shock, i mercati hanno continuato a funzionare in maniera ordinata, e non sono emerse importanti indicazioni di turbative finanziarie.

Un'altra serie di argomenti conduce a conclusioni meno rassicuranti. Il rallentamento dell'attività economica e della crescita dei profitti è di fatto un fenomeno assai recente. Molto dipende da ciò che accadrà nei mesi a venire. Inoltre, se l'esposizione delle istituzioni finanziarie verso singoli paesi o settori economici – ad esempio, l'Argentina, la Turchia o le imprese

tecnologiche – sembra essere gestibile, più attenta considerazione richiedono i rischi aggregati. È senz'altro positivo il fatto che negli ultimi anni le maggiori istituzioni finanziarie abbiano fatto assai più ampio ricorso a prove di stress per valutare quale sarebbe l'impatto di situazioni estreme, ancorché plausibili, e per proteggersi di conseguenza. Malgrado ciò, resta da vedere se esse abbiano considerato adeguatamente il fatto che i rischi di credito, di mercato e di liquidità tendono a muoversi tutti nella stessa direzione in periodi di crisi. Giustamente le autorità di vigilanza, consapevoli di tali interazioni, sono divenute in generale più guardinghe e sempre più propense a chiedersi che cosa comporterebbe il verificarsi di certi scenari.

Fra le nuove tendenze del settore finanziario con potenziali conseguenze per la stabilità sistemica, la più importante è stata forse la rapida diffusione di nuove tecniche per il trasferimento del rischio di credito. Da un lato, esse dovrebbero migliorare la gestione del rischio in quanto sfruttano i vantaggi comparati nell'assunzione del rischio stesso. Inoltre, con l'emergere di mercati liquidi gli operatori saranno meglio in grado di stabilire il prezzo appropriato per l'accettazione del rischio creditizio. Sarà questo un beneficio immenso, di portata forse rivoluzionaria. Dall'altro, alcuni aspetti di tale evoluzione destano timori di natura prudenziale. Siffatte transazioni possono rendere meno trasparente la distribuzione dei rischi all'interno del sistema e con la stessa facilità favorirne tanto la concentrazione quanto la dispersione. Un ulteriore aspetto è che verrà ad accrescersi il ruolo delle società di assicurazione, e ciò non sorprende, dato che questi strumenti di trasferimento del credito sono per lo più assimilabili a polizze assicurative. Ne consegue l'esigenza di una collaborazione sempre più stretta fra autorità di vigilanza dei settori bancario e assicurativo, al duplice scopo di evitare il possibile sviluppo di arbitraggi regolamentari e di garantire che questi rischi siano correttamente controllati e prezzati. Infine, analogamente a quanto avviene per tutti i nuovi strumenti, va posta la questione dell'adeguatezza della documentazione contrattuale e dello status giuridico di tali strutture. Come nei casi della compensazione in sede di liquidazione, delle società veicolo e di molte altre recenti innovazioni, le incertezze di natura giuridica potrebbero essere risolte in modo definitivo solo in via giudiziaria. Nel frattempo, l'unica cosa certa è che in tempi economici più difficili si avrà un netto aumento delle controversie. Pertanto, sarà bene che le autorità di vigilanza esaminino attentamente le concentrazioni delle esposizioni ai rischi giuridici accertati poiché, come ha dimostrato una recente sentenza negli Stati Uniti, le somme in gioco possono essere enormi.

Passando infine alle misure volte a rafforzare le fondamenta del sistema finanziario internazionale, considerevoli sforzi sono stati fatti per migliorare la gestione del rischio presso banche, compagnie di assicurazione e intermediari mobiliari. È stata riservata grande attenzione alle proposte di modifica per un Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali, diffuse nel gennaio di quest'anno. L'Accordo originario del 1988 aveva contribuito a innalzare ovunque i livelli patrimoniali. Poiché si basava su di un ristretto numero di coefficienti fissi di ponderazione del rischio, esso presentava il vantaggio della semplicità, ed era stato prontamente adottato come standard a livello mondiale. Con l'andare del tempo, tuttavia, si sono palesate anche le sue

carenze. Dato che impieghi di qualità diversa venivano trattati alla stessa stregua a fini prudenziali, vi era un incentivo a rimuovere dal bilancio i crediti di buona qualità al fine di innalzare il saggio complessivo di redditività. Inoltre, con la crescente sofisticatezza dei metodi interni di valutazione del rischio delle banche, è emerso con maggiore evidenza che i requisiti prudenziali dell'Accordo originario erano sempre meno in grado di garantire un'adeguata copertura dei rischi effettivamente assunti dalle istituzioni.

Il Nuovo Accordo affronta tali aspetti nella loro interezza, ed è quindi necessariamente più complesso. In particolare, esso consente differenti opzioni per il calcolo dei requisiti minimi e cerca di incentivare le banche stesse a migliorare costantemente la loro capacità di gestione interna del rischio. Comune a tutte le opzioni prospettate è una maggiore differenziazione dei crediti a seconda della loro qualità. Di conseguenza, è previsto che il coefficiente patrimoniale a fronte di un dato credito vari nel corso del tempo al variare della sua rischiosità stimata in funzione delle circostanze. Per la prima volta viene affrontata anche la questione del rischio operativo, che sta chiaramente assumendo rilevanza sempre maggiore. Le nuove proposte sottolineano infine l'importanza del processo di controllo prudenziale, segnatamente la verifica delle procedure interne impiegate dalle banche per la valutazione del rischio, nonché la necessità di una loro maggiore trasparenza a riguardo del profilo di rischio e dell'operatività. In quest'ultimo caso, la premessa logica è che la disciplina di mercato, basata su tale trasparenza, incoraggerà comportamenti improntati a maggiore prudenza.

Tutte queste proposte rappresentano sostanziali passi avanti. Tuttavia, di qui al momento della loro entrata in vigore, prevista per il 2004, le autorità di vigilanza, insieme agli operatori del settore, dovranno ancora definire alcuni importanti dettagli. Una questione aperta è la possibilità che le valutazioni interne del rischio varino eccessivamente nel corso del ciclo economico, con la conseguenza indesiderabile di ridurre la base di capitale nei periodi di alta congiuntura e di aumentarla in quelli recessivi. Questo effetto potrebbe essere accentuato dalla tendenza a impiegare orizzonti temporali relativamente brevi e tecniche che si limitano di fatto a estrapolare il recente passato. Fortunatamente, il processo di controllo prudenziale offre un mezzo per trattare questi problemi pratici di misurazione del rischio e di adeguatezza patrimoniale, sempre che naturalmente l'autorità di vigilanza disponga delle risorse, delle competenze tecniche e dei poteri necessari a imporre l'osservanza delle prescrizioni. Soprattutto per gli organi di supervisione di molte economie di mercato emergenti, potrebbe trattarsi di una sfida assai impegnativa.

Un problema strettamente correlato che incide sul funzionamento di tutte le istituzioni finanziarie concerne le recenti proposte di ampliare l'utilizzo della contabilità al valore corrente di mercato. Dal punto di vista della stabilità finanziaria, taluni sostengono che essa migliorerebbe la disciplina di mercato, rendendo gli schemi di bilancio più trasparenti e conformi alle condizioni finanziarie dell'impresa. In particolare, questo metodo comporterebbe l'immediata rilevazione dei guadagni e delle perdite derivanti da mutamenti dei tassi d'interesse e della qualità creditizia. Viceversa, altri temono che gli utili netti e le valutazioni potrebbero variare eccessivamente da un periodo all'altro

e presentare fluttuazioni troppo marcate nel corso del ciclo economico. La conseguenza potrebbe essere un sistema finanziario ancor più prociclico di quanto non lo si reputi attualmente.

Dati i problemi che può comportare la contabilità al valore corrente, una soluzione intermedia suggerita è l'adozione di politiche di accantonamento per perdite su crediti in un'ottica di più lungo periodo. Con le attuali regole contabili, tali accantonamenti tendono di norma a calare con l'espandersi dell'economia e ad aumentare solo nella fase discendente del ciclo. Un approccio maggiormente orientato al futuro consentirebbe di contabilizzare precocemente le perdite attese, accrescendo la potenziale disponibilità di risorse per far fronte all'emergere di insolvenze in periodi di recessione. Purtroppo, anche questa alternativa non è esente da difficoltà. Prima fra tutte è la forte componente discrezionale di questo tipo di accantonamenti, che offre alle banche la possibilità di manipolare i bilanci a fini fiscali o di altro genere. Inoltre, qualora i mutamenti del merito creditizio nel corso del ciclo non siano adeguatamente riconosciuti ex ante, una politica di accantonamenti in funzione prospettica potrebbe comunque avere scarsi effetti pratici. Nonostante queste difficoltà, tale approccio sembra meritevole di ulteriori approfondimenti, così come lo sono le proposte che invitano le autorità di vigilanza a prescrivere una qualche forma di accantonamento automatico all'atto dell'erogazione dei prestiti.

Accanto alla solidità delle istituzioni, l'efficiente funzionamento dei mercati dei capitali è il secondo requisito fondamentale per la stabilità finanziaria. Nel periodo sotto rassegna è stato espresso da più parti il timore che alcuni sviluppi, strutturali o di altra natura, possano ridurre la liquidità di mercato, intesa come possibilità di effettuare transazioni di ingente ammontare senza produrre effetti di rilievo sui prezzi. Fra tali sviluppi figurano la manifesta riduzione e concentrazione del capitale di rischio allocato all'attività di market-making, il ritiro degli hedge funds dalle operazioni di arbitraggio, la standardizzazione delle procedure di gestione del rischio, il crescente utilizzo dell'intermediazione elettronica (caratterizzata in genere dall'assenza di market-makers) e l'offerta calante di titoli di Stato "a rischio zero". Di fatto, i recenti shock non hanno avuto sul funzionamento dei mercati quegli effetti pervasivi osservati nel 1990 e nel terzo trimestre 1998. Va però ricordato che in entrambe quelle occasioni era intervenuto un evento critico di grande portata, ossia il dissesto e il quasi dissesto di un operatore di primaria importanza, rispettivamente Drexel Burnham Lambert e LTCM. Vista l'assenza di eventi analoghi in tempi recenti, si potrebbe sostenere che la liquidità in condizioni di stress non sia stata veramente messa alla prova. D'altra parte si potrebbe anche affermare che quei precedenti episodi abbiano determinato un minore utilizzo della leva finanziaria, che ha di per sé ridotto le probabilità di un blocco dei mercati in situazioni di tensione.

Sebbene non si possa ancora esprimere un giudizio definitivo, sono state nondimeno avanzate diverse proposte pratiche per assicurare che i mercati finanziari continuino a funzionare ordinatamente. Ulteriori progressi nella definizione e applicazione di requisiti concernenti le garanzie e la documentazione dovrebbero accrescere l'idoneità degli swaps ad assumere molte delle funzioni

svolte in precedenza dai titoli di Stato. In Europa una pronta attuazione delle raccomandazioni contenute nel Rapporto Lamfalussy avrebbe il benefico effetto di facilitare l'integrazione di mercati ancora frammentati. Inoltre, dato che l'esperienza ha mostrato quanto rapidamente i timori legati al rischio di controparte possano retroagire sulla liquidità del mercato, dovrebbero essere incoraggiate ulteriori iniziative per migliorare la trasparenza. Da ultimo, le principali istituzioni finanziarie – e in particolare quelle stesse che potrebbero essere ritenute erogatrici di liquidità in periodi di tensione – vengono sollecitate a effettuare per il rischio di liquidità le medesime onerose prove di stress che esse applicano in misura sempre maggiore ai rischi di mercato e di credito.

Il terzo fondamento a sostegno della stabilità del sistema finanziario è un'adeguata infrastruttura finanziaria. In aggiunta ai presupposti contabili e giuridici già menzionati, è essenziale la presenza di sistemi di pagamento e regolamento che continuino a operare indipendentemente dalle sollecitazioni cui sono esposti. Notevoli progressi sono stati compiuti negli anni recenti nell'area dei sistemi all'ingrosso, in particolare con la diffusa adozione del regolamento lordo in tempo reale. Oltre a ciò, la pubblicazione dei *Principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica* ha fornito al FMI e alla Banca mondiale un'utile serie di parametri da applicare a livello mondiale nelle valutazioni dei paesi. Infine, concreti passi avanti sono stati fatti verso l'istituzione della Continuous Linked Settlement Bank al fine di assicurare che la compensazione e il regolamento delle transazioni in cambi nelle principali valute non comportino più l'insorgenza del rischio Herstatt. Dopo aver indugiato per venticinque anni nel porre rimedio a questa riconosciuta esposizione globale, è necessario compiere con determinazione gli ultimi passi verso una valida soluzione del problema.

## Cooperazione nel perseguimento della stabilità finanziaria

Se nell'ambito della cooperazione internazionale si pongono alcuni difficili problemi, vi è almeno una questione altrettanto difficile che va affrontata sul piano interno: quali dovrebbero essere i ruoli rispettivi delle autorità monetarie e degli organi di vigilanza in ordine alla stabilità finanziaria? Si tratta di un quesito rilevante anche laddove la funzione di vigilanza compete alla banca centrale. La questione sta divenendo ancora più pertinente alla luce della tendenza a concentrare in un organismo indipendente la responsabilità della sorveglianza prudenziale sulle istituzioni finanziarie e sui mercati mobiliari.

Quale che sia l'opinione a riguardo di tale tendenza, essa quantomeno evidenzia come possano senz'altro esservi due approcci complementari al problema della stabilità finanziaria, di cui uno rivolto alle istituzioni e l'altro al sistema nel suo insieme. La vigilanza si è tradizionalmente focalizzata sulla solidità delle singole istituzioni in quanto presidio fondamentale a salvaguardia della solidità dell'intero sistema. Per converso, le autorità monetarie hanno avuto la tendenza ad annettere maggiore importanza alla possibilità che il sistema finanziario nel suo complesso sia interessato da shock e cicli generalizzati. Posto che entrambi gli approcci siano ritenuti validi, sembrerebbe allora



normale – nell'interesse della prevenzione delle crisi – che vi sia costante dialogo e cooperazione fra tutte le parti in causa. Se queste sono chiamate a porre rimedio alle fragilità, è necessario che scambino le proprie vedute in proposito. Un siffatto processo consentirebbe inoltre l'instaurarsi di chiare linee di comunicazione e di un clima di fiducia fra le varie istanze, presupposti essenziali per gestire le crisi al loro insorgere. Coloro a cui compete la gestione delle crisi dovrebbero convenire in anticipo quali sono le responsabilità rispettive, affinché le decisioni necessarie siano assunte al momento appropriato.

La cooperazione internazionale per il perseguimento della stabilità finanziaria ha luogo in vari consessi, alcuni dei quali di origine alquanto recente. Invero, si potrebbe anche sostenere che vi sia perfino un eccesso di dialogo. I responsabili devono partecipare a un'interminabile serie di incontri, con il conseguente rischio che le discussioni ripetitive sottraggano spazio a un'analisi fattuale e indeboliscano la volontà di assumere iniziative concrete per prevenire le crisi finanziarie. L'istituzione del Forum per la stabilità finanziaria aveva inizialmente destato il timore che essa non avrebbe fatto altro che aggravare il problema. In pratica, tuttavia, questo consesso si è dimostrato oltremodo efficace nel riunire i principali esponenti ufficiali dei maggiori mercati finanziari, al fine di individuare le fragilità, le aree di sovrapposizione e le restanti lacune nell'affrontare la questione della stabilità finanziaria, nonché di stabilire le priorità. E pur essendo consapevole di dover intraprendere in prima persona parte di questo lavoro, il Forum si è principalmente basato su organismi già operanti per far progredire la cooperazione.

In particolare, il Forum si adopera in misura crescente per incoraggiare l'impiego su scala nazionale di codici e standard concordati internazionalmente a sostegno della stabilità finanziaria. Questo obiettivo richiede almeno quattro linee di azione: fissazione degli standard; valutazione del grado di conformità nei singoli paesi; applicazione degli standard; loro aggiornamento periodico alla luce dell'esperienza pratica. Grandi progressi sono stati compiuti in ciascuno di questi ambiti grazie anche alla disponibilità del FMI e della Banca mondiale a collaborare strettamente con gruppi nazionali di esperti degli organismi di normazione, anche se molto resta ancora da fare. In particolare, alcuni mercati emergenti continuano a mettere in discussione la legittimità di codici stilati essenzialmente da un ristretto gruppo di paesi sviluppati. Essi chiedono che gli standard riconoscano quantomeno la realtà di differenti livelli di sviluppo. Sul piano attuativo, è chiaro che i codici esistenti vanno maggiormente portati all'attenzione delle agenzie di rating e dei prestatori se si vuole che questi ne facciano attivo uso per premiare l'osservanza. Ed è altrettanto chiaro che molte economie di mercato emergenti necessiteranno di assistenza tecnica, presumibilmente su vasta scala.

È parimenti necessario far progredire l'analisi e l'intesa sul modo migliore di gestire e risolvere le crisi finanziarie. Occorre un più vasto consenso sui principi basilari da applicare alla ristrutturazione delle banche deboli allorché l'intero sistema è in condizioni precarie. In aggiunta a ciò, il perdurante processo di consolidamento e globalizzazione del settore finanziario sta creando istituzioni più grandi, più complesse e più internazionalizzate, il cui ambito

operativo comprende spesso varie giurisdizioni prudenziali. Anche se la qualità del management è in genere molto alta, maggiore attenzione deve essere prestata alle modalità con cui procedere nel caso in cui tali istituzioni palesino situazioni potenzialmente critiche. La consapevolezza delle interconnessioni oggi esistenti fra molte di esse ha reso questo compito ancora più pressante. Sarebbe infine auspicabile un più ampio accordo sul ruolo appropriato del FMI nel gestire le crisi di liquidità dei debitori sovrani. Taluni continuano a sostenere che sono necessari ampi programmi di sostegno finanziario a complemento della condizionalità. Essi fanno rilevare la durezza inaccettabile delle soluzioni unicamente basate sul mercato e i pericoli di tensioni politiche e sociali destabilizzanti. Altri pongono l'accento sul rischio di incoraggiare comportamenti imprudenti, specie da parte dei creditori, e propongono l'utilizzo di moratorie del debito e di altri incentivi giuridici al fine di favorire risoluzioni negoziate con i creditori privati.

Non esiste una risposta univoca a quest'ultimo problema, che continuerà a essere dibattuto ancora per decenni. Sembra invece esservi un crescente consenso sul da farsi in merito a molte delle problematiche evocate che hanno implicazioni sotto il profilo sia della prevenzione sia della gestione delle crisi. Un'azione sollecitata in tali aree sarebbe altamente desiderabile affinché il futuro corso degli eventi nella sfera finanziaria non riveli ancora una volta che troppo poco era stato fatto, e troppo tardi.



## Attività della Banca

Questo capitolo presenta una rassegna delle principali attività della Banca durante il trascorso esercizio finanziario. Tali attività hanno continuato a essere incentrate sulle iniziative volte a promuovere la cooperazione fra banche centrali e organi di regolamentazione nell'area della stabilità finanziaria e monetaria, nonché sull'offerta di strumenti e servizi di alta qualità, principalmente destinati a banche centrali. Il capitolo riferisce inoltre su alcune importanti modifiche apportate allo Statuto e all'organizzazione della Banca. I rapporti menzionati in questa rassegna, così come gran parte del lavoro di ricerca prodotto dalla Banca, sono disponibili sul sito Internet della BRI ([www.bis.org](http://www.bis.org)) o, su richiesta, in versione cartacea.

### 1. Contributi diretti della BRI alla cooperazione monetaria e finanziaria internazionale

Espressione fondamentale del contributo fornito dalla Banca alla cooperazione finanziaria internazionale sono tuttora le riunioni bimestrali dei Governatori delle banche centrali membri della BRI e il lavoro patrocinato dai segretariati dei vari comitati che riferiscono ai Governatori del G10. Poiché l'azionariato della BRI si è accresciuto notevolmente nel corso degli ultimi sei anni, le riunioni, i temi di discussione e le iniziative di cooperazione hanno assunto un carattere sempre più globale. Hanno contribuito a rafforzare questa tendenza a una partecipazione ampliata le crescenti attività dell'Istituto per la stabilità finanziaria della Banca, lo sviluppo della Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico della BRI a Hong Kong e la decisione di istituire una Rappresentanza per le Americhe a Città del Messico. Un'ulteriore pietra miliare della cooperazione in Asia è la creazione del Consiglio consultivo asiatico nel marzo 2001.

#### *Periodiche consultazioni su questioni monetarie e finanziarie*

Nel periodo sotto rassegna i Governatori e gli alti funzionari delle banche centrali azioniste della BRI si sono riuniti con cadenza bimestrale per esaminare lo stato attuale dell'economia mondiale, l'evoluzione dei mercati finanziari e le questioni correnti di particolare interesse o rilevanza per le banche centrali. Una di queste riunioni si è svolta al di fuori di Basilea ed è stata ospitata dalla Banca del Messico nel novembre 2000.

Un'ampia rassegna degli sviluppi nell'economia mondiale e nei mercati finanziari internazionali ha continuato a rappresentare il fulcro delle *riunioni sull'economia mondiale*, cui partecipano i Governatori delle banche centrali dei principali paesi industriali e delle economie emergenti. I Governatori hanno apprezzato in particolare l'opportunità di scambiare opinioni e informazioni su

sviluppi fondamentali, specie in considerazione di ciò che si presentava come un cambiamento significativo di fase nel ciclo economico. Inoltre, il dibattito è servito ad accrescere la comune consapevolezza delle vulnerabilità e degli squilibri emergenti.

All'ordine del giorno delle *riunioni dei Governatori dei paesi del G10* durante lo scorso anno figuravano un'approfondita valutazione di particolari aspetti della situazione congiunturale, nonché una rassegna dei dibattiti e dei lavori in corso di svolgimento presso i vari comitati referenti. I Governatori hanno inoltre approvato la pubblicazione definitiva o a scopo di consultazione di vari rapporti predisposti dai comitati (si veda oltre). Infine, nel maggio 2000 e nel maggio 2001 i Governatori si sono incontrati con i responsabili della vigilanza dei paesi del G10 per discutere una serie di questioni di comune interesse, tra cui le proposte per il Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali, la contabilizzazione al valore corrente e i rapporti con istituzioni finanziarie grandi e complesse.

In occasione degli incontri bimestrali dei Governatori delle banche centrali, una riunione specifica è dedicata all'esame approfondito di una tematica di particolare rilevanza per le banche centrali. Ad essa sono invitati i Governatori di tutte le banche centrali azioniste della BRI. Nel periodo sotto rassegna le discussioni in queste *riunioni plenarie dei Governatori* hanno riguardato una vasta gamma di argomenti nelle aree della politica monetaria e della stabilità finanziaria, tra cui le tendenze della liquidità nei mercati delle obbligazioni di Stato, il consolidamento nel settore bancario, gli effetti prociclici e la regolamentazione prudenziale, l'inflazione e il quadro di riferimento della politica monetaria nelle economie emergenti, nonché l'applicazione di standard e codici per il rafforzamento dei sistemi finanziari.

Lo scorso anno anche il *Comitato degli esperti su oro e cambi*, composto da rappresentanti delle banche centrali del G10 esperti in mercati finanziari, ha tenuto riunioni bimestrali. In alcune occasioni la partecipazione a tali riunioni è stata estesa a rappresentanti dei maggiori mercati emergenti. I rapporti di cambio tra le principali valute sono stati al centro dell'agenda degli incontri dello scorso anno. I partecipanti hanno inoltre trattato argomenti specifici di rilevanza per gli operatori, come gli aspetti positivi e negativi degli interventi ufficiali, le implicazioni della minore offerta di titoli di Stato per la conduzione della politica monetaria e la liquidità nei mercati dei cambi.

La Banca ha continuato a raccogliere, analizzare e distribuire informazioni sulla "governance" delle banche centrali. Vi è stata una forte richiesta di tali informazioni nel corso dell'anno, in quanto le banche centrali in fase di cambiamento hanno cercato di apprendere dall'esperienza delle loro omologhe. Questo lavoro ha continuato a essere guidato da un comitato di coordinamento nel quale sono rappresentati i Governatori delle banche centrali di paesi industriali ed emergenti. Per soddisfare le richieste, è stato fatto intenso uso di una rete di collegamento, amministrata dalla BRI, alla quale partecipano circa 40 banche centrali. Questa struttura informale ha consentito alla Banca di fornire informazioni aggiornate su questioni attinenti alla governance di pressante interesse per le banche centrali e al tempo stesso di ampliare la sua stessa base conoscitiva. Infine, lo scorso anno si è svolto un incontro tra alti

funzionari di banche centrali di tutto il mondo dedicato alla governance di tali istituti in periodi di trasformazione.

Durante lo scorso anno sono state organizzate molteplici riunioni ad hoc con la partecipazione di esponenti di banche centrali. Nel marzo 2001 si è svolto uno speciale seminario per i Governatori dedicato all'esame delle prassi di gestione del rischio da parte delle istituzioni finanziarie. Il Dipartimento Monetario ed Economico ha nuovamente organizzato due riunioni di economisti delle banche centrali, l'una dedicata alle dimensioni micro e macroprudenziali della stabilità finanziaria e l'altra a questioni congiunturali. Si sono inoltre tenute varie riunioni di lavoro su argomenti come gli obiettivi di inflazione e il processo inflazionistico nei paesi industriali ed emergenti, la finanza elettronica e la liquidità di mercato. Una caratteristica sempre più frequente di tali riunioni è l'attiva partecipazione al dibattito da parte del settore privato.

Rispecchiando il carattere globale delle iniziative della Banca tese a promuovere la cooperazione, le riunioni rivolte anzitutto agli alti funzionari di banche centrali delle economie emergenti hanno continuato a caratterizzare le attività svolte lo scorso anno. Oltre alla regolare riunione di lavoro sulla politica monetaria in America latina (ospitata dalla Banca del Messico nel novembre 2000), un simposio sulla stessa materia è stato organizzato per i Vice Governatori delle banche centrali africane (tenuto dalla Reserve Bank del Sudafrica nell'ottobre 2000). Riunioni analoghe sono previste per il maggio 2001 in Asia (a cura della Banca popolare di Cina) e per il luglio 2001 nell'Europa orientale. Nel dicembre 2000 si è svolta a Basilea l'ormai tradizionale riunione di due giorni dei Vice Governatori di paesi emergenti. I temi all'esame sono stati la concorrenza, il consolidamento e la stabilità sistemica nei settori finanziari dei rispettivi paesi.

### *Promozione della stabilità finanziaria a opera dei comitati permanenti*

I tre comitati istituiti dalle banche centrali del G10 e patrocinati dalla BRI hanno nuovamente fornito un contributo significativo alla promozione della stabilità finanziaria nel periodo in esame. Come in passato, questo obiettivo è stato considerato da tre angolazioni diverse, anche se complementari: solidità istituzionale (Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria), efficiente funzionamento dei mercati (Comitato sul sistema finanziario globale) e robusta infrastruttura dei pagamenti (Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento). Dalla loro diversa prospettiva, i comitati hanno partecipato attivamente negli ultimi anni a varie iniziative congiunte nell'area della stabilità finanziaria e, più di recente, nell'ambito del Forum per la stabilità finanziaria, in cui ciascuno di essi è rappresentato.

#### *Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria*

Durante i trascorsi dodici mesi il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha continuato a elaborare linee guida prudenziali su una serie di questioni bancarie fondamentali. L'iniziativa di maggiore spicco è stata la diffusione di un secondo documento di consultazione relativo al Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali (la cui entrata in vigore è prevista nel 2004). Il

Comitato ha inoltre pubblicato diversi importanti documenti volti a incentivare le autorità di vigilanza bancaria in tutto il mondo a rafforzare le loro capacità di controllo prudenziale in vari settori. Nel settembre 2000 la BRI, in collaborazione con la Banca Nazionale Svizzera e la Commissione federale svizzera delle banche, ha ospitato l'undicesima Conferenza internazionale biennale delle autorità di vigilanza bancaria, organizzata dal Comitato di Basilea e alla quale hanno partecipato 260 rappresentanti di quasi 130 paesi.

Le proposte per il Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali sono state illustrate in un esauriente dossier di documenti pubblicato il 16 gennaio 2001. Il quadro concettuale è rimasto sostanzialmente simile a quello della proposta originaria a fini di consultazione del giugno 1999, descritta nella Relazione annuale dello scorso anno, ossia uno schema bilanciato che poggia su tre pilastri di pari rilevanza (coefficiente patrimoniale minimo, controllo prudenziale, requisito di trasparenza). Tuttavia, a seguito delle consultazioni con gli operatori del settore e con le autorità di vigilanza di paesi non del G10 sono stati aggiunti numerosi altri elementi di specificazione. La maggior parte delle osservazioni pervenute ha riguardato il primo pilastro (sul requisito quantitativo). Sebbene destinatarie del Nuovo Accordo siano anzitutto le banche attive a livello internazionale, i principi guida proposti sono deliberatamente concepiti in modo da essere applicabili anche a banche con vari livelli di specializzazione. La necessità di fornire una gamma di opzioni per realizzare questo obiettivo spiega in parte la complessità delle proposte.

Gli aspetti che contraddistinguono il documento del gennaio 2001 sono gli ulteriori affinamenti apportati alle metodologie per la misurazione del rischio di credito nell'ambito del primo pilastro, nonché la formulazione di criteri più sensibili al rischio per il trattamento delle garanzie reali e personali, dei derivati creditizi, della compensazione e della cartolarizzazione. Inoltre, è stato definito per la prima volta uno schema per l'applicazione di un requisito patrimoniale quantitativo al rischio operativo.

Il secondo principale ambito di lavoro del Comitato di Basilea nel periodo in esame ha riguardato l'elaborazione di standard prudenziali applicabili su scala mondiale. Il ruolo del Comitato in questo ambito è stato notevolmente potenziato nel quadro del programma congiunto del FMI e della Banca mondiale (Financial Sector Assessment Program), in base al quale viene effettuata una valutazione della conformità a standard e codici internazionali da parte dei singoli paesi. I *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria* e la relativa *Metodologia*, pubblicati dal Comitato di Basilea rispettivamente nel 1997 e nel 1999, si sono rivelati strumenti essenziali nell'effettuare tali valutazioni. Sulla base del lavoro svolto fino all'aprile 2001 e del dibattito in seno al Core Principles Liaison Group, in cui operano paesi interni ed esterni al G10, il Comitato ha deciso di iniziare per tempo una revisione dei Principi fondamentali in vista della pubblicazione di una nuova serie di Principi nel 2002. Lo stesso Liaison Group ha avuto un anno di attività intensa; esso ha istituito gruppi di lavoro sul patrimonio di vigilanza e sui criteri guida per facilitare un'autovalutazione della conformità ai Principi fondamentali.

Il Comitato di Basilea ha mantenuto un assiduo dialogo con le autorità di vigilanza di paesi non membri. Il suo segretariato è stato rappresentato nella

maggior parte delle riunioni dei gruppi regionali di autorità di vigilanza e ha risposto a numerosi quesiti e richieste di assistenza. All'occorrenza, esso ha inoltre partecipato all'ampio programma di formazione e assistenza tecnica ora condotto sotto l'egida dell'Istituto per la stabilità finanziaria (si veda più avanti). Oltre a divulgare i rapporti una volta ultimati, il Segretariato del Comitato predispone e pubblica un Compendio annuale di documenti su tematiche di vigilanza di interesse generale e distribuisce periodicamente una Contact List del personale addetto alla vigilanza bancaria in 170 paesi. La manifestazione più palese della dimensione globale della sua attività è la Conferenza internazionale biennale delle autorità di vigilanza bancaria.

Il Comitato di Basilea ha continuato a pubblicare regolarmente linee guida su specifiche tematiche prudenziali. Fra quelle affrontate nei documenti dello scorso anno figurano la valutazione del rischio di credito, l'attività bancaria elettronica, la "due diligence" nei confronti della clientela, il rischio di regolamento in cambi, l'informativa al pubblico sul rischio di credito, l'audit interno, i rapporti tra le autorità di vigilanza e i revisori esterni, nonché questioni specifiche attinenti alle istituzioni ad alto grado di leva finanziaria. Sono stati pubblicati due documenti di lavoro sui rating esterni e sui sistemi di indicatori preventivi. Inoltre, il Comitato ha proseguito il dialogo con gli organismi contabili internazionali sulla contabilizzazione al valore corrente e su altre questioni di rilevanza.

#### *Comitato sul sistema finanziario globale*

Il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) ha continuato a monitorare su base regolare i mercati finanziari internazionali e il funzionamento del sistema finanziario globale. Le aree di interesse primario per il Comitato sono state la valutazione e l'analisi dei fattori che potrebbero rappresentare punti vulnerabili nei sistemi finanziari, sia interni che internazionali, e al tempo stesso una minaccia per le principali economie industriali ed emergenti.

Il Comitato ha portato avanti il lavoro iniziato in precedenza su tematiche quali la liquidità di mercato e le prove di stress. In una riunione tra membri del CSFG e rappresentanti del settore privato è stato esaminato l'influsso che i cambiamenti nelle procedure di gestione del rischio delle istituzioni potrebbero avere sulla liquidità di mercato. Le principali conclusioni di quest'analisi, insieme ai risultati del precedente lavoro del Comitato, sono state riferite al Forum per la stabilità finanziaria.

Agli inizi del 2000 il CSFG ha avviato un'indagine sull'impiego delle prove di stress. Quarantatré banche di dieci paesi hanno partecipato al rilevamento, che doveva servire a conoscere meglio il ruolo delle prove di stress nella gestione del rischio e a stabilire quali eventi eccezionali erano considerati alla stregua di rischi significativi. Il rapporto è stato distribuito per consultazione verso la fine dell'aprile 2001.

Un gruppo di lavoro istituito per studiare gli effetti della contrattazione elettronica sui mercati finanziari ha pubblicato il proprio rapporto nel gennaio 2001. In esso sono analizzati l'impiego dei sistemi di contrattazione elettronica nei mercati dei cambi e a reddito fisso e il loro impatto sulla struttura, efficienza e trasparenza del mercato. Il documento si è soffermato in



particolare su questioni di stabilità finanziaria, come la liquidità in periodi di stress. Il CSFG ha inoltre continuato a seguire i cambiamenti tecnologici e le loro ripercussioni sui mercati finanziari ed è stato rappresentato nel Contact Group on E-Finance creato dal Forum per la stabilità finanziaria.

Un altro gruppo di lavoro del CSFG ha pubblicato nel marzo 2001 un rapporto sulle tendenze recenti, la gestione dei rischi e le dinamiche nei mercati all'ingrosso. Il rapporto esamina i cambiamenti nell'impiego e nella disponibilità di garanzie e il modo in cui essi potrebbero modificare le dinamiche di mercato, specie in situazioni di stress. Al fine di seguire gli sviluppi che potrebbero influire sulla politica monetaria o sulla stabilità finanziaria, il Comitato ha istituito un gruppo di lavoro incaricato di studiare il finanziamento della "nuova economia". I temi di riferimento del lavoro del gruppo comprendono le innovazioni nelle pratiche di finanziamento e i connessi rischi, nonché eventuali modifiche nel ruolo dei vari fornitori di servizi finanziari.

Nel settembre 2000 il gruppo di lavoro per le statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale ha pubblicato un rapporto contenente proposte per una ristrutturazione delle statistiche consolidate, in modo da presentare i dati sulla base del rischio ultimo e da estendere la copertura alle esposizioni in strumenti derivati e alle passività eventuali. Le proposte erano sostanzialmente in linea con le raccomandazioni formulate dal gruppo di lavoro sui flussi di capitali del Forum per la stabilità finanziaria. Infine, il CSFG, insieme al Comitato di Basilea, all'International Association of Insurance Supervisors (IAIS) e all'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), ha avallato il rapporto del Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure, presentato al Forum per la stabilità finanziaria nel marzo 2001.

#### *Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento*

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) ha proseguito l'azione tesa a promuovere la solidità dei sistemi di pagamento e regolamento e pertanto a rafforzare le infrastrutture del mercato finanziario e a ridurre il rischio sistemico. Esso ha intensificato la cooperazione con altri organismi internazionali, in particolare con lo IOSCO, e si è impegnato attivamente per associare al proprio lavoro un gruppo sempre più ampio di banche centrali di paesi non appartenenti al G10.

Nel gennaio 2001 il CSPR ha pubblicato, dopo due tornate di consultazioni a livello mondiale, i *Principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica*. Essi rappresentano una guida per banche centrali, organismi internazionali, progettisti e gestori di sistemi di pagamento impegnati nel migliorare l'architettura e l'efficienza di tali sistemi. La conformità ai Principi fondamentali, a riprova della loro importanza per la stabilità finanziaria, costituisce uno degli elementi considerati nella valutazione dei singoli paesi condotta nel quadro del programma congiunto del FMI e della Banca mondiale (Financial Sector Assessment Program), nonché nei rapporti sull'osservanza di standard e codici (Reports on the Observance of Standards and Codes).

La crescente consapevolezza della necessità che le banche centrali affrontino le questioni inerenti ai sistemi di pagamento trova riscontro nell'enfasi con cui il documento sui Principi fondamentali sottolinea, tra l'altro, il ruolo delle banche centrali nel vigilare sulla loro osservanza e l'esigenza di cooperazione tra banche centrali. Uno schema di riferimento proposto per tale cooperazione ha trovato sempre più largo impiego da parte delle banche centrali, con il sostegno del CSPR, nella sorveglianza dei sistemi a dimensione internazionale o multivalutaria.

Nel quadro delle loro attività di normazione, nel gennaio 2001 il CSPR e lo IOSCO hanno pubblicato un rapporto consultivo contenente una serie di raccomandazioni volte a migliorare la sicurezza e l'efficienza dei sistemi di regolamento in titoli a livello mondiale, compresi gli schemi transfrontalieri. Il documento definitivo dovrebbe essere ultimato entro la fine del corrente anno.

Un aspetto fondamentale dell'attività del Comitato verte sull'attuazione di una strategia, concordata dai Governatori del G10 nel 1996, mirante a ridurre il rischio di regolamento nelle operazioni in cambi. Quale elemento chiave di questa strategia, il Comitato segue e promuove le iniziative del settore privato in questo campo. Esso ha inoltre collaborato con il Comitato di Basilea nel mettere a punto criteri internazionali a uso delle banche sulla gestione e il controllo a fini prudenziali del rischio di regolamento in cambi.

Il gruppo di lavoro del Comitato sui sistemi di pagamento al dettaglio (Working Group on Retail Payment Systems) ha continuato ad analizzare gli strumenti e i sistemi per i pagamenti al dettaglio e le connesse questioni di ordine generale, riferendo sui risultati della sua indagine. Per quanto riguarda la moneta elettronica, il Comitato ha seguito, attraverso il suo Segretariato presso la BRI, gli sviluppi mondiali nel campo dei prodotti basati su carte e applicazioni in rete.

Il Comitato ha intensificato la cooperazione con le banche centrali non appartenenti al G10, e in particolare con quelle dei paesi emergenti. Il suo Segretariato ha assistito singole banche centrali e gruppi regionali di banche centrali nel predisporre le pubblicazioni in cui sono illustrati i sistemi di pagamento dei rispettivi paesi o aree geografiche. Il Comitato ha inoltre patrocinato convegni e seminari sui sistemi di pagamento organizzati dalla BRI in collaborazione con gruppi regionali di banche centrali. Facendo seguito alla prima riunione svoltasi nell'emisfero occidentale nel maggio 2000, il Comitato ha organizzato a Città del Messico un convegno di banche centrali e autorità monetarie di paesi membri dello stesso CSPR, dell'America latina e dei Caraibi.

### *Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico*

La Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico (Ufficio asiatico), istituita nel luglio 1998, ha continuato a promuovere lo scambio di informazioni e la cooperazione tra le banche centrali della regione, nonché tra queste e le banche centrali del resto del mondo. Fra le attività svolte vanno annoverati: l'organizzazione di incontri fra esponenti di banche centrali interne ed esterne alla regione; contributi all'attività di ricerca e di analisi della Banca sugli sviluppi economico-finanziari nell'area Asia-Pacifico; la promozione delle relazioni bancarie con le banche centrali regionali clienti. Due importanti eventi

nel periodo in esame sono stati l'inizio dell'operatività della dealing room presso l'Ufficio asiatico e la creazione del Consiglio consultivo asiatico (CCA).

Dopo la decisione del Consiglio di espandere le operazioni bancarie della BRI nella regione, nell'ottobre 2000 ha cominciato a operare una dealing room della Tesoreria regionale come parte integrante del Dipartimento Bancario della BRI. La nuova struttura fornisce servizi bancari alle banche centrali durante l'orario operativo della zona oraria asiatica. Essa serve inoltre a consolidare le relazioni bancarie con le controparti commerciali nella regione.

Lo scopo del CCA, che è stato istituito agli inizi del 2001 e riunisce i Governatori delle banche centrali azioniste della BRI nella regione Asia-Pacifico, è quello di fornire un canale di comunicazione fra queste ultime e il Consiglio o la Direzione della BRI su tematiche di interesse per la comunità di banche centrali della regione. Ian Macfarlane, Governatore della Reserve Bank dell'Australia, è stato nominato primo Presidente del CCA; l'Ufficio asiatico assicura i servizi di segretariato per le sue riunioni, che saranno tenute almeno una volta l'anno.

Nel periodo sotto rassegna l'Ufficio asiatico ha patrocinato e frequentemente ospitato una serie di riunioni. Nell'aprile 2000 esso ha organizzato un convegno ad hoc di banchieri centrali della regione per discutere gli aspetti statistici ed economici dell'indebitamento estero del settore privato. Nel dicembre successivo il Dipartimento Bancario e l'Ufficio asiatico, con l'appoggio del Dipartimento Monetario ed Economico, hanno tenuto un seminario per i gestori delle riserve sulle implicazioni del ridimensionamento dei mercati dei titoli pubblici. La terza Riunione Speciale dei Governatori si è svolta nel febbraio 2001 con la partecipazione di banchieri centrali della regione e di alcuni paesi non asiatici. In aggiunta, l'Ufficio ha ospitato diverse riunioni a supporto di vari comitati del G10, fra cui un dibattito sulla proposta di revisione dell'Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali, organizzato in collaborazione con l'Autorità monetaria di Hong Kong e al quale hanno preso parte autorità regionali di vigilanza ed esponenti di banche commerciali.

L'Ufficio asiatico ha collaborato strettamente con i gruppi regionali di banche centrali. Su richiesta del Working Group on Banking Supervision dell'EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks), nell'ottobre 2000 esso ha co-ospitato, insieme all'Autorità monetaria di Hong Kong, un seminario dell'Istituto per la stabilità finanziaria su aspetti regolamentari e di rischio dell'attività in strumenti derivati. A fine 2000 l'Ufficio asiatico ha organizzato il secondo Forum dell'EMEAP sui mercati dei cambi e altri mercati finanziari. Esso è infine intervenuto alle riunioni organizzate da istituti regionali, nonché alle varie conferenze patrocinate da banche centrali, organismi ufficiali o privati e istituzioni accademiche della regione.

### *Istituto per la stabilità finanziaria*

Il mandato dell'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF) è quello di contribuire al miglioramento e al rafforzamento delle istituzioni e dei sistemi finanziari a livello mondiale, principalmente esaminando insieme alle autorità di vigilanza le possibilità di rafforzare il controllo prudenziale. Inoltre, esso assiste le autorità stesse nell'attuazione delle necessarie politiche e procedure di vigilanza.

L'ISF ha conseguito i suoi obiettivi in vari modi, in particolare organizzando seminari mirati e simposi regionali per esperti di supervisione finanziaria di tutto il mondo. Tali manifestazioni intendevano fornire ai partecipanti una migliore comprensione delle tecniche prudenziali e l'opportunità di acquisire conoscenze sugli sviluppi più recenti in materia di vigilanza. I lavori dell'Istituto si sono finora concentrati sulle questioni inerenti all'attività bancaria, essendo questa la principale forma di intermediazione finanziaria in molte parti del mondo. Tuttavia, nell'ottica della continua integrazione finanziaria, l'organizzazione di seminari sulla vigilanza dei settori mobiliare e assicurativo andrà gradualmente aggiungendosi al programma dell'ISF, che dovrebbe infine estendersi a tutti gli aspetti della stabilità finanziaria.

Durante lo scorso anno l'ISF ha organizzato nove seminari ad hoc a Basilea e 15 simposi esterni in collaborazione con gruppi regionali di autorità di vigilanza. Queste riunioni hanno avuto per oggetto varie tematiche preventivamente concordate con autorità in tutto il mondo. Gli argomenti trattati comprendevano la gestione del rischio, il governo societario, la vigilanza consolidata, la risoluzione di situazioni bancarie critiche e l'attuazione dei *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria*. Particolare attenzione è stata posta nel fornire ai responsabili della vigilanza dei paesi esterni al G10 chiarimenti in merito alla proposta revisione dell'Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali; tale impegno verrà mantenuto durante la fase di attuazione del Nuovo Accordo. L'ISF ha altresì organizzato diversi seminari speciali, fra cui uno sui rischi di credito e di mercato rivolto ai Vice Governatori, uno sulla gestione del rischio per le autorità di vigilanza assicurativa e alcuni altri in materia di garanzia dei depositi. Alle iniziative dell'ISF hanno partecipato lo scorso anno oltre 1100 rappresentanti di organismi di vigilanza di tutto il mondo.

L'ISF ha inoltre istituito la prassi di invitare esperti e accademici di primaria importanza a scrivere su tematiche di interesse per le autorità di supervisione finanziaria. Nel novembre 2000 è stato pubblicato il primo Occasional Paper dell'Istituto sulla struttura organizzativa della vigilanza bancaria.

La cooperazione con altre istituzioni che offrono programmi di assistenza ai responsabili della vigilanza ha continuato a essere un aspetto importante dell'attività dell'ISF. Nel periodo in esame esso ha coordinato le attività e collaborato con istituzioni quali il Centro di Toronto, l'Istituto del FMI, la Banca mondiale e le banche di sviluppo regionale. L'ISF ha inoltre coadiuvato la BRI nel suo impegno con il Joint Vienna Institute, organizzando due seminari sull'attività bancaria per tale Istituto.

Alla fine del 2000 Josef Tošovský è succeduto a John Heimann nella carica di Presidente dell'ISF.

## 2. Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata

### *Gruppo dei Dieci*

Come in passato, lo scorso anno la BRI ha contribuito al lavoro intrapreso dai Ministri finanziari e dai Governatori delle banche centrali del G10, dai loro

Sostituiti e dai gruppi di lavoro istituiti sotto i loro auspici, sia partecipando in veste di osservatore sia assicurando i servizi di segretariato. Nel periodo sotto rassegna un gruppo di lavoro del G10 ha predisposto uno studio approfondito sul processo di consolidamento nel settore finanziario, avallato dai Ministri finanziari e dai Governatori delle banche centrali del G10 e pubblicato nel gennaio 2001. Australia e Spagna sono state invitate a partecipare ai lavori. Lo studio contiene un'analisi dettagliata delle modalità e delle cause del consolidamento nel settore finanziario di 13 paesi, e ne valuta le implicazioni per il rischio finanziario, la politica monetaria, l'efficienza, la concorrenza e i flussi di credito, nonché per i sistemi di pagamento e regolamento. Esso individua altresì le aree in cui sono opportuni ulteriori approfondimenti, lavoro che è stato successivamente intrapreso. In aggiunta, il G10 ha continuato a promuovere un ampio dibattito sui modi per prevenire e risolvere le crisi finanziarie.

### *Forum per la stabilità finanziaria*

Il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) è stato istituito agli inizi del 1999 per promuovere la stabilità finanziaria internazionale attraverso un più ampio scambio di informazioni e una maggiore cooperazione nei settori della vigilanza e supervisione finanziaria. Esso riunisce su base regolare alti rappresentanti di istituzioni finanziarie internazionali (compresa la BRI), gruppi internazionali di organi di regolamentazione e di vigilanza, comitati di esperti di banche centrali, nonché autorità nazionali responsabili della stabilità finanziaria in importanti centri finanziari internazionali. Il Forum è presieduto a titolo personale da Andrew Crockett, Direttore Generale della BRI. Informazioni dettagliate sul FSF, i suoi partecipanti e le attività svolte sono disponibili sul suo sito Internet ([www.fsforum.org](http://www.fsforum.org)). Quest'ultimo contiene il *Compendium of Standards*, un riferimento globale per le varie norme economiche e finanziarie di rilevanza per la solidità dei sistemi finanziari, accettate a livello internazionale. Sul sito è inoltre riportato un elenco delle opportunità di formazione su scala mondiale nel settore della vigilanza finanziaria, realizzato congiuntamente da BRI, ISF, FMI e Banca mondiale.

Un aspetto centrale dell'attività del FSF riguarda lo scambio di vedute e la raccolta di informazioni sulle vulnerabilità del sistema finanziario. In occasione della riunione del marzo 2001, i membri del FSF hanno convenuto che i principali mercati finanziari e le istituzioni che vi operano hanno assorbito bene le attuali tensioni. Nondimeno, l'interazione fra il rallentamento congiunturale e i preesistenti squilibri finanziari richiede un'assidua vigilanza e una più intensa cooperazione a livello prudenziale. In caso di deterioramento delle condizioni, dovrebbe essere avviato un riesame delle vulnerabilità. Il FSF ha individuato inoltre nei meccanismi di trasferimento del rischio un potenziale elemento di fragilità dei mercati finanziari, e ha analizzato il ruolo dei nuovi strumenti e dell'innovazione tecnologica nel propagare comportamenti di tipo gregario quale ulteriore fonte di pericolo potenziale per il sistema finanziario. Il Forum ha sottolineato l'importanza e l'urgenza di approfondire lo studio di tali questioni.

Inoltre, il FSF passa regolarmente in rassegna i progressi realizzati nell'attuazione delle sue precedenti raccomandazioni in materia di istituzioni

con elevata leva finanziaria, flussi di capitali e centri finanziari offshore, nonché nel promuovere l'adesione a standard internazionali per solidi sistemi finanziari. Nella riunione del marzo 2001 il Forum ha riconosciuto gli sforzi compiuti in numerose aree, sottolineando tuttavia l'importanza di mantenere vivo l'impegno per le iniziative di attuazione in corso e sollecitando azioni concrete da parte delle autorità nazionali e del settore privato.

Alla luce dei timori per le possibili turbative causate dal dissesto incontrollato di un'istituzione finanziaria complessa di grandi dimensioni, anche sotto il profilo della stabilità del sistema finanziario internazionale, il FSF, i Ministri e i Governatori del G10, nonché il Comitato di Basilea hanno istituito nel 2000 una task force congiunta con il compito di esaminare i principali problemi che potrebbero porsi nel liquidare un'istituzione di questo tipo. Sono state individuate varie misure propedeutiche che, unitamente alle procedure nazionali di emergenza, sono attualmente al vaglio di diverse autorità nazionali e formeranno anche oggetto di consultazioni a livello internazionale.

Nella stessa riunione di marzo, il FSF ha individuato lacune nella definizione di linee guida internazionali per il trattamento di banche deboli e di problemi bancari a livello sistemico, richiedendo al Comitato di Basilea – per il tramite del suo Core Principles Liaison Group – di approfondire tale problematica. Il Forum ha inoltre esaminato i progressi nell'elaborazione di direttive internazionali sugli schemi di assicurazione dei depositi, ha trattato le implicazioni della finanza elettronica per la vigilanza e il funzionamento dei mercati sulla base dei lavori di un gruppo di contatto precedentemente istituito dallo stesso FSF, e ha affrontato altre questioni finanziarie internazionali, fra cui il Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali, nonché tematiche inerenti alla contabilizzazione e agli accantonamenti per le istituzioni finanziarie.

Nell'ambito delle iniziative rivolte ai paesi non aderenti, il Forum ha recentemente istituito riunioni regionali per promuovere il dibattito fra questi e i membri regionali del FSF sulle vulnerabilità del sistema finanziario e per consentire ai non aderenti di apportare il loro specifico contributo. La prima di queste riunioni si è svolta a Città del Messico agli inizi di aprile di quest'anno con la partecipazione di responsabili ad alto livello della stabilità finanziaria della Spagna e di sette paesi dell'America latina, oltre ad alcuni membri dello stesso FSF. Gli intervenuti hanno scambiato le proprie opinioni sulle debolezze nei sistemi finanziari a livello interno e internazionale, esaminando altresì le iniziative a entrambi i livelli per rafforzare la solidità di tali sistemi.

### *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 del 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. In collaborazione con altri organi internazionali (nel quadro del Joint Forum del Comitato di Basilea, dello

IOSCO e dello IAIS), lo IAIS ha altresì contribuito all'elaborazione di principi per la sorveglianza dei conglomerati finanziari. Inoltre, esso partecipa attivamente al Forum per la stabilità finanziaria.

Finora lo IAIS ha pubblicato diverse serie di principi e linee guida, tra cui *Insurance Core Principles*, *Insurance Concordat* e *Guidance on Insurance Regulation and Supervision for Emerging Market Economies*, nonché una vasta gamma di documenti contenenti criteri prudenziali per il settore assicurativo. Le pubblicazioni dello scorso anno sono: *Insurance Core Principles Methodology*, *Principles on the Supervision of Insurance Activities on the Internet*, *Supervisory Standard on Group Coordination* e *Guidance Paper for Fit and Proper Principles and their Application*. I lavori attualmente in corso comprendono l'elaborazione di standard in materia di solvibilità (adeguatezza patrimoniale), contabilità assicurativa, riassicurazioni, rischio di mercato, commercio elettronico, trasparenza, nonché prevenzione dei reati finanziari e degli abusi in materia prudenziale.

Sono stati organizzati vari programmi di formazione a cura dello IAIS, che ha messo a disposizione delle autorità di vigilanza materiale didattico per assistere i propri membri nell'ottemperare alle prescrizioni della vigilanza assicurativa. Nel periodo sotto rassegna lo IAIS ha tenuto vari seminari regionali di addestramento rivolti alle autorità di settore in Africa, Asia, Europa centrale e orientale, America latina e giurisdizioni offshore.

### 3. Altre aree di cooperazione tra banche centrali

#### *Cooperazione in ambito statistico*

La BRI ha continuato a collaborare attivamente con banche centrali e altri organismi internazionali su varie tematiche di ordine statistico. Attualmente, le banche centrali di circa 30 paesi raccolgono e condividono con la BRI statistiche dettagliate, su base locale e consolidata, riguardanti le posizioni internazionali e in valuta estera delle banche rientranti nella rispettiva sfera di competenza. Facendo seguito al rapporto di un gruppo di lavoro del CSFG (si veda sopra), la BRI ha presieduto un gruppo di esperti statistici incaricato di definire un piano di attuazione per le raccomandazioni contenute nel rapporto. L'introduzione dei miglioramenti proposti è prevista per la fine del 2004.

Nell'aprile 2001 la Banca ha coordinato una nuova indagine triennale sui mercati dei cambi e dei derivati presso circa 50 centri finanziari, i cui risultati saranno disponibili nel prossimo autunno. La BRI ha continuato a collaborare alle statistiche congiunte BRI, FMI, OCSE e Banca mondiale sul debito estero, che forniscono dati trimestrali sulle principali componenti del debito estero delle economie di mercato emergenti. In tale ambito è stato effettuato uno studio per individuare le principali discrepanze fra le statistiche sul debito estero basate su dati del creditore e quelle, pubblicate dagli stessi paesi emergenti, sui dati del debitore. Infine, la BRI ha proseguito insieme al FMI e alla BCE l'indagine preliminare sulla possibilità di istituire una banca dei dati globale per le singole emissioni di titoli al fine di perfezionare le statistiche mobiliari e di bilancia dei pagamenti a livello mondiale, nonché di affinare l'analisi degli sviluppi dei mercati finanziari internazionali.

La BRI ha continuato a presiedere il Group of Experts on Monetary and Economic Data Bank Questions e a fornire servizi di banca dati alle banche centrali partecipanti (attualmente 23) per lo scambio elettronico di un'ampia serie di statistiche economiche, monetarie e finanziarie. Un numero significativo di banche centrali dei mercati emergenti era stato invitato a unirsi e ha aderito all'iniziativa. La piattaforma della banca dati della BRI comprende una vasta struttura di codici per serie statistiche temporali all'interno di uno schema comunemente concordato, un insieme di procedure tecniche per trasmettere queste informazioni da/verso un presidio centrale installato presso la BRI e che utilizza tecnologie basate su Internet, nonché un protocollo internazionale (GESMES/CB – Generic Statistical Message for Central Banks) elaborato congiuntamente dalla BRI, da banche centrali e altre istituzioni internazionali. In quest'ultimo contesto, a seguito di una richiesta da parte dei Data Bank Experts, la BRI ha cominciato a esplorare con altre istituzioni, quali FMI, OCSE, SEBC ed Eurostat, le possibilità di rafforzare la cooperazione internazionale in materia di standard per lo scambio elettronico di informazioni al fine di razionalizzare le rilevazioni statistiche.

### *Cooperazione con gruppi regionali di banche centrali*

La BRI ha continuato a promuovere la cooperazione fra banche centrali in varie parti del mondo, nell'ambito sia delle associazioni regionali esistenti sia di specifiche organizzazioni di banche centrali. Lo scorso anno è stata mantenuta un'attiva cooperazione con CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks), SADC (Southern African Development Community), MEFMI (Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa) e SEACEN (South-East Asian Central Banks). La cooperazione si è concretizzata nella partecipazione alle riunioni organizzate da tali gruppi e nell'organizzazione di incontri occasionali o simposi congiunti. Ad esempio, dopo la conferenza della BRI sui siti Internet delle banche centrali nel giugno dello scorso anno, vari gruppi di banche centrali hanno organizzato manifestazioni analoghe nelle aree di rispettiva competenza, coadiuvate dalla stessa BRI.

### *Coordinamento dell'assistenza tecnica e della formazione*

Come negli anni precedenti, la BRI ha assistito le banche centrali di oltre 20 paesi industriali nel coordinare i loro piani di assistenza tecnica e di formazione professionale per le banche centrali dei paesi dell'Europa centrale e orientale, della Comunità di Stati Indipendenti e di talune economie asiatiche in transizione. Questo coordinamento viene attuato mediante l'organizzazione di riunioni periodiche che raggruppano funzionari delle banche centrali coadiuvanti e beneficiarie, nonché del FMI e di altri organismi internazionali. Una delle riunioni svoltesi lo scorso anno è stata ospitata dal Joint Vienna Institute. In stretta collaborazione con l'ISF e i comitati con sede in Basilea, la BRI ha continuato a fornire il proprio supporto all'Istituto allestendo vari seminari.

### *Gruppo di esperti di informatica*

Nel giugno 2000 il Gruppo di esperti di informatica ha tenuto a Hong Kong uno speciale convegno congiunto, cui hanno partecipato dirigenti dei servizi



informatici di banche centrali asiatiche, sulle sfide tecnologiche di rilevanza strategica per le banche centrali del G10 e dell'Asia. I temi delle presentazioni e dei dibattiti comprendevano l'impiego di reti e tecnologie Internet da parte delle banche centrali, la gestione della documentazione, le strategie per il reperimento di risorse qualificate e di servizi, nonché le infrastrutture elettroniche per sistemi di pagamento.

Le esperienze delle banche centrali in materia di strategie, organizzazione, infrastrutture e progetti (molti sull'operatività elettronica) nel campo della tecnologia dell'informazione sono state oggetto di regolari riunioni in corso d'anno. La sicurezza informatica, specie per ciò che concerne l'accesso a Internet e l'adozione di misure di protezione basate su tecnologie di crittografia a chiave pubblica, continua ad avere un ruolo importante sia per il Gruppo di esperti che per il suo gruppo di lavoro sulle questioni di sicurezza.

#### 4. Funzioni di Agente e Fiduciario

##### *Fiduciario per i prestiti governativi internazionali*

Nell'esercizio sotto rassegna la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni di consolidamento 1990-2010 dei Prestiti Dawes e Young (per una descrizione dettagliata di tali funzioni si veda la 63<sup>a</sup> Relazione annuale del giugno 1993). Con riferimento a queste obbligazioni di consolidamento, la Deutsche Bundesbank, in qualità di Agente di pagamento, ha notificato alla Banca che nel 2000 l'Amministrazione tedesca del debito federale (Bundesschuldenverwaltung - BSV) ha disposto il pagamento di un importo totale di circa DM 9,1 milioni a titolo di rimborso e di interessi. I valori di rimborso e altri dettagli sono stati pubblicati nella Gazzetta federale della BSV.

In merito all'applicazione della clausola di garanzia di cambio per il Prestito Young da parte della BSV, la Banca ha mantenuto le proprie riserve (riportate in dettaglio nella 50<sup>a</sup> 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.

##### *Funzioni di Depositario di garanzie*

Ai sensi di diversi accordi, 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 valuta estera emesse da paesi nel quadro di accordi di ristrutturazione del debito esterno. I contratti di pegno attualmente in vigore riguardano le obbligazioni del Brasile (per una descrizione dettagliata si veda la 64<sup>a</sup> Relazione annuale del giugno 1994), del Perù (67<sup>a</sup> Relazione annuale del giugno 1997) e della Côte d'Ivoire (68<sup>a</sup> Relazione annuale del giugno 1998).

#### 5. Operazioni del Dipartimento Bancario

Al 31 marzo 2001 il totale di bilancio ammontava a 76 054 milioni di franchi oro, importo record per la fine di un esercizio, che rappresenta un incremento

dell'1,6% rispetto al totale di 74 836 milioni registrato un anno prima. Invero, le dimensioni del bilancio sarebbero state ancor maggiori (di circa 3,2 milioni di franchi oro) senza l'impatto negativo dell'apprezzamento complessivo del dollaro USA fra l'inizio e la fine dell'esercizio.

Così come negli anni precedenti, il bilancio della Banca si è ampliato considerevolmente verso la fine dell'autunno, toccando il livello massimo a fine dicembre per poi diminuire nuovamente nel primo trimestre 2001. Tuttavia, questa tendenza è stata molto meno pronunciata che nei due precedenti esercizi. Il massimo di bilancio, segnato a fine dicembre, si è situato a 80 673 milioni di franchi oro, ben al disotto di quello registrato nel precedente esercizio (87 049 milioni di franchi oro a fine dicembre 1999).

Come riferito in precedenza, nell'ottobre scorso la BRI ha aperto una nuova dealing room della Tesoreria regionale presso la sua Rappresentanza asiatica nella Regione amministrativa a statuto speciale di Hong Kong. La Tesoreria regionale non ha personalità giuridica propria, e tutte le operazioni effettuate per suo tramite sono pertanto concluse a nome della BRI di Basilea.

### *Passivo*

Al 31 marzo 2001 i depositi ricevuti in oro e in valute (escluse le operazioni pronti contro termine) ammontavano a 70 117 milioni di franchi oro, contro 68 724 milioni al termine dell'esercizio precedente. I depositi in oro hanno registrato un modesto aumento di 22 milioni di franchi oro, raggiungendo un importo di 2 842 milioni, equivalente al 4,1% del totale dei fondi ricevuti in prestito (quota rimasta invariata rispetto a un anno fa). D'altra parte, i depositi in valute sono aumentati in corso d'esercizio di 1 371 milioni di franchi oro (escluse le operazioni pronti contro termine). Nel complesso, il volume medio giornaliero dei depositi in valute ha superato del 2,5% quello dell'esercizio precedente, rispecchiando in certa misura l'accresciuta competitività di prezzo e una più attiva commercializzazione dei prodotti finanziari della BRI.

L'espansione dei depositi in valute durante il trascorso esercizio va principalmente attribuita all'aumento dei collocamenti in dollari USA e, in minor misura, in euro. Al 31 marzo 2001 la quota del dollaro USA sul totale dei fondi ricevuti in valute era pari al 66,9%, contro il 65,3% dell'anno precedente. Anche la quota dell'euro si è accresciuta durante questo periodo, passando dal 19,4 al 20,7% dei depositi in valute.

I depositi delle banche centrali e di altre autorità monetarie sono saliti da 60 667 a 64 687 milioni di franchi oro, corrispondenti al 96,2% del totale delle risorse esterne in valuta (escludendo le operazioni pronti contro termine) a fine marzo 2001, contro il 92,1% dell'anno precedente. I fondi collocati da altri depositanti (prevalentemente istituzioni internazionali) ammontavano a 3 578 milioni di franchi oro, a fronte di 5 236 milioni al 31 marzo 2000. Data la sempre più intensa ricerca di maggiori rendimenti da parte della clientela della BRI, vi è stata una chiara tendenza verso un allungamento della scadenza media dei depositi presso la BRI.

### *Attivo*

I fondi depositati presso la BRI vengono collocati sul mercato, per la maggior parte sotto forma di investimenti presso primarie banche commerciali di fama

internazionale e di acquisti di titoli di Stato a breve termine. Da quando, nell'autunno scorso, è stata istituita la Tesoreria regionale a Hong Kong, le operazioni della BRI con banche e società d'investimento in Asia sono considerevolmente aumentate. La Banca accorda inoltre crediti a breve termine alle banche centrali, solitamente assistiti da garanzia collaterale. L'esposizione creditoria, la trasformazione delle scadenze e il rischio di mercato connessi con le operazioni finanziarie della Banca a Basilea e a Hong Kong sono soggetti a rigoroso monitoraggio da parte di un'unità separata di controllo dei rischi che riferisce direttamente al Condirettore Generale. Viene posta particolare cura nell'assicurare che la liquidità sia in ogni momento sufficiente a consentire di rispondere efficacemente a impreviste esigenze di tesoreria della clientela.

Gli investimenti in valuta ammontavano a 71 636 milioni di franchi oro al 31 marzo 2001, contro 71 127 milioni nell'anno precedente. L'importo totale comprende 210 milioni di franchi oro sotto forma di anticipazioni alle banche centrali. Le attività in oro della Banca hanno segnato una leggera crescita durante l'esercizio, da 3 506 a 3 521 milioni di franchi oro, in seguito all'aumento dei depositi in oro ricevuti.

Se si prescinde dalle sue disponibilità in oro per 192 tonnellate, i fondi propri della Banca sono rappresentati in larga parte da titoli liquidi, emessi dai governi dei principali paesi industriali, sebbene vi sia stata una certa diversificazione a favore di strumenti di credito e titoli di prim'ordine emessi da istituzioni internazionali.

La Banca fa anche uso di vari strumenti derivati al fine di gestire i fondi propri in modo più efficiente e di coprire i rischi sui fondi assunti o ricevuti in prestito (si veda la nota 10a) relativa ai Conti). In particolare, la tendenza della clientela ad allungare le scadenze, cui si è accennato in precedenza, ha indotto la Banca a fare maggiore ricorso a futures e swaps di tasso d'interesse.

## 6. Utile netto e sua ripartizione

I conti relativi al 71° esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2001 presentano un utile netto di 271,7 milioni di franchi oro, a fronte di 307,8 milioni di franchi oro per l'esercizio precedente. Il reddito da interessi prodotto dal collocamento dei fondi propri è aumentato, poiché i relativi rendimenti sono stati mediamente superiori a quelli dell'anno precedente. Il reddito di base riveniente dalle operazioni sui fondi ricevuti in prestito è stato simile a quello dello scorso anno. Sono state tuttavia registrate sostanziali perdite contabili, in quanto le banche centrali clienti hanno gestito in modo dinamico i loro portafogli di strumenti BRI allorché negli ultimi mesi dell'esercizio finanziario i tassi d'interesse sono diminuiti, e il valore di mercato dei loro crediti verso la Banca è aumentato. In termini economici, queste perdite sono controbilanciate da guadagni non realizzati sui fondi ricevuti in prestito e sulle operazioni fuori bilancio che, in conformità dei criteri contabili della BRI, non sono riconosciuti nel Conto profitti e perdite. Esse si annulleranno durante il periodo di vita residua delle attività in questione. Infine, il Consiglio di amministrazione ha

deciso che, essendo sufficiente l'attuale livello dell'accantonamento a fronte di rischi bancari e altre contingenze, non era necessario effettuare alcun trasferimento a questo fondo.

Il risultato del presente esercizio è calcolato al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 67,0 milioni di franchi oro compreso l'ammortamento, a fronte di 68,8 milioni di franchi oro dell'esercizio precedente, con una flessione del 3%. In termini di franchi svizzeri, moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca, i costi di amministrazione sono saliti del 6%. All'interno di questa categoria, gli ammortamenti sono aumentati del 18% in franchi svizzeri (e dell'8% in franchi oro), in seguito agli ulteriori investimenti della Banca in tecnologie elettroniche e altre attrezzature, tra cui sistemi informatici più avanzati per l'attività bancaria e impianti per la nuova dealing room di Hong Kong.

In conformità dell'Articolo 51 dello Statuto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire l'utile netto di 271,7 milioni di franchi oro nel modo seguente:

- (i) un importo di 48,6 milioni di franchi oro per il pagamento di un dividendo di 360 franchi svizzeri per azione. Va notato che il dividendo sarà pagato su 452 113 azioni. Il numero delle azioni emesse e liberate prima del riscatto è di 529 165. Di queste azioni, 77 052 rappresentano azioni proprie in tesoreria, comprendenti 74 952 titoli riscattati da ex azionisti privati e banche centrali e 2 100 altre azioni. Nessun dividendo viene corrisposto sulle azioni proprie;
- (ii) un importo di 44,6 milioni di franchi oro al Fondo di riserva generale;
- (iii) un importo di 3,0 milioni di franchi oro al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
- (iv) un importo di 175,5 milioni di 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.

Il Consiglio di amministrazione ha proposto che il dividendo sopraindicato sia pagato il 1° luglio 2001 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 2001.

I conti della Banca sono stati debitamente certificati dai Revisori PricewaterhouseCoopers AG, i quali hanno confermato che la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, unitamente alle Note relative ai Conti, forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca al 31 marzo 2001, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a quella data. La relazione dei Revisori è riportata in calce al Bilancio.

## 7. Emendamento dello Statuto della Banca

### *Ritiro di azioni detenute da privati*

Come annunciato l'11 settembre 2000, un'Assemblea generale straordinaria (AGS) della Banca tenuta l'8 gennaio 2001 ha deciso, su raccomandazione del Consiglio di amministrazione, di limitare in futuro il diritto di detenere azioni

della BRI alle sole banche centrali. Su questa base, l'AGS ha approvato un emendamento dello Statuto della Banca che ha dato corso al riscatto obbligatorio da parte della Banca di tutte le sue azioni detenute da azionisti privati, dietro pagamento di un'indennità di 16 000 franchi svizzeri per azione (equivalenti a circa \$USA 9 950 al rapporto di cambio dollaro USA/franco svizzero dell'8 gennaio 2001).

L'importo dell'indennità di 16 000 franchi svizzeri per azione pagabile agli azionisti privati rappresenta un premio del 95-155% sui prezzi di chiusura dell'ultimo giorno di negoziazione, nel settembre 2000, precedente l'annuncio della transazione proposta, quando le azioni americane, belghe e francesi soggette al riscatto obbligatorio venivano trattate rispettivamente a 8 195, 7 800 e 6 273 franchi svizzeri. L'importo dell'indennità è stato determinato dal Consiglio di amministrazione e successivamente deciso dall'AGS sulla base della valutazione e delle raccomandazioni della banca internazionale J. P. Morgan & Cie, che ha effettuato un'analisi valutativa multicriteriale. In separata sede, la società contabile Barbier Frinault & Associés (Arthur Andersen Group) ha condotto un'analisi autonoma, emettendo un parere che conferma la correttezza dell'indennità proposta.

Le ragioni che hanno indotto la Banca a procedere al riscatto obbligatorio sono essenzialmente due. Anzitutto, l'esistenza di un ristretto numero di azionisti privati, i cui interessi erano principalmente di natura finanziaria, risultava sempre più incompatibile con il ruolo pubblico internazionale della BRI e la sua futura evoluzione. Il compito fondamentale della BRI è quello di promuovere la cooperazione tra le banche centrali, e quindi di fornire il suo contributo alla stabilizzazione del sistema finanziario mondiale; non è obiettivo primario della Banca la massimizzazione del rendimento sugli investimenti finanziari degli azionisti. In secondo luogo, il mercato delle azioni BRI era ostacolato da imperfezioni non correggibili: i titoli detenuti da privati rappresentavano tre emissioni azionarie non fungibili (l'intera emissione americana e parti di quelle francese e belga) che venivano trattate con un volume di scambi esiguo presso due borse valori, e per il trasferimento delle azioni lo Statuto della BRI prescriveva complesse procedure.

Per eseguire il riscatto obbligatorio di tutte le azioni detenute da privati, gli Articoli 6, 12 e 15-18 dello Statuto sono stati emendati in modo da limitare il diritto di detenere azioni della BRI alle sole banche centrali. Inoltre, è stata introdotta nello Statuto una norma transitoria, l'Articolo 18 bis, per procedere alla cancellazione degli azionisti privati dal registro della BRI e al pagamento in loro favore dell'indennità di 16 000 franchi svizzeri per azione. Questo nuovo articolo fa anche riferimento alla redistribuzione di azioni detenute dalla BRI tra le banche centrali azioniste, secondo le modalità successivamente determinate dal Consiglio di amministrazione. In connessione con l'opzione offerta nello stesso tempo alle banche centrali azioniste della BRI diverse da quelle dei paesi di emissione di vendere tali azioni alla Banca allo stesso prezzo di 16 000 franchi svizzeri per azione, la Banca ha riacquistato 74 952 azioni proprie.

Le modifiche statutarie effettuate per portare a compimento la transazione si basano sulle norme internazionali speciali applicabili alla BRI in quanto

organizzazione internazionale (tra cui la Carta costitutiva e lo Statuto). In particolare, ai sensi dell'Articolo 54 dello Statuto della Banca, compete al Tribunale arbitrale previsto dall'Accordo dell'Aia la giurisdizione unica in merito a controversie sull'interpretazione e sull'applicazione dello Statuto. Un ristretto numero di ex azionisti privati contesta l'importo dell'indennità pagabile e i metodi di valutazione prescelti, e ha presentato ricorso contro la Banca davanti al Tribunale arbitrale e a tribunali nazionali. La BRI ha richiesto che tutti i procedimenti siano deferiti al Tribunale arbitrale dell'Aia.

### *Varie*

Oltre agli emendamenti statutari connessi con il riscatto di azioni della BRI detenute da privati, la AGS ha approvato modifiche all'Articolo 40 dello Statuto riguardanti il titolo di Condirettore Generale nelle lingue inglese e tedesca e all'Articolo 45 dello Statuto sui tempi entro cui deve tenersi l'Assemblea generale ordinaria.

## 8. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione

Nella seduta del giugno 2000 il Consiglio ha rieletto Nout H. E. M. Wellink, Presidente della De Nederlandsche Bank, alla carica di Consigliere per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 30 giugno 2003.

Nel settembre 2000 Alan Greenspan, Presidente del Consiglio dei Governatori del Sistema della Riserva federale, ha rinnovato la nomina di William J. McDonough a Consigliere per un ulteriore triennio fino al 12 settembre 2003. Nella stessa riunione il Consiglio ha riconfermato Masaru Hayami, Governatore della Banca del Giappone, nella carica di Consigliere parimenti per un periodo di tre anni che avrà termine il 12 settembre 2003.

Nel novembre 2000 Jean-Claude Trichet, Governatore della Banca di Francia, ha rinnovato il mandato di Consigliere di Hervé Hannoun per un ulteriore triennio, ossia fino al 27 novembre 2003.

Alla fine del dicembre 2000 Hans Meyer ha lasciato la carica di Presidente della Banca Nazionale Svizzera e quindi il suo seggio nel Consiglio. Con effetto dal 1° gennaio 2001 quest'ultimo ha eletto Jean-Pierre Roth, succeduto a Hans Meyer quale Presidente della BNS, alla carica di Consigliere per la restante durata del mandato di Hans Meyer, conclusosi alla fine del marzo 2001. Nello stesso mese di marzo Jean-Pierre Roth è stato rieletto fino al 31 marzo 2004.

Nel settembre 2000 Gordon Thiessen, Governatore della Banca del Canada, è stato rieletto Consigliere fino al 12 settembre 2003. Tuttavia, in seguito alla cessazione delle sue funzioni in qualità di Governatore e quindi di Consigliere alla fine del gennaio 2001, il Consiglio ha eletto il suo successore alla carica di Governatore della Banca del Canada, David Dodge, quale membro del Consiglio per la restante durata del mandato di Gordon Thiessen, ossia fino al 12 settembre 2003.

Antonio Fazio, Governatore della Banca d'Italia, ha designato Bruno Bianchi quale successore di Carlo Santini nella funzione di primo Sostituto con decorrenza dal luglio 2000. Guy Quaden, Governatore della Banca

Nazionale del Belgio, ha designato Peter Praet a esercitare le funzioni di suo Sostituto in assenza di Jean-Jacques Rey dall'ottobre 2000.

Per quanto concerne gli alti funzionari della Banca, Guy Noppen e Marten de Boer si sono dimessi dalla carica di Direttore, rispettivamente alla fine del settembre 2000 e alla fine del marzo 2001. Peter Dittus è stato nominato Vice Segretario Generale con decorrenza dal 1° ottobre 2000.

# Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite

al 31 marzo 2001



## Situazione patrimoniale al 31 marzo 2001

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

2000	Attivo	2001
	<b>Oro</b>	
2 265,4	Detenuto in barre	2 195,3
<u>1 240,4</u>	Depositi vincolati e anticipazioni	<u>1 325,8</u>
3 505,8		3 521,1
11,4	Cassa in contanti e conti a vista presso banche	20,3
7 853,9	Buoni del Tesoro	4 597,8
	<b>Depositi vincolati e anticipazioni in valute</b>	
32 401,0	Fino a 3 mesi	27 894,8
<u>9 452,9</u>	Oltre 3 mesi	<u>16 901,6</u>
41 853,9		44 796,4
	<b>Titoli acquistati pronti contro termine</b>	
1 268,1	Fino a 3 mesi	3 882,0
	<b>Titoli di Stato e altri titoli</b>	
4 295,8	Fino a 3 mesi	4 490,3
<u>15 844,1</u>	Oltre 3 mesi	<u>13 849,2</u>
20 139,9		18 339,5
120,7	Terreno, immobili e arredi	113,2
82,0	Partite varie	783,7
<u>74 835,7</u>		<u>76 054,0</u>

La classificazione al 31 marzo 2000 di alcune attività e passività con facoltà di rimborso anticipato è stata modificata in modo da rispecchiare l'intera vita residua contrattuale.

Dopo la  
ripartizione dell'utile  
netto di esercizio

Prima della      Dopo la  
ripartizione dell'utile  
netto di esercizio

2000	Passivo	2001	
330,7	Capitale	330,7	330,7
2 911,6	Riserve	2 911,6	3 134,7
	Azioni proprie	(384,0)	(384,0)
191,9	Rettifiche di valore	56,0	56,0
	Depositi (in oro)		
2 240,3	A vista	2 178,1	2 178,1
197,5	Fino a 3 mesi	282,5	282,5
382,4	Oltre 3 mesi	381,7	381,7
2 820,2		2 842,3	2 842,3
	Depositi (in valute)		
3 423,2	A vista	2 690,5	2 690,5
39 244,7	Fino a 3 mesi	28 204,1	28 204,1
23 235,8	Oltre 3 mesi	36 380,2	36 380,2
65 903,7		67 274,8	67 274,8
	Titoli ceduti pronti contro termine		
103,0	Fino a 3 mesi	990,6	990,6
2 519,9	Partite varie	1 760,3	1 760,3
	Conto profitti e perdite	271,7	
54,7	Dividendo pagabile il 1° luglio		48,6
74 835,7		76 054,0	76 054,0

## Conto profitti e perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2001  
(in milioni di franchi oro)

	2000	2001
Interessi e sconti attivi e altri proventi di gestione	4 222,4	5 532,0
Meno: interessi e sconti passivi	3 845,8	5 193,3
Interessi netti e altri proventi di gestione	376,6	338,7
Meno: spese di amministrazione		
Consiglio di amministrazione	1,2	1,1
Direzione e personale	40,6	39,3
Funzionamento degli uffici e altre spese	19,4	18,5
Spese di amministrazione prima degli ammortamenti	61,2	58,9
Ammortamenti	7,6	8,1
	68,8	67,0
Utile netto dell'esercizio finanziario	307,8	271,7
<p>Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale che l'utile netto dell'esercizio chiuso il 31 marzo 2001 sia ripartito, ai sensi dell'Articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:</p>		
Dividendo: 360 franchi svizzeri per azione su 452 113 azioni		48,6
340 franchi svizzeri per azione su 517 165 azioni	54,5	
su 12 000 azioni di nuova emissione (pro rata tempore in base alla data di sottoscrizione)	0,2	
	54,7	48,6
	253,1	223,1
Trasferimento al Fondo di riserva generale	50,6	44,6
	202,5	178,5
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi	3,0	3,0
	199,5	175,5
Trasferimento al Fondo di riserva libero	199,5	175,5
	-	-

## Variazioni del capitale e delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2001  
(in milioni di franchi oro)

### I. Capitale

	Numero di azioni	Franchi oro (milioni)
Azioni di 2 500 franchi oro, versate per il 25%:		
Situazione al 31 marzo 2000 come da bilancio	529 165	330,7
Situazione al 31 marzo 2001 come da bilancio	529 165	330,7

Ulteriori informazioni sono contenute nella Nota 7 relativa ai Conti.

### 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 2000, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1999/2000	33,1	1 259,1	68,5	1 550,9	2 911,6
Più: ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 2000/01	-	44,6	3,0	175,5	223,1
Situazione al 31 marzo 2001 come da bilancio	33,1	1 303,7	71,5	1 726,4	3 134,7

### III. Il capitale e i fondi di riserva al 31 marzo 2001 (dopo la ripartizione) erano rappresentati da:

	Capitale	Fondi di riserva	Totale capitale e riserve
Attività nette in			
Oro	330,7	331,0	661,7
Valute	-	2 803,7	2 803,7
Situazione al 31 marzo 2001 come da bilancio	330,7	3 134,7	3 465,4

# Note relative ai Conti

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2001  
(in milioni di franchi oro)

## 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 fiduciario (trustee) o come agente in regolamenti finanziari internazionali. Attualmente quarantanove 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 2000/01 sono presentati in una veste approvata dal Consiglio di amministrazione in conformità dell'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 1,94149... . L'Articolo 4 dello Statuto della Banca definisce il franco oro (abbreviato in FO) come equivalente a 0,29032258... 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 FO 1 = \$USA 1,94149...). 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 USA 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 a credito 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 a debito 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*

Il costo del terreno, degli immobili e degli arredi della Banca viene capitalizzato. Esso è ammortizzato a quote costanti sul periodo stimato di vita utile delle attività soggette ad ammortamento, 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 precedente 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 punto d) precedente).

*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 verifica ogni anno il livello di tale accantonamento e, se necessario, provvede a incrementarlo. L'accantonamento è incorporato nelle Partite varie passive.

### 3. Disponibilità in oro

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

Attivo	2000	2001
Oro in barre detenuto presso banche centrali	2 265,4	2 195,3
Depositi in oro a termine:		
Fino a 3 mesi	261,4	372,0
Oltre 3 mesi	979,0	953,8
	<u>3 505,8</u>	<u>3 521,1</u>

Le disponibilità proprie in oro della Banca ammontavano al 31 marzo 2001 a FO 661,7 milioni, equivalenti a 192 tonnellate di oro fino (2000: FO 661,7 milioni; 192 tonnellate).

### 4. Buoni del Tesoro

Le disponibilità della Banca erano le seguenti:

	2000	2001
Valore contabile	<u>7 853,9</u>	<u>4 597,8</u>

Il valore di mercato dei Buoni del Tesoro al 31 marzo 2001 era di FO 4 601,1 milioni (2000: FO 7 854,1 milioni).

## 5. Titoli di Stato e altri titoli

Le disponibilità della Banca erano le seguenti:

	2000	2001
Valore contabile	20 139,9	18 339,5

Il valore di mercato dei Titoli di Stato e altri titoli al 31 marzo 2001 era di FO 18 558,4 milioni (2000: FO 20 120,0 milioni).

## 6. Terreno, immobili e arredi

	Terreno e immobili	Attrezzature informatiche e altre	Totale
Costo:			
Saldo iniziale al 1° aprile 2000	129,6	48,2	177,8
Spesa in conto capitale	0,9	4,1	5,0
Dismissioni e smobilizzi		(18,6)	(18,6)
Variazioni di cambio	(4,7)	(1,8)	(6,5)
Costo al 31 marzo 2001	125,8	31,9	157,7
Ammortamenti:			
Ammortamento cumulativo al 1° aprile 2000	28,3	28,8	57,1
Quota di ammortamento per l'esercizio corrente	2,2	5,9	8,1
Dismissioni e smobilizzi		(18,6)	(18,6)
Variazioni di cambio	(1,0)	(1,1)	(2,1)
Ammortamento cumulativo al 31 marzo 2001	29,5	15,0	44,5
Valore contabile netto al 31 marzo 2001	96,3	16,9	113,2

Il costo del terreno della Banca al 31 marzo 2001 era di FO 22,9 milioni (2000: FO 23,8 milioni).

## 7. Capitale

Il capitale della Banca è composto da:

	2000	2001
Capitale autorizzato: 600 000 azioni, di 2 500 franchi oro ciascuna	1 500,0	1 500,0
Capitale emesso: 529 165 azioni liberate per il 25 %	1 322,9 330,7	1 322,9 330,7



- a) L'Assemblea generale straordinaria dell'8 gennaio 2001 ha emendato lo Statuto della Banca in modo da limitare alle sole banche centrali il diritto di detenere azioni della BRI, procedendo così al riscatto obbligatorio di 72 648 azioni delle emissioni americana, belga e francese detenute da azionisti privati (ossia, non banche centrali) dietro pagamento di un'indennità di 16 000 franchi svizzeri per azione. Per quanto riguarda le azioni di queste emissioni detenute da banche centrali diverse da quelle dei tre paesi di emissione, la Banca ha riscattato allo stesso prezzo 2 304 azioni; il riscatto di 500 di tali azioni è stato completato dopo il 31 marzo 2001. Il Consiglio redistribuirà a tempo debito queste azioni alle banche centrali azioniste della BRI secondo modalità che riterrà appropriate. I diritti di voto abbinati a tali azioni restano immutati; essi continuano a essere esercitabili rispettivamente dalle banche centrali americana, belga e francese.
- b) Il costo complessivo del riscatto delle 74 952 azioni suddette, che ammonta a FO 384,0 milioni, figura con segno negativo alla voce "Azioni proprie" nel passivo della Situazione patrimoniale della Banca.
- c) Il numero delle azioni in essere aventi diritto al pagamento del dividendo per l'esercizio 2000/01 è il seguente:

Capitale emesso	529 165
Meno: azioni proprie	
Da azionisti privati e banche centrali	74 952
Altre	2 100
Totale azioni in essere aventi diritto al dividendo	<u>452 113</u>

## 8. Riserve

Le riserve della Banca sono composte da:

	2000	2001
Fondo di riserva legale	33,1	33,1
Fondo di riserva generale	1 259,1	1 303,7
Fondo speciale di riserva per i dividendi	68,5	71,5
Fondo di riserva libero	1 550,9	1 726,4
	<u>2 911,6</u>	<u>3 134,7</u>

Le attribuzioni annue ai vari fondi di riserva sono regolate dall'Articolo 51 dello Statuto della Banca. Gli importi trasferiti sono indicati anche nella tabella relativa all'"Evoluzione dei fondi di riserva".

## 9. 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:

	2000	2001
Banche centrali		
A vista	3 351,8	2 293,7
Fino a 3 mesi	50 119,9	27 176,4
Oltre 3 mesi	7 195,8	35 216,9
Altri depositanti		
A vista	71,4	396,8
Fino a 3 mesi	5 164,8	1 027,7
Oltre 3 mesi	0,0	1 163,3
	<u>65 903,7</u>	<u>67 274,8</u>

## 10. 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

	2000	2001
Contratti in cambi:		
Riporti e contratti a termine in cambi	9 291,3	11 542,4
Swaps di valute	2 259,3	1 776,1
Contratti di tasso d'interesse:		
Swaps di tasso d'interesse	9 842,5	41 012,6
Forward rate agreements e futures	15 629,6	21 864,3

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 2001 ammontava a FO 1 476,1 milioni (2000: FO 354,4 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.

	2000	2001
Valore nominale dei titoli detenuti in custodia	7 093,0	8 400,5
Oro detenuto in custodia	666,1	700,3

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

La Banca gestisce un Sistema pensionistico e un Piano di risparmio. Questi due 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 ai due sistemi. Tutte le erogazioni effettuate nell'ambito di questi sistemi sono addebitate al rispettivo fondo.

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 a carico della Banca per il servizio corrente è compresa ogni mese nei costi di amministrazione.

Al 31 marzo 2001 il valore di mercato delle attività nette del Fondo pensione era di FO 256,3 milioni (2000: FO 266,7 milioni), pari a un coefficiente di copertura del 117% (2000: 125%) basato sul più recente valore attuariale annuo delle obbligazioni del fondo al 30 settembre 2000. Il valore di mercato delle attività nette del Fondo di risparmio era di FO 23,8 milioni al 31 marzo 2001 (2000: FO 23,8 milioni), corrispondenti a un coefficiente di copertura del 102% (2000: 105%) rispetto alle passività del Piano di risparmio a tale data. Qualora il coefficiente risultasse invariato al 30 settembre 2001, ossia alla fine del prossimo esercizio finanziario del Fondo di risparmio, la Banca sarebbe tenuta a versare un contributo aggiuntivo di FO 0,7 milioni al Fondo suddetto. I più recenti rendiconti annuali del Fondo pensione e del Fondo di risparmio si riferiscono all'esercizio terminato il 30 settembre 2000.

## 11. Passività eventuali

Alcuni ex azionisti privati hanno espresso la loro insoddisfazione per l'importo dell'indennità che è loro versata dalla Banca in connessione con il riscatto obbligatorio delle azioni non detenute da banche centrali. Sono state intraprese distinte azioni legali presso i tribunali federali USA ed è stato avviato un procedimento dinanzi al Tribunale arbitrale dell'Aia. La Banca ha dichiarato che, qualora il Tribunale arbitrale decidesse un aumento dell'indennità, l'importo maggiorato si applicherebbe a tutte le azioni riscattate.

# 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 dello Statuto e dei 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 2001, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data, e sono pertanto conformi allo Statuto della Banca.

PricewaterhouseCoopers AG

Ralph R. Reinertsen

Anthony W. Travis

Basilea, 2 maggio 2001

## Sommario della Situazione patrimoniale negli ultimi cinque esercizi

(in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Oro</b>					
<i>Detenuto in barre</i>	3 547,3	3 037,1	2 801,5	2 265,4	2 195,3
<i>Depositi vincolati e anticipazioni</i>	956,7	1 122,4	1 077,2	1 240,4	1 325,8
	4 504,0	4 159,5	3 878,7	3 505,8	3 521,1
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	384,4	7,8	8,3	11,4	20,3
Buoni del Tesoro	2 813,4	1 863,9	7 314,0	7 853,9	4 597,8
Depositi vincolati e anticipazioni in valute	42 355,1	34 862,2	32 423,0	41 853,9	44 796,4
Titoli acquistati pronti contro termine	884,2	2 781,0	276,0	1 268,1	3 882,0
Titoli di Stato e altri titoli	15 651,1	18 517,1	22 167,9	20 139,9	18 339,5
Terreno, immobili e arredi	-	-	124,7	120,7	113,2
Partite varie	200,8	258,7	44,5	82,0	783,7
<b>Totale attivo</b>	<b>66 793,0</b>	<b>62 450,2</b>	<b>66 237,1</b>	<b>74 835,7</b>	<b>76 054,0</b>
<b>Capitale versato</b>	<b>323,2</b>	<b>323,2</b>	<b>323,2</b>	<b>330,7</b>	<b>330,7</b>
<b>Riserve (dopo la ripartizione dell'utile netto di esercizio)</b>					
<i>Fondo di riserva legale</i>	32,3	32,3	32,3	33,1	33,1
<i>Fondo di riserva generale</i>	974,9	1 016,3	1 156,4	1 259,1	1 303,7
<i>Fondo speciale di riserva per i dividendi</i>	59,5	62,5	65,5	68,5	71,5
<i>Fondo di riserva libero</i>	995,1	1 157,4	1 351,4	1 550,9	1 726,4
	2 061,8	2 268,5	2 605,6	2 911,6	3 134,7
Azioni proprie					(384,0)
Rettifiche di valore	351,1	247,2	265,4	191,9	56,0
<b>Depositi</b>					
<i>Oro</i>	3 836,4	3 473,7	3 192,6	2 820,2	2 842,3
<i>Valute</i>	57 585,6	54 023,6	57 705,8	65 903,7	67 274,8
	61 422,0	57 497,3	60 898,4	68 723,9	70 117,1
Titoli ceduti pronti contro termine	674,8	30,7	121,5	103,0	990,6
Sistema pensionistico del personale	252,6	257,0	-	-	-
Partite varie	1 658,7	1 773,7	1 965,6	2 519,9	1 760,3
Dividendo	48,8	52,6	57,4	54,7	48,6
<b>Totale passivo</b>	<b>66 793,0</b>	<b>62 450,2</b>	<b>66 237,1</b>	<b>74 835,7</b>	<b>76 054,0</b>

## Sommario del Conto profitti e perdite negli ultimi cinque esercizi

(in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1997	1998	1999	2000	2001
Interessi netti e altri proventi di gestione	263,8	314,9	370,4	376,6	338,7
Meno: spese di amministrazione					
<i>Consiglio di amministrazione</i>	1,3	1,3	1,3	1,2	1,1
<i>Direzione e personale</i>	42,9	39,4	40,9	40,6	39,3
<i>Funzionamento degli uffici e altre spese</i>	16,3	15,0	18,6	19,4	18,5
Spese di amministrazione prima degli ammortamenti	60,5	55,7	60,8	61,2	58,9
<i>Ammortamenti</i>	-	-	6,0	7,6	8,1
	60,5	55,7	66,8	68,8	67,0
Risultato netto di gestione	203,3	259,2	303,6	307,8	271,7
Meno: importi trasferiti alle voci					
<i>Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione</i>	3,0	-	-	-	-
<i>Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature</i>	6,0	-	-	-	-
	9,0	-	-	-	-
Utile netto dell'esercizio finanziario	194,3	259,2	303,6	307,8	271,7
Dividendo	48,8	52,6	57,4	54,7	48,6
	145,5	206,6	246,2	253,1	223,1
Trasferimento al Fondo di riserva generale	41,0	41,3	49,2	50,6	44,6
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi	104,5	165,3	197,0	202,5	178,5
	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	101,5	162,3	194,0	199,5	175,5
Trasferimento al Fondo di riserva libero	101,5	162,3	194,0	199,5	175,5
	-	-	-	-	-

## 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

David Dodge, Ottawa

Antonio Fazio, Roma

Sir Edward George, Londra

Alan Greenspan, Washington

Hervé Hannoun, Parigi

Masaru Hayami, Tokyo

William J. McDonough, New York

Guy Quaden, Bruxelles

Jean-Pierre Roth, Zurigo

Hans Tietmeyer, Francoforte sul Meno

Jean-Claude Trichet, Parigi

Alfons Verplaetse, Bruxelles

Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam

Ernst Welteke, Francoforte sul Meno

### *Sostituti*

Bruno Bianchi o Stefano Lo Faso, Roma

Roger W. Ferguson o Karen H. Johnson, Washington

Jean-Pierre Patat o Marc-Olivier Strauss-Kahn, Parigi

Ian Plenderleith o Clifford Smout, Londra

Peter Praet o Jan Smets, Bruxelles

Jürgen Stark o Stefan Schönberg, Francoforte sul Meno

### *Sottocomitati del Consiglio di amministrazione*

Comitato consultivo

Comitato di revisione

entrambi presieduti da Lord Kingsdown, Londra

## 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
Renato Filosa	Direttore, Dipartimento Monetario ed Economico
Mario Giovanoli	Consigliere Giuridico, Direttore
Günter Pleines	Vice Capo del Dipartimento Bancario
Peter Dittus	Vice Segretario Generale
Josef Tošovský	Presidente, Istituto per la stabilità finanziaria





